

**FUSÕES E AQUISIÇÕES CROSS-BORDER: CARACTERÍSTICAS DE MERCADO  
E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO**

***CROSS-BORDER MERGERS AND ACQUISITIONS: MARKET CHARACTERISTICS  
ECONOMIC-FINANCIAL PERFORMANCE***

***FUSIONES Y ADQUISICIONES TRANSFRONTERIZAS: CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO  
Y DESEMPEÑO ECONÓMICO-FINANCIERO***

**Rayana Kelly Brasileiro Martins**

Mestra em Administração pela Universidade Federal da Paraíba (UFPB)

**Aldo Leonardo Cunha Callado**

Doutor em Agronegócios pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)

Professor Associado do Departamento de Finanças e Contabilidade da Universidade Federal da Paraíba (UFPB)

Artigo recebido em 17/06/2020. Revisado por pares em 23/03/2021. Reformulado em 31/03/2021. Recomendado para publicação em 04/05/2021, por Ademir Dutra (Editor Científico). Publicado em 31/08/2021. Avaliado pelo Sistema *double blind review*.

©Copyright 2021 UNISUL-PPGA/Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios. Todos os direitos reservados.

Permitida citação parcial, desde que identificada a fonte. Proibida a reprodução total.

Revisão gramatical, ortográfica e ABNT de responsabilidade dos autores.

## RESUMO

A presente pesquisa tem como objetivo analisar o efeito que as características de mercado provocam no desempenho econômico-financeiro de empresas envolvidas em processos de fusões e aquisições do tipo *cross-border*. Para seu desenvolvimento adotou-se o modelo de regressão com dados em painel por efeitos fixos e aleatórios. Apesar de alguns trabalhos da literatura indicarem que o desenvolvimento de mercado impacta na criação de valor das empresas adquirentes, os resultados obtidos nesta pesquisa refutam a hipótese de que em mercados desenvolvidos, os processos de F&As *cross-border* estão positivamente associados ao desempenho obtido após concretização da fusão.

**Palavras-Chave:** Fusões e aquisições; Características de mercado; Desempenho econômico-financeiro; Internacionalização; Mercado brasileiro.

## ABSTRACT

The present research aims to analyze the effect that market characteristics cause in the economic-financial performance of companies involved in cross-border mergers and acquisitions processes. In order to conduct the aforementioned, the researchers chose to use the regression model with panel data by fixed and random effects. Despite the fact that certain works in the literature state that market development have impact in the creation of value by acquiring companies, the results obtained in this research refute the hypothesis that, in developed markets, the cross-border M&As processes are positively associated whit the performance obtained after the merger was concluded.

**Key-words:** Mergers and acquisitions; Market characteristics; Economic-financial performance; Internationalization; Brazilian market.

## RESUMEN

Esta investigación tiene como objetivo analizar el efecto que causan las características del mercado en el desempeño económico-financiero de las empresas involucradas en fusiones y adquisiciones transfronterizas. Para su desarrollo, se adoptó el modelo de regresión con datos de panel por efectos fijos y aleatorios. A pesar de que algunos trabajos en la literatura indican que el desarrollo del mercado impacta en la creación de valor de las empresas adquirentes, los resultados obtenidos en esta investigación refutan la hipótesis de que, en los mercados desarrollados, los procesos de fusiones y adquisiciones transfronterizos se asocian positivamente con el rendimiento obtenido después de la realización de la fusión.

**Palabras clave:** Fusiones y adquisiciones; Características del mercado; Desempeño económico-financiero; Internacionalización; Mercado brasileño.

## 1 INTRODUÇÃO

Apesar da capacidade de geração de valor, as operações de fusões e aquisições (F&As) apresentam um alto grau de incerteza quanto aos impactos econômico-financeiros gerados em decorrência da complexidade dessas transações. Os motivos que levam à concretização das F&As ainda são controversos (NOGUEIRA; CASTRO, 2020). Tais operações podem partir de diferentes objetivos e, conseqüentemente, obter diferentes resultados (PESSANHA *et al.*, 2012), uma vez que, os potenciais ganhos advindos das fusões e aquisições são determinados por sinergias específicas das partes envolvidas: adquirente e alvo (AHERN; DAMINELLI; FRACASSI, 2015). Razões relacionadas à eficiência, criação de sinergias, economias de escala, aumento do poder de mercado, formação de monopólios ou oligopólios, oportunidades de diversificação, entre outros fatores, compõem os diversos motivos para a ocorrência das F&As (ANDRADE; MITCHELL; STAFFORD, 2001).

Embora as F&As sejam mais recorrentes em países desenvolvidos, a exemplo dos Estados Unidos, tais atividades vêm se expandindo em países considerados em desenvolvimento, como o que vem acontecendo no Brasil desde o início dos anos 2000. O motivo desta expansão é decorrente do crescimento econômico da época, juntamente com o aumento da internacionalização de empresas e da incerteza no ambiente de negócios (ROMANO; ALMEIDA, 2015). Segundo Noda, Oliveira Júnior e Kayo (2014), o número de processos de aquisições internacionais teve um aumento significativo nas últimas décadas. Esse crescimento é resultado da busca pelas empresas em adotar estratégias de crescimento inorgânico em mercados estrangeiros (MAUNG *et al.*, 2019).

O crescente aumento da internacionalização impulsiona os gestores a buscarem a diversificação e a expansão de produtos e serviços em diferentes locais, sendo as fusões e aquisições *cross-border* um dos meios adotados pelas empresas que buscam internacionalizar seus negócios de maneira global. Também conhecida como fusões e aquisições internacionais, as F&As *cross-border* são assim chamadas quando suas operações ocorrem entre empresas sediadas em países distintos, o que faz com que a empresa adquirente seja exposta a aspectos institucionais formais e informais da empresa adquirida (BORTOLUZZO *et al.*, 2014).

De acordo com Salerno, Zen e Bittencourt (2021), no que se refere aos resultados advindos da internacionalização, as empresas colocaram como principais benefícios os ganhos financeiros, a ampliação de mercados, o aprendizado adquirido e o ganho de credibilidade à marca. Para estes autores, a internacionalização propicia ganho de vantagens de propriedade, agregando resultados financeiros e não financeiros.

Durante o processo de internacionalização, em geral, os ganhos sinérgicos advêm quando o crescimento doméstico é limitado ou restrito à presença de barreiras comerciais para exportações (AHAMMAD; GLAISTER, 2010). Tais operações centram-se em mercados com oportunidade de desenvolvimento devido à maior propensão e facilidade em adquirir uma marca já consolidada do que tentar desenvolver uma nova marca. Além disso, as condições macroeconômicas dos países são responsáveis pela geração de oportunidades, por isso, países de crescimento mais rápido tendem a abrigar empresas alvo (HOPKINS, 1999). Segundo Gubbi *et al.* (2014), em busca de suprir deficiências observadas no mercado local e captar recursos no mercado internacional, as empresas envolvidas em processos de fusões e aquisições *cross-border* podem vir a obter vantagens e ativos estratégicos em conformidade ao nível de desenvolvimento de mercado.

Características inerentes ao mercado, como regulação institucional, nível de desenvolvimento industrial e do país, práticas de negócios, elementos políticos-legais e crescimento do mercado são fatores que podem exercer influência e conduzir as práticas de internacionalização. Segundo Ibrahim e Raji (2018), fatores macroeconômicos, como Produto Interno Bruto (PIB), taxa de câmbio, inflação e juros, explicam tendências de F&As *cross-border*. Para Aggarwal e Goodell (2014) a qualidade do ambiente institucional e as práticas de governança também podem vir a influenciar a natureza e eficiência da intermediação financeira e dos mercados de capitais.

Ademais, o grau de eficiência e controle corporativo dos mercados podem também afetar os custos envolvidos nas transações de F&As, portanto, ambientes institucionais mais desenvolvidos tendem a aumentar a competitividade entre empresas, aumentando assim, os prêmios a serem pagos nas transações (BORTOLUZZO *et al.*, 2014). Em particular, adquirentes de mercados desenvolvidos tendem a obter maiores benefícios nas transações onde a empresa alvo seja de um mercado emergente (EREL; LIAO; WEISBACH, 2012).

Estudos como os de Gubbi *et al.* (2010) e Erel, Liao e Weisbach (2012) reportam que o nível de desenvolvimento econômico e institucional, bem como o desempenho do mercado de ações entre dois países influenciam a ocorrência de uma fusão e aquisição devido à oportunidade de obtenção de recursos e competências intangíveis que venham gerar valor para o adquirente. Acredita-se, portanto, que o nível de desenvolvimento do mercado atraia mais investidores e empresas estrangeiras devido à confiança, desenvolvimento e eficiência das instituições. Nesse sentido, este trabalho desenvolveu-se com o objetivo de analisar o efeito que as peculiaridades de mercado entre países provocam no desempenho econômico-financeiro das empresas envolvidas em processos de fusões e aquisições *cross-border*.

Em função do crescimento das transações nacionais e internacionais, estudos empíricos acerca da influência de indicadores financeiros, variáveis macroeconômicas e características do mercado financeiro tiveram um aumento crescente na literatura acerca dos determinantes das fusões e aquisições. No entanto, grande parcela desses trabalhos teve como objeto de estudo dados dos Estados Unidos e Reino Unido, provavelmente em decorrência da disponibilidade de dados ou do *status* dessas economias (IBRAHIM; RAJI, 2018).

Apesar de haver estudos como o de Aybar e Ficici (2009), que analisaram a criação e destruição de valor nas operações de F&As internacionais de empresas em mercados emergentes; Dakessian e Feldmann (2013), que avaliaram o desempenho das aquisições realizadas por empresas multilatinas; e Bortoluzzo *et al.* (2014), que analisaram aspectos institucionais formais e informais de empresas brasileiras que realizaram F&As *cross border* e o impactos destes no desempenho; a discussão a respeito do tema ainda está longe de ser resolvida.

Portanto, diante do aumento do número de F&As do tipo *cross-border* e por haver escassez de estudos sobre esse tema no contexto brasileiro, este trabalho visa contribuir não apenas no fomento do tema para a Academia, mas auxiliar gestores na tomada de decisão referente à efetivação das operações de F&As, pois o conjunto de variáveis consideradas para caracterização do mercado financeiro, bem como as métricas de desempenho adotadas estão presentes no dia a dia dos profissionais que lidam com esse tipo de assunto. Assim sendo, a

intenção é compreender e relatar de que forma características específicas de mercado podem vir a influenciar os resultados oriundos das operações de fusões e aquisições.

O presente artigo está estruturado em cinco sessões, incluindo esta introdução. A segunda seção analisa as características dos mercados onde as operações de F&As são realizadas. A terceira seção apresenta os procedimentos metodológicos, incluindo período, critérios amostrais, construção das variáveis utilizadas e procedimentos econométricos adotados. A quarta seção analisa e discute os resultados obtidos. Por fim, são apresentadas as conclusões e implicações para pesquisas futuras.

## 2 CARACTERÍSTICAS DOS MERCADOS

A busca por ativos complementares em um país hospedeiro pode ser motivada pela necessidade de adquirir ativos estratégicos e vantagens específicas. O intuito é superar as deficiências observadas em seu ambiente doméstico. As causas para a ocorrência das F&As *cross-border*, em geral, são semelhantes às operações domésticas, no entanto, a concretização de negócios em ambientes internacionais apresenta complexidade, incerteza e riscos substancialmente maiores (MAUNG *et. al.*, 2019).

Características inerentes ao mercado, como regulação institucional, nível de desenvolvimento setorial e do país, práticas de negócios, elementos políticos-legais e crescimento do mercado são fatores que podem exercer influência e conduzir as práticas de internacionalização. Fatores como a origem legal do país e a qualidade de suas instituições também afetam o valor criado nas operações de fusões e aquisições (AHERN; DAMINELLI; FRACASSI, 2015).

A potencial criação de valor se dá em conformidade com a qualidade dos recursos e desenvolvimento institucional dos mercados onde as operações de F&As são realizadas. Em geral, o valor criado será maior quando a empresa alvo estiver localizada em um ambiente econômico e institucional avançado, tendo, portanto, maior capacidade de oferecer variedade, qualidade de recursos e competências intangíveis (GUBBI *et al.*, 2010).

Os custos inerentes aos mercados de capitais externos, os problemas de agência e as informações assimétricas variam em conformidade com o país. De acordo com Feito-Ruiz e  
Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.14, n. 2, mai./ago. 2021.

Menéndez-Requejo (2012), países com mercado de capitais menos desenvolvidos, em geral, apresentam sistemas frágeis e baixo nível de governança corporativa, conseqüentemente, mais informações assimétricas e problemas de agência. Sendo o problema de agência um fator que prevalece entre controladores e acionistas minoritários de ambientes institucionais que oferecem baixa proteção aos acionistas. Portanto, fatores como características do acionista controlador e nível de concentração acionária podem influenciar as decisões de F&As (NOGUEIRA; CASTRO, 2020).

O acesso ao capital externo depende do desenvolvimento do mercado de capitais e da capacidade do país e das firmas em atrair capital estrangeiro. Assim, uma maior proteção aos investidores e um maior desenvolvimento do mercado de capitais em um país reduzem os custos das empresas em aumentar o nível de capital externo (FEITO-RUIZ; MENÉNDEZ-REQUEJO, 2012).

Em geral, observa-se que as operações internacionais ocorrem por empresas listadas no mercado de ações com experiência internacional e com opções de financiamento e investimento em bancos (LIANG; XIE; REDDING, 2017). Tal comportamento decorre do atual ciclo de negócios e da necessidade de grandes quantias para financiar as transações em andamento.

Movimentos cambiais também são fatores importantes que afetam os mercados de capitais. Firms mais valorizadas tendem a comprar firmas de menor valor devido aos efeitos dos movimentos cambiais e do desempenho do mercado de ações. Tal comportamento é evidenciado quando as empresas estão em países geograficamente próximos ou quando o país da empresa adquirente apresenta um maior nível de riqueza em comparação ao país da empresa alvo (EREL; LIAO; WEISBACH, 2012).

Quanto ao nível de desenvolvimento do mercado, este é um dos fatores que pode vir a influenciar a ocorrência das F&As internacionais. Espera-se que os adquirentes de mercados desenvolvidos obtenham maior valor quando operam com empresas de mercados emergentes. Assim, quanto maior for o desenvolvimento econômico e melhor a qualidade contábil do país, maior será a probabilidade de as empresas pertencentes serem adquirentes em vez de alvo (EREL; LIAO; WEISBACH, 2012). No que tange à qualidade contábil do país,

diferentes padrões contábeis podem representar desafios na avaliação e definição de preço dos alvos nas transações de F&As *cross-border*, uma vez que os padrões contábeis de um país, podem influenciar o prêmio oferecido pelos adquirentes (MAUNG *et. al.*, 2019).

Kokkoris e Olivares-Caminal (2007) explanam que empresas pertencentes a países que não possuem mercados de capitais desenvolvidos tendem a realizar investimento no seu próprio país de origem. Isso justifica o fato de o número de empresas domésticas listadas em Bolsa ser superior ao número de empresas estrangeiras listadas. Em um mercado desenvolvido, o país tem maior abertura a propriedade estrangeira, maior facilidade de movimento de capital e eficiência das instituições de mercado (RANI; YADAV; JAIN, 2015).

Economias desenvolvidas possuem melhor ambiente econômico, procedimentos regulatórios justos e mercados de capitais desenvolvidos (LIANG; XIE; REDDING, 2017). Do ponto de vista regulatório, nas fusões e aquisições *cross-border* deve-se considerar as políticas internas que estão em conformidade com as regras da Bolsa de Valores e as políticas externas referentes aos requisitos regulatórios dos órgãos competentes de cada país (KOKKORIS; OLIVARES-CAMINAL, 2007).

Apesar dos inúmeros desafios e riscos enfrentados nas fusões e aquisições *cross-border*, tais como riscos de crédito, de mercado, cambial, operacional e legal, essas transações oferecem direitos imediatos de propriedade e controle sobre os recursos da empresa alvo (LIANG; XIE; REDDING, 2017). Portanto, uma regulamentação eficaz proporcionará confiança e atrairá investidores, permitindo o desenvolvimento e integração das empresas no mercado global.

Quanto maior for a confiança em um país, maiores serão as chances de troca de bens e ativos financeiros e a realização de investimentos diretos (GUIISO; SAPIENZA; ZINGALES, 2006). De acordo com os mesmos autores, indivíduos que confiam em um país são significativamente mais propensos a comprar ações e ativos de risco e investir em maiores proporções parte de sua riqueza.

Além dos aspectos regulatórios, características inerentes ao mercado de capitais, como disposição de investidores locais em investir em empresas estrangeiras, número mínimo de ações de capital aberto, práticas sólidas de governança corporativa e anticompetitivas, leis  
Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.14, n. 2, mai./ago. 2021.

tributárias e histórico operacional, auxiliam a promover a transparência da negociação e assegurar o gerenciamento de mercado (KOKKORIS; OLIVARES-CAMINAL, 2007).

Consequentemente, se os investidores forem atraídos e se sentirem seguros em investir, o mercado de capitais crescerá, permitindo uma maior interação entre Bolsas de Valores, promovendo a troca de informações e facilitando a ocorrência de fusões (KOKKORIS; OLIVARES-CAMINAL, 2007). Contudo, de acordo com Liang, Xie e Redding (2017), espera-se que, em busca de minimizar os riscos inerentes à entrada no mercado externo, a adquirente tenha conhecimento acerca do ambiente na qual a empresa alvo está localizada, tenha domínio quanto ao gerenciamento de produtos e operações em escala global e esteja preparada para enfrentar riscos políticos, culturais e regulatórios.

Tendo em vista que ambientes institucionais localizados em mercados mais desenvolvidos caracterizam-se como ambientes avançados, com potencial de oferecer um nível de aprendizagem superior, bem como maior variedade e qualidade de recursos, espera-se que características como o nível de desenvolvimento, por exemplo, seja um meio de explicar as diferentes decisões de investimentos internacionais. Ademais, a expectativa é que os adquirentes de mercados desenvolvidos possam vir a obter maior desempenho devido às características de mercado inerentes a um melhor nível de desenvolvimento econômico.

Nesse sentido, foi elaborada a seguinte hipótese de pesquisa: (H1) - Em mercados desenvolvidos, os processos de F&As *cross-border* estão positivamente associados ao desempenho obtido após concretização da fusão.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Inicialmente a população da pesquisa foi composta por 362 operações de fusões e aquisições *cross-border* anunciadas no período de 2011 a 2016. A escolha desse intervalo de tempo se deu em conformidade aos dados disponibilizados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros de Capitais (ANBIMA).

Para composição da amostra foram excluídas: (i) empresas de capital fechado e empresas financeiras devido à dificuldade de acesso aos dados e à regulamentação contábil específica; (ii) empresas que não dispunham de todos os dados necessários no período

elencado; e (iii) operações apenas anunciadas, mas que não foram efetivamente concretizadas. Foi necessário, portanto, a realização de pesquisa nos *sites* corporativos das empresas envolvidas e/ou principais *sites* de notícias para averiguação da concretização da operação.

Após mapeamento das empresas, a amostra final constituiu-se de 111 operações de fusões e aquisições *cross-border* anunciadas no mercado brasileiro no período elencado. Na Tabela 1, é possível observar o número de operações concluídas categorizadas por país.

Tabela 1 - Número de operações por país

País	Número de operações (Alvo)	%	Número de operações (Adquirente)	%
Alemanha	-	-	3	2,70
Argentina	3	2,70	-	-
Austrália	1	0,90	1	0,90
Áustria	-	-	1	0,90
Brasil	93	83,78	18	16,22
Canadá	-	-	6	5,41
Chile	-	-	4	3,60
China	-	-	6	5,41
Dinamarca	1	0,90	-	-
Espanha	-	-	3	2,70
Estados Unidos	6	5,41	22	19,82
França	-	-	10	9,01
Grécia	-	-	1	0,90
Índia	-	-	1	0,90
Inglaterra	1	0,90	9	8,11
Irlanda	-	-	1	0,90
Itália	-	-	7	6,31
Japão	-	-	8	7,21
México	2	1,80	1	0,90
Noruega	-	-	2	1,80
Portugal	1	0,90	2	1,80
República Dominicana	1	0,90	-	-
Singapura	-	-	1	0,90
Suíça	1	0,90	4	3,60
Tailândia	1	0,90	-	-
<b>TOTAL DE OPERAÇÕES</b>	<b>111</b>		<b>111</b>	

Fonte: Dados da pesquisa, 2019.

De maneira geral, na maioria das operações ocorridas verifica-se que os adquirentes foram de países desenvolvidos, sendo as negociações transacionadas em países com menores  
Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.14, n. 2, mai./ago. 2021.

níveis de desenvolvimento. Os Estados Unidos constaram como país adquirente em 19,82% das transações ocorridas, sendo este o país com maior representatividade na amostra. Na sequência, França, Inglaterra, Japão, Itália, Canadá e China foram os países que realizaram um maior número de aquisições durante o período estudado.

Essa constatação é condizente com os seguintes argumentos: (i) o nível de desenvolvimento do mercado é um dos fatores que impulsionam a ocorrência das F&As internacionais (GUBBI *et al.*, 2010); (ii) em geral, países com menores padrões de desenvolvimento são propensos a ser alvo ao invés de adquirente (EREL; LIAO; WEISBACH, 2012). O Brasil, por exemplo, foi alvo em 83,78% das operações ocorridas, sendo o país sede das empresas adquirentes em 16,22% das operações.

### 3.1 CONSTRUÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS

A escolha das variáveis se deu com base nos principais fatores evidenciados pela literatura que potencialmente podem afetar as operações de fusões e aquisições *cross-border*, especificamente o desempenho econômico-financeiro das empresas adquirentes. Assim, para compor as *proxies* de desempenho, seguindo o estudo de Noda, Oliveira Júnior e Kayo (2014) levou-se em consideração um ano anterior e um ano posterior à data do anúncio. Desse modo, a coleta dos dados contábeis ocorreu entre 2010 e 2017 na base de dados da *Thomson Reuters*.

No intuito de representar o desempenho econômico-financeiro, tendo como base os estudos realizados por Zoolo e Meier (2008), Camargos e Barbosa (2009), Bortoluzzo *et al.* (2014) e Bomfim e Callado (2016), optou-se por utilizar o ROA - *Return on assets* e o ROIC - *Return over invested capital*, conforme Equações (1) e (2). A vantagem da utilização destas medidas está associada ao fato de que medidas contábeis refletem as sinergias obtidas das fusões e aquisições, uma vez que nas demonstrações contábeis os custos e receitas são sensíveis aos efeitos oriundos destas transações (ZOOLO; MEIER, 2008; ANDRIUSKEVICIUS, 2017).

$$ROA_{i,t} = LL_{i,t} / AT_{i,t} \quad (1)$$

$$ROIC_{i,t} = NOPLAT_{i,t} / Capital\ investido_{i,t} \quad (2)$$

Em que: ROA é o *Return on assets*, em português, retorno sobre ativos; LL é o lucro líquido da empresa *i* no ano *t*; AT é o ativo total da empresa *i* no ano *t*; ROIC é o *Return over invested capital*, em português, retorno sobre o capital investido; NOPLAT (*Net operating profit less adjusted taxes*) representa o lucro operacional antes dos impostos e despesas financeiras da empresa *i* no ano *t*; o capital investido engloba o capital de terceiros e o capital próprio da empresa, sendo, nesse caso, utilizado o ativo total da empresa *i* no ano *t*.

Para evidenciar o nível de desenvolvimento dos países, a presente pesquisa utilizou os parâmetros definidos por Erel, Liao e Weisbach (2012) em que se calculou o logaritmo natural da diferença do PIB *per capita* em conformidade às transações ocorridas entre os países envolvidos da empresa adquirente e alvo para cada ano da amostra, de acordo com a Equação (3):

$$PIB_{i,t} = Ln(PIB\ per\ capita_{i,t} - PIB\ per\ capita_{j,t}) \quad (3)$$

Onde: *PIB per capita*<sub>*i,t*</sub> indica o PIB em dólar dividido pela população do país da empresa adquirente *i* no ano *t*; e *PIB per capita*<sub>*j,t*</sub> é o PIB em dólar dividido pela população do país da empresa alvo *j* no ano *t*. Os dados para cálculo da Equação (4) foram obtidos da base de dados da World Bank e compreendem o período de 2010 a 2017.

As demais variáveis selecionadas foram o desempenho da governança (*Desgov*), a liberdade de negócios (*Bf*), a liberdade comercial (*Tf*), a capitalização de mercado (*Capmerc*) e a variação na taxa de câmbio (*Câmbio*).

O ambiente político e legal são fatores relevantes nos processos de fusão e aquisição. Além das leis formais que protegem os investidores estrangeiros, a sua efetiva aplicação faz com que os investidores se sintam seguros (HERGER; MCCORRISTON, 2016). Padrões de desenvolvimento e contabilidade tendem a ser correlacionados com uma melhor governança corporativa. E, em geral, empresas sediadas em países com maiores níveis de governança, tendem a adquirir empresas em países que apresentem menores níveis de governança (EREL; LIAO; WEISBACH, 2012).

Assim, utilizando os parâmetros adotados por Lim, Makhija e Shenkar (2016), o índice escolhido para representar o desempenho da governança por país entre os anos 2010 e 2017 foi o *Regulatory Quality* da *Worldwide Governance Indicators* (WGI). Esse índice varia de -2,5 a 2,5, indicando o quão fraco ou forte é o desempenho da governança de cada país.

O índice *Economic Freedom* desenvolvido pela *Heritage Foundation* expressa a eficiência dos mercados e mede a liberdade econômica de 186 países com base nos indicadores *trade freedom*, *business freedom*, *investment freedom* e *property rights*. Esses e outros índices da entidade foram utilizados nos trabalhos de Gubbi *et al.* (2010), Dakessian e Feldman (2013), Beule, Elia e Piscitello (2014), Bortoluzzo *et al.* (2014) e Herger e McCorriston (2016). Cada índice é avaliado com uma pontuação entre 0 e 100. Para esta pesquisa, foram escolhidos os índices *business freedom* (*Bf*) e *trade freedom* (*Tf*), a fim de representar a liberdade de negócios e comercial, respectivamente. Para ambos os índices, os dados foram coletados compreendendo o período de 2010 a 2017.

Enquanto o *business freedom* indica a liberdade que um indivíduo tem de estabelecer e administrar uma empresa sem a interferência do Estado, por meio de regulamentações onerosas e indevidas, o indicador *trade freedom* indica a liberdade econômica quanto às limitações comerciais entre compradores e vendedores no mercado internacional, como tarifas, impostos de exportações, cotas ou regulamentações proibitivas comerciais.

Para compor a variável capitalização de mercado, a coleta foi realizada na base de dados da *World Federation of Exchanges* (WFE). A metodologia utilizada pela WFE para composição da capitalização de mercado engloba o número total de ações emitidas pelas empresas domésticas, incluindo ações ordinárias, preferenciais e sem direito de voto e ações emitidas por empresas estrangeiras listadas exclusivamente na Bolsa, multiplicado por seus respectivos preços. Com base nos dados disponíveis, utilizou-se a capitalização total anual da principal Bolsa de Valores de cada país para cada ano, levando em consideração o período de 2010 a 2017.

A variação percentual da flutuação cambial seguiu a metodologia adotada por Erel, Liao e Weisbach (2012), sendo, portanto, calculado o desvio padrão do logaritmo natural da taxa de câmbio mensal bilateral, levando em consideração uma janela de cinco anos da data

do anúncio, conforme expresso na Equação (4). A coleta das taxas cambiais se deu na base de dados da WFE.

$$\begin{aligned} & \text{Câmbio} & (4) \\ & = \sqrt{\frac{\sum_{n=1}^k (\ln(X_{ij,t-n}) - \ln(\bar{X}_{ij,t}))^2}{K-1}} \end{aligned}$$

Em que:  $X_{ij,t}$  é a taxa de câmbio bilateral entre os países  $i$  e  $j$ , sendo utilizada  $k$  defasagens em anos ( $k=5$ );  $\bar{X}_{ij,t}$  representa a média dos valores passados para os últimos cinco anos da variável  $X_{ij,t}$ .

O Quadro 1 apresenta a relação esperada na explicação do desempenho econômico-financeiro em virtude das variáveis adotadas nesta pesquisa.

**Quadro 1 - Variáveis adotadas e sinais esperados**

Variável	Sigla	Sinais esperados
Desenvolvimento de Mercado	<i>PIB</i>	+
Desempenho da Governança	<i>Desgov</i>	+
Liberdade de Negócios	<i>Bf</i>	+
Liberdade Comercial	<i>Tf</i>	+
Capitalização de mercado	<i>Capmerc</i>	+
$\Delta$ Taxa de Câmbio	<i>Câmbio</i>	+

Fonte: Elaborado pelos Autores, 2019.

Espera-se que todas as variáveis adotadas para mercado impactem positivamente o desempenho econômico-financeiro das empresas que realizaram fusão e aquisição no período estudado. A seguir, apresenta-se o modelo econométrico utilizado para analisar a relação entre o desempenho nas operações de F&As e as características de mercado elencadas neste trabalho.

### 3.2 PROCEDIMENTOS ECONOMÉTRICOS

Para o desenvolvimento desta pesquisa, optou-se pela utilização do modelo de regressão com dados em painel, uma vez que este permite a análise de observações em corte transversal e em série temporal, propiciando assim um maior número de observações para cada empresa da amostra. O painel construído apresentou cerca de 888 observações para cada variável do modelo e caracteriza-se como painel desbalanceado, pois existem dados faltantes por observação ao longo do tempo.

Fez-se necessário a inclusão de uma *dummy* para cada ano/empresa ao modelo, de modo a identificar o ano em que a operação de fusão e aquisição foi anunciada, sendo atribuído valor 0 (zero) para os anos anteriores e para o ano em que a operação foi anunciada, e valor 1 (um) para os anos subsequentes ao anúncio das operações de F&As.

O modelo de regressão geral deste trabalho pode ser expresso conforme Equação (5):

$$\begin{aligned} \text{Desempenho}_{i,t} & & (5) \\ &= \beta_0 + B_1 \text{PIB}_{i,t} + \beta_2 \text{Dummy}_{i,t} + \beta_3 \text{Desgov}_{i,t} + \beta_4 \text{Bf}_{i,t} + \beta_5 \text{Tf}_{i,t} \\ &+ \beta_6 \text{Capmerc}_{i,t} + \beta_7 \text{Câmbio}_{i,t} + u_{i,t} \end{aligned}$$

Onde: *Desempenho* representa o desempenho econômico-financeiro da empresa *i* no período *t*, podendo, neste caso, se configurar em conformidade as seguintes *proxies*: *Return on Assets* (ROA) e *Return over invested capital* (ROIC), *PIB* indica o nível de desenvolvimento e *Desgov*, *Bf*, *Tf*, *Capmerc* e *Câmbio* representam as variáveis desempenho da governança, liberdade de negócios, liberdade comercial, capitalização de mercado e variação cambial, respectivamente.

Para análise e tratamento dos dados, inicialmente foi realizada uma análise exploratória através da estatística descritiva, a fim de obter informações relevantes e observar o comportamento dos dados. Em seguida, verificou-se o grau de relacionamento entre as variáveis investigadas, bem como investigou-se possíveis problemas de multicolinearidade por meio da matriz de correlação, sendo possível inferir alguns resultados preliminares. Além de observar o coeficiente de correlação entre as variáveis investigadas, aplicou-se o teste de Fator de Inflação de Variância (FIV) como indicador de multicolinearidade.

Para estimação das regressões por dados em painel, adotaram-se os modelos de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com dados empilhados, efeitos fixos e efeitos aleatórios. Para especificar qual modelo melhor se adapta aos dados, após estimação das regressões pelas abordagens acima especificadas, foram executados o teste F de Chow, o teste Multiplicador de Langrange e o teste de Hausman.

Por fim, visando averiguar a adequação dos modelos de dados em painel, realizaram-se os seguintes testes: de *Breusch-Pagan*, para verificar se os termos de erro  $u_i$  são

homocedásticos, ou seja, apresentam variância semelhante; e de LM, Baltagi e Li e de Breusch-Godfrey/Wooldridge, para testar a presença de autocorrelação em regressão com dados em painel. A seguir são analisados e discutidos os resultados obtidos.

#### 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nesta seção apresentam-se os principais resultados do estudo. Inicialmente foi realizada uma análise exploratória dos dados a fim de obter resultados preliminares da amostra. Na Tabela 2 são apresentadas as principais medidas de posição e dispersão das variáveis, como número de observações, média, mediana, desvio padrão, além dos valores máximo e mínimo da amostra.

**Tabela 2 - Estatísticas descritivas**

Variáveis	Nº Obs.	Média	Mediana	Desv. Pad.	Mínimo	Máximo
<i>ROA</i>	883	0,04277	0,03176	0,05603897	-0,23217	0,44212
<i>ROIC</i>	883	0,07059	0,05888	0,0690651	-0,24806	0,61281
<i>PIB</i>	872	0,8528	1,2743	1,066347	-2,2378	2,2378
<i>Desgov</i>	872	1,0179	1,2562	0,68611	-0,4728	2,2605
<i>Bf</i>	872	77,40	81,85	14,54235	35,50	98,20
<i>Tf</i>	872	82,44	86,40	7,149493	63,60	90,00
<i>Capmerc</i>	872	60014781	37645616	70744366	420930	249053212
<i>Câmbio</i>	704	0,03211	0,03197	0,01174007	0,00079	0,05171

Fonte: Elaborada pelos Autores, 2019.

Com base nos resultados obtidos, observou-se que as empresas que realizaram operações de fusão e aquisição entre os anos 2011 e 2016 obtiveram rentabilidade média variando entre 4,28% e 7,06%, conforme evidenciado pelo ROA e pelo ROIC. Os intervalos entre os pontos mínimo e máximo são significativos para as variáveis de desempenho. Os resultados sugerem que, apesar de algumas empresas terem obtido desempenho negativo, o desempenho econômico-financeiro obtido das empresas pós-fusão foi positivo.

Em relação às características do mercado em que a adquirente está inserida, o PIB *per capita* apresentou valor mínimo de -2,24, evidenciando, neste caso, que a população cresceu mais do que a produção, e máximo de 2,24, indicando que a população enriqueceu, pois, a produção do país foi maior que o crescimento populacional. Apesar da variação observada, o PIB *per capita* médio foi de aproximadamente 0,85, evidenciando um desempenho econômico médio dos países. Os resultados descritivos acerca do nível de governança corporativa média de 1,02, assim como os resultados médios dos índices de liberdade de negócios e comercial Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.14, n. 2, mai./ago. 2021.

de 77,40 e 82,44, respectivamente, dão indícios que países em desenvolvimento e desenvolvidos são predominantes na amostra, a exemplo do Brasil e Estados Unidos.

A variação cambial média foi positiva, indicando que os países obtiveram uma valorização de 0,03%. O crescimento do câmbio pode ser devido ao fato de, nas operações de F&As ocorridas durante o período estudado, haver maior predominância de empresas de países desenvolvidos adquirindo empresas de países em desenvolvimento. Na amostra deste trabalho, o Brasil, por exemplo, foi alvo em 93 operações.

Já as Bolsas de Valores de cada país apresentaram uma capitalização de mercado mínima de US\$ 420.930,00 e máxima de US\$ 249.053.212,00. Os resultados sugerem que as Bolsas têm um volume médio de ações de US\$ 60.014.781,00. De maneira geral, o desvio padrão das variáveis estudadas, com exceção do EBITDA e capitalização de mercado, apresentaram baixa dispersão, indicando que o conjunto de empresas estudadas seguem padrões semelhantes.

Em seguida, analisou-se o grau de relacionamento entre as variáveis investigadas a partir da matriz de correlação de *Spearman*. Na Tabela 3 é possível observar o grau de relacionamento entre as variáveis adotadas.

Tabela 3 - Matriz de correlação

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) ROA	1,00								
(2) ROIC	0,84***	1,00							
(3) PIB	0,01	-0,11**	1,00						
(4) dummy	-0,11**	-0,09*	0,08*	1,00					
(5) Desgov	0,08*	0,02	0,84***	0,02	1,00				
(6) BF	0,02	-0,03	0,75***	-0,08*	0,84***	1,00			
(7) TF	0,00	-0,05*	0,76***	0,02	0,77***	0,66***	1,00		
(8) Capmerc	0,02	-0,18**	0,27***	0,07*	0,16**	0,32***	0,17**	1,00	
(9) Câmbio	0,06*	0,23***	-0,38***	-0,28***	-0,21***	-0,18**	-0,35***	-0,46***	1,00

Fonte: Elaborada pelos Autores, 2019. Sig: \*10%, \*\*5%, \*\*\*1%.

No tocante às variáveis de desempenho, observou-se baixa correlação com as demais variáveis explicativas. O PIB, por exemplo, apresentou coeficiente de correlação negativo de -0,11 ao nível de significância de 5% com o ROIC. Em geral, o ROA apresentou correlação positiva e significativa apenas com as variáveis desempenho da governança e variação cambial. Já o ROIC mostrou-se estatisticamente significativo com as variáveis *trade freedom*, capitalização de mercado e câmbio. Com base nas correlações obtidas, é possível inferir que

Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.14, n. 2, mai./ago. 2021.

empresas localizadas em países com bons níveis de governança, cujos gestores têm maior liberdade para administrar seus negócios, bem como localizadas em países cuja moeda sofreu apreciação podem vir a obter desempenho positivo.

Em relação à multicolineariedade, uma das formas mais simples de se investigar a sua existência é observar o coeficiente de correlação entre as variáveis. Em geral, coeficientes maiores que 0,8 indicam a existência de multicolineariedade entre as variáveis (BROOKS, 2014). Na Tabela 3 há coeficientes superiores a 0,8 entre as variáveis desempenho da governança, PIB e *business freedom*. Apesar da observância destes coeficientes, altas correlações de ordem zero são condição suficiente, mas não necessária, para a existência de multicolineariedade (GUJARATI; PORTER, 2011). Portanto, para fins de confirmação quanto à existência da multicolineariedade entre os regressores aplicou-se o teste de fator de inflação da variância (FIV).

Neste caso, se o FIV de uma variável for maior que 10, pode-se inferir alta multicolineariedade (GUJARATI; PORTER, 2011). Os resultados do teste foram reportados na Tabela 4.

Tabela 4 - Fator de inflação da variância

Variável	PIB	Dummy	Desgov	BF	TF	Capmerc	Câmbio
FIV	4,732328	1,041218	7,486940	7,007943	6,714151	1,561633	1,483372

Fonte: Elaborada pelos Autores, 2019.

Observa-se que nenhuma das variáveis adotadas apresentou FIV maior que 10. Portanto, pode-se presumir que o modelo proposto não foi afetado pela questão da multicolineariedade, não havendo a necessidade de exclusão de variáveis.

Após análise descritiva e de correlação foram estimados os modelos de regressão para dados em painel considerando as abordagens para dados empilhados, efeitos fixos e efeitos aleatórios. Em seguida foram executados o teste F de Chow, o teste Multiplicador de Langrange e o teste de Hausman a fim de identificar o modelo mais adequado. Depois aplicaram-se os testes de Breusch-Pagan, de LM, Baltagi e Li e o de Breush-Godfrey/Wooldridge no intuito de investigar a presença de heterocedasticidade e autocorrelação dos resíduos. Os resultados foram apresentados na Tabela 5.

**Tabela 5 - Testes de especificação, heterocedasticidade e autocorrelação**

Testes	Variável Dependente	
	ROA	ROIC
F de Chow	<i>p</i> -valor: 0,0000	<i>p</i> -valor: 0,0000
Multiplicador de Langrange	<i>p</i> -valor: 0,0000	<i>p</i> -valor: 0,0000
Hausman	<i>p</i> -valor: 0,0141	<i>p</i> -valor: 0,1081
Breusch-Pagan	<i>p</i> -valor: 0,000	<i>p</i> -valor: 0,000
LM, Baltagi e Li	Não se aplica	<i>p</i> -valor: 0,000
Breush-Godfrey/Wooldridge	<i>p</i> -valor: 0,000	Não se aplica

Fonte: Elaborada pelos Autores, 2019.

Analisando os resultados expostos na Tabela 5, para ambas as *proxies* de desempenho, o ROA e o ROIC, o teste F de Chow indicou ser o modelo de efeitos fixos o mais adequado quando comparado à estimação por dados empilhados. A hipótese de que o modelo de dados empilhados seria o mais adequado também foi rejeitada no teste Multiplicador de Langrange, sendo, portanto, o modelo de efeitos aleatórios o mais adequado. Por fim, para optar entre o modelo de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios, foi aplicado o teste de Hausman. Os resultados obtidos reportaram que o modelo de efeitos fixos seria o mais adequado para o ROA e o modelo de efeitos aleatórios para a variável ROIC.

Quanto à presença de heterocedasticidade, considerou-se como hipótese nula (H0) que a série é homocedástica e como hipótese alternativa (H1) que a série apresenta heterocedasticidade. Observa-se que para as regressões estimadas o teste de Breusch-Pagan indicou a presença de heterocedasticidade nos dados. Os testes de LM, Baltagi e Li e o de Breush-Godfrey/Wooldridge reportaram também a presença de autocorrelação, sendo, portanto, rejeitada a hipótese nula (H0) de ausência de autocorrelação para as duas *proxies* de desempenho.

Tendo em vista os problemas reportados nos testes de adequação dos modelos, a estimação das variáveis por dados em painel com efeitos fixos foi corrigida pelo procedimento de Newey-West. Para as regressões estimadas por dados em painel com efeitos aleatórios não foi necessária a aplicação de técnicas de correção, tendo em vista que o método de estimação por mínimos quadrados generalizados (MQG) consiste na transformação das variáveis originais de forma a satisfazer as hipóteses do modelo clássico. Sendo assim, os resultados reportados na estimação por dados em painel com efeitos aleatórios são consistentes para a presença de heterocedasticidade e autocorrelação (GUJARATI; PORTER, 2011).

Por fim, foram estimadas as regressões por dados em painel a partir da Equação (5), em conformidade aos resultados dos testes reportados na Tabela 5. Os resultados das estimações são apresentados na Tabela 6. Os painéis A e B reportam os modelos estimados para as variáveis ROA e ROIC, respectivamente, tendo como variáveis explicativas o nível de desenvolvimento do país (*PIB*), o desempenho da governança (*Desgov*), a liberdade de negócios (*Bf*), a liberdade comercial (*Tf*), a capitalização de mercado (*Capmerc*) e a variação na taxa de câmbio (*Câmbio*).

Tabela 6 - Resultados da regressão					
Painel A1 – Var. Dependente: ROA (Ef. Fixos corrigidos por Newey-West)					
Var. Independente	Coefficiente	Erro Padrão	Razão t	p-valor	
<i>PIB</i>	0,00368	0,00566	0,65	0,516	
<i>Dummy</i>	-0,01181	0,00511	-2,31	0,021	**
<i>Desgov</i>	0,03131	0,00923	3,39	0,001	***
<i>Bf</i>	-0,0009	0,00044	-2,17	0,030	**
<i>Tf</i>	-0,00129	0,00089	-1,46	0,145	
<i>Capmerc</i>	0,00000	0,00000	1,44	0,151	
<i>Câmbio</i>	0,54158	0,24454	2,21	0,027	**
Painel A2 – Estatísticas do Modelo					
<b>R<sup>2</sup></b>	0,1119		<b>Teste F (estatística)</b>	10,9621	
<b>R<sup>2</sup> ajustado</b>	-0,0252		<b>p-valor (F)</b>	0,0000	
Painel B1 – Var. Dependente: ROIC (Ef. Aleatórios)					
Var. Independente	Coefficiente	Erro Padrão	Razão t	p-valor	
<i>Intercepto</i>	-0,00753	0,09015	-0,0836	0,93342	
<i>PIB</i>	-0,01766	0,00855	-2,0665	0,03915	**
<i>Dummy</i>	-0,01442	0,00394	-3,6527	0,00028	***
<i>Desgov</i>	0,03103	0,01206	2,5733	0,01028	**
<i>Bf</i>	-0,00102	0,00043	-2,3442	0,01935	**
<i>Tf</i>	0,00115	0,00123	0,9384	0,34839	
<i>Capmerc</i>	0,00000	0,28648	1,0886	0,27669	
<i>Câmbio</i>	1,1221e+00	0,36734	3,0548	0,00234	***
Painel B2 – Estatísticas do Modelo					
<b>R<sup>2</sup></b>	0,0817		<b>Teste F (estatística)</b>	8,8452	
<b>R<sup>2</sup> ajustado</b>	0,0725		<b>p-valor (F)</b>	0,0000	

Fonte: Elaborada pelos Autores, 2019. Sig: \* p-valor < 10%; \*\* p-valor < 5%; \*\*\* p-valor < 1%.

Neste estudo, foi proposto que o nível de desenvolvimento do país também afeta o desempenho obtido após concretização da fusão. No entanto, a variável PIB apresentou relação significativa (5%) apenas com a variável ROIC. Além disso, o coeficiente negativo para as variáveis foi contrário à hipótese esperada de que em mercados desenvolvidos os processos de F&As *cross-border* estejam positivamente associados ao desempenho obtido após  
 Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.14, n. 2, mai./ago. 2021.

concretização da fusão. Desse modo, não se pode afirmar que o nível de desenvolvimento do mercado é um dos fatores que impulsionam a ocorrência das F&As internacionais (GUBBI *et al.*, 2010).

Pode-se verificar que a variável desempenho da governança mostrou-se significativamente positiva tanto para o ROA quanto para o ROIC, indicando que bons níveis de governança corporativa impactam positivamente no desempenho das empresas. Herger e McCorrison (2016) também observaram efeito positivo em transações *cross-border* que envolveram países de origem com padrões de governança melhores que o país anfitrião. Isso pode ser devido à capacidade de as empresas implementarem as melhores práticas de governança na empresa alvo (GUBBI *et al.*, 2010).

No que diz respeito à liberdade de negócios e à liberdade comercial, os resultados são inconclusivos. A variável *Bf* mostrou-se significativa a 5% nos dois modelos estimados, já a variável *Tf* não apresentou resultados robustos. Além disso, os coeficientes divergentes não permitem inferir conclusões consistentes de que países com menores barreiras, que garantam maiores oportunidade para realização de transações comerciais, sejam favoráveis à obtenção de maior desempenho pós-fusão.

Estudos como o de Erel, Liao e Weisbach (2012) e Lim, Makhija e Shenkar (2016) analisaram a competitividade dos mercados por meio do volume de transações ocorridas no país em um dado período. As análises seguiram a pressuposição que um mercado de fusões mais ativo atrai um maior número de investidores podendo resultar em maiores prêmios e aumento no valor das transações.

Seguindo uma lógica similar, neste estudo utilizou-se a capitalização total anual da principal Bolsa de Valores de cada país para cada ano. No entanto, os resultados obtidos para a variável *Capmerc* foram insignificantes em ambos os modelos estimados, portanto não se pode inferir que o volume de capitalização de mercado impacte no desempenho das empresas.

Já a variação cambial apresentou relação positiva e significativa a 5% e 1% com as variáveis ROA e ROIC, respectivamente. Segundo Erel, Liao e Weisbach (2012), movimentos cambiais podem apresentar direções opostas. Quando um adquirente pertence a um país em Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.14, n. 2, mai./ago. 2021.

desenvolvimento e realiza uma operação de fusão e aquisição de uma empresa localizada em um país desenvolvido, a moeda do adquirente tende a depreciar. Por outro lado, quando um adquirente desenvolvido realiza uma operação de fusão e aquisição de uma empresa pertencente a um país em desenvolvimento, em geral, a moeda sofre forte apreciação.

Com base nos resultados reportados, o Quadro 2 apresenta um comparativo das relações esperadas e sinais reportados para as variáveis adotadas.

**Quadro 2 - Comparativo entre sinais esperados e reportados**

Variável	Sigla	Sinais esperados	Sinais reportados
Desenvolvimento de Mercado	<i>PIB</i>	+	+/-
Desempenho da Governança	<i>Desgov</i>	+	+
Liberdade de Negócios	<i>Bf</i>	+	-
Liberdade Comercial	<i>Tf</i>	+	+/-
Capitalização de mercado	<i>Capmerc</i>	+	0
$\Delta$ Taxa de Câmbio	<i>Câmbio</i>	+	+

Fonte: Elaborado pelos autores, 2019.

Após a análise conjunta dos resultados obtidos na Tabela 6 e Quadro 2, tem-se as seguintes implicações: (i) diferentes indicadores de desempenho podem apresentar diferentes relações com as variáveis adotadas; (ii) características de mercado, como o nível de desenvolvimento de mercado, por exemplo, não parecem afetar o desempenho das empresas envolvidas em processos de F&As *cross-border*; e (iii) o desempenho pode ser melhor explicado por variáveis comumente utilizadas na literatura como desempenho na governança e variação cambial.

## 5 CONCLUSÃO

O maior volume de pesquisas acerca de F&As na literatura financeira centra-se em investigar como as operações afetam o preço das ações, o retorno e o desempenho tanto da adquirente quanto da empresa alvo. Nesse sentido, esta pesquisa contribui para aumentar a compreensão de quais fatores afetam o desempenho econômico-financeiro das empresas que realizaram operações de fusões e aquisições *cross-border*.

A literatura acerca da internacionalização de empresas e de processos de fusões e aquisições indica vantagens trazidas pela internacionalização de recursos, como acesso a novas tecnologias e melhores práticas comerciais. Tais benefícios são justificados por fatores

como facilidade de entrada em novos mercados, mercados desenvolvidos com Bolsa de Valores eficientes, conhecimento de mercado, práticas sólidas de governança corporativa, entre outros.

Com base nos apontamentos teóricos, fatores como PIB, regulamentações governamentais, desempenho da governança, entre outras variáveis, foram utilizadas no intuito de determinar o nível de desenvolvimento dos países e do mercado financeiro. Os resultados obtidos indicaram que o nível de desenvolvimento de mercado não justifica padrões de investimento internacionais e que possíveis variações no desempenho pós-fusão podem ser mais bem explicadas por fatores comumente explorados na literatura de F&As, como desempenho da governança e variação cambial.

Os resultados obtidos ampliam o escopo empírico existente sobre F&As e contribuem com os achados de Dakessian e Feldmann (2013), Bortoluzzo *et al.* (2014) e Noda, Oliveira Júnior e Kayo (2014), uma vez que o número de estudos na área de finanças que englobe fatores de mercado nos modelos empíricos é limitado. Adicionalmente, os resultados contribuem com o desenvolvimento do tema para mercados emergentes, em especial, para o mercado brasileiro.

Outras contribuições se dão mediante os resultados e relações apresentados. Parte da literatura indica que a criação de valor se dá em conformidade à qualidade dos recursos e desenvolvimento institucional dos mercados hospedeiros onde as operações de fusões e aquisições são realizadas (GUBBI *et al.*, 2010). Contudo, os resultados obtidos nesta pesquisa refutam a hipótese de que em mercados desenvolvidos os processos de F&As *cross-border* estão positivamente associados ao desempenho obtido após concretização da fusão. Logo, profissionais e investidores da área podem explorar novas áreas independente das barreiras de mercado indicadas pela literatura, a fim de encontrar recursos que agreguem valor nas operações de fusões e aquisições.

Vale ressaltar que há de se ter cautela em considerar os resultados desta pesquisa. Além de as análises apresentadas estarem restritas à amostra, período e modelos adotados, existem limitações que devem ser levadas em consideração: (i) os dados podem estar sujeitos a diferenças oriundas das normas contábeis internacionais; (ii) possível viés de seleção da

amostra devido as operações de fusões e aquisições *cross-border* ocorrerem entre adquirentes e alvos tanto de capital aberto quanto de capital fechado, exigindo assim o descarte de parte da amostra; e (iii) concentração das operações em poucos países, o que pode afetar a generalização dos resultados, caso do Brasil como país alvo e Brasil, Estados Unidos e França como adquirentes.

Pesquisas futuras podem vir a investigar diferentes variáveis como risco político, controle da corrupção, alvos públicos *versus* alvo privado, padrões de controle contábil, entre outras elencadas pelo escopo teórico que não foram englobadas nesta pesquisa, bem como, podem combinar indicadores de desempenho financeiros e não financeiros no intuito de obter uma visão holística acerca dos aspectos que influenciam o desempenho das empresas.

## REFERÊNCIAS

AGGARWAL, R.; GOODELL, J. W. National cultural dimensions in finance and accounting scholarship: An important gap in the literatures? **Journal of Behavioral and Experimental Finance**, v. 1, n. 1, p. 01-12, 2014.

AHAMMAD, M. F.; GLAISTER, K. W. Motives for cross-border mergers and acquisitions: Perspective of UK Firms. **SSRN Electronic Journal**, Feb. 2010. DOI: 10.2139/ssrn.1549812.

AHERN, K. R.; DAMINELLI, D.; FRACASSI, C. Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world. **Journal of Financial Economics**, v. 117, n. 1, p. 165-189, 2015.

ANBIMA. **Fusões e aquisições**. Rio de Janeiro, 2017. Disponível em: <http://www.anbima.com.br>. Acesso em: 19 jul. 2017.

ANDRADE, G.; MITCHELL, M.; STAFFORD, E. New evidence and perspectives on mergers. **Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, p. 103-120, 2001.

ANDRIUSKEVICIUS, K. M&A performance and economic impact: Integration and critical assessment of methodological approach. **Trends Economics and Management**, v. 29, n. 2, p. 9-20, 2017.

AYBAR, B.; FICICI, A. Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals. **Journal of International Business Studies**, v. 40, n. 8, p. 1317-1338, 2009.

BEULE, F.; ELIA, S.; PISCITELLO, L. Entry and access to competencies abroad: Emerging market firms versus advanced market firms. **Journal of International Management**, v. 20, n. 2, p. 137-152, 2014.

BOMFIM, E. T.; CALLADO, A. L. C. Análise dos efeitos provocados pelas operações de fusões e aquisições no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras. **Revista Contabilidade Vista e Revista**, v. 27, n. 3, p. 105-123, 2016.

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

BROOKS, C. **Introductory Econometrics for Finance**. 3th ed. New York: Cambridge University Press, 2014.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: Criação de valor e sinergias operacionais. **Revista de Administração de Empresas**, v. 49, n. 2, p. 206-220, 2009.

DAKESSIAN, L. C.; FELDMANN, P. R. Multilatinas and value creation from cross-border acquisitions: An event study approach. **Brazilian Administration Review**, v. 10, n. 4, p. 462-489, 2013.

EREL, I.; LIAO, R. C.; WEISBACH, M. S. Determinants of cross-border mergers and acquisitions. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 3, p. 1045-1082, 2012.

FEITO-RUIZ, I.; MENÉNDEZ-REQUEJO, S. Diversification in M&As: Decision and shareholders' valuation. **The Spanish Review of Financial Economics**, v. 10, n.1, p. 30-40, 2012.

GUBBI, S. R. et al. Do international acquisitions by emerging-economy firms create shareholder value? The case of Indian firms. **Journal of International Business Studies**, v. 41, n. 3, p. 397-418, 2010.

GUISSO, L.; SAPIENZA, P.; ZINGALES, L. Does culture affect economic outcomes? **Journal of Economic Perspective**, v. 20, n. 2, p. 23-48, 2006.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2011.

HERGER, N.; MCCORRISTON, S. Horizontal, vertical and conglomerate cross-border acquisitions. **International Monetary Fund Economic Review**, v. 64, n.2, p. 319-353, 2016.

HERITAGE FOUNDATION. **Economic Freedom Index**. Washington, 2018. Disponível em: <https://www.heritage.org/index/download>. Acesso em: 14 jun. 2018.

HOPKINS, H. D. Cross-border mergers and acquisitions: Global and regional perspectives. **Journal of International Management**, v. 5, n. 3, p. 207-239, 1999.

IBRAHIM, Y.; RAJI, J. O. Cross-border merger and acquisition activities in Asia: The role of macroeconomic factors. **Studies in Economics and Finance**, v. 35, n. 2, p. 307-329, 2018.

KOKKORIS, I.; OLIVARES-CAMINAL, R. Some issues on cross-border stock exchange mergers. **University of Pennsylvania Journal of International Law**, v. 29, n. 2, p. 455-526, 2007.

- LIANG, J.; XIE, E.; REDDING, K. S. The international market for corporate control and high valuation cross-border acquisitions: Exploring trends and patterns. **International Journal of Law and Management**, v. 59, n. 6, p. 876-898, 2017.
- LIM, J.; MAKHIJA, A. K.; SHENKAR, O. The asymmetric relationship between national cultural distance and target premiums in cross-border M&A. **Journal of Corporate Finance**, v. 41, n. 1, p. 542-571, 2016.
- MAUNG, M.; SHEDDEN, M.; WANG, Y.; WILSON, C. The investment environment and cross-border merger and acquisition premiums. **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money**, v. 59, p. 19-35, 2019.
- NODA, R. F.; OLIVEIRA JÚNIOR, M. M.; KAYO, E. K. Internacionalização de empresas brasileiras por meio de aquisições e geração de valor para o adquirente. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 3, n. 1, p. 01-29, 2014.
- NOGUEIRA, N. V.; CASTRO, L. R. K. Effects of ownership structure on the mergers and acquisitions decisions in Brazilian firms. **RAUSP Management Journal**, v. 55 n. 2, p. 227-245, 2020.
- PESSANHA, G. R. G. et al. Impactos das estratégias de fusão e aquisição na rentabilidade dos bancos adquirentes: Uma aplicação dos modelos de intervenção no setor bancário brasileiro. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 13, n. 5, p. 101-134, 2012.
- RANI, N.; YADAV, S. S.; JAIN, P. K. Market response to internationalization strategies: Evidence from Indian cross-border acquisitions. **IIMB Management Review**, v. 27, n. 2, p. 80-91, 2015.
- ROMANO, P. R.; ALMEIDA, V. S. Análise dos efeitos em mercado de capitais decorrentes de fusões: O caso BRF S.A. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, n. 5, p. 606-625, 2015.
- SALERNO, F. F.; ZEN, A. C.; BITTENCOURT, B. A. Internacionalização de Empresas Brasileiras de Serviços: Um Estudo de Múltiplos Casos. **Revista Brasileira de Gestão e Inovação**, v. 9, n. 1, p. 92-116, 2021.
- THE WORLD BANK. **Data Bank**. Washington, 2018. Disponível em: <https://databank.worldbank.org/data/home.aspx>. Acesso em: 15 out. 2018.
- WFE. **Statistics**. Disponível em: <https://www.world-exchanges.org>. Londres, 2018. Acesso em 10 jun. 2018.
- WGI. **Governance**. Disponível em: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/#home>. Acesso em 23 out. 2018.
- ZOOLO, M.; MEIER, D. What is M&A performance? **Academy of Management Perspectives**, v. 22, n. 3, p. 55-77, 2008.