

Fusões e Aquisições em Períodos de Recessão

Vinicius Augusto Brunassi Silva¹ 

Humberto Gallucci Netto² 

Resumo

Objetivo – Este artigo investiga os retornos em operações de fusões e aquisições para acionistas de empresas adquirentes em períodos de crise no Brasil.

Referencial teórico – Nossos resultados estão relacionados à literatura anterior de Brown e Sarma (2007), Malmendier e Tate (2005) e Malmendier e Tate (2008). Nosso trabalho contribui para a pesquisa supracitada ao relacionar as características dos executivos aos retornos de F&A em tempos de crise.

Metodologia – Adotamos o método estudo de evento para calcular retornos anormais e usamos técnicas de Regressão Linear Múltipla e Propensity Score Matching para conectar retornos às características dos executivos e empresas.

Resultados – Encontramos retornos anormais médios positivos (entre 1,8% e 3,3%) para operações de F&A realizadas em períodos de recessão no Brasil. Além disso, identificamos que os retornos anormais durante períodos de crise e períodos de expansão diferem substancialmente. Por fim, mostramos que executivos com formação acadêmica em nível de pós-graduação e menos tempo na gestão da empresa estão relacionados a retornos positivos anormais durante a crise.

Implicações práticas e sociais da pesquisa – Este artigo avalia a existência de retornos anormais em operações de F&A considerando três momentos distintos de crise. O estudo também relaciona os retornos anormais às variáveis das empresas e às características dos executivos.

Contribuições – Pesquisas anteriores enfatizam o panorama das operações de aquisição, sinergias, aquisições internacionais e criação de valor. Portanto, acreditamos que nosso trabalho é pioneiro em apresentar resultados sobre retornos anormais de F&A em períodos de crise no Brasil.

Palavras-chave: Fusões e aquisições (F&A), retornos anormais, crises.

Recebimento:

04/abr/2021

Aprovação:

25/jul/2022

Editor responsável:

Prof. João Mauricio Boaventura

Processo de avaliação:

Double Blind Review

Revisores:

Jordana Marques Kneipp; Felipe Marques

Esse artigo possui dados abertos



Revista Brasileira de Gestão de Negócios

<https://doi.org/10.7819/rbgn.v24i3.4194>

1. Centro Universitário FECAP, Departamento de Finanças, São Paulo, SP, Brasil

2. Universidade Federal de São Paulo, Departamento de Ciências Atuariais, Osasco, SP, Brasil

Como citar:

Silva, V. A. B., & Gallucci-Netto, H., (2022). Fusões e aquisições em períodos de recessão. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 24(3), p.497-515. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v24i3.4194>

I Introdução

Momentos de crise podem apresentar oportunidades de ganho para empresas financeiramente saudáveis. Do ponto de vista estratégico, empresas conseguem ampliar sua participação de mercado, diversificar sua carteira de investimentos, expandir suas atividades para outras regiões e obter melhores resultados financeiros por meio de aquisições de empresas e ativos a preço de liquidação (Acharya et al., 2011; Berger & Bouwman, 2009; Hughes et al., 1999; van Lelyveld & Knot, 2009). Assim, bons investimentos em tempos de crise podem proporcionar retornos positivos.

O objetivo deste artigo é investigar os retornos provenientes dos anúncios de operações de fusão e aquisição (F&A) considerando diferentes crises que ocorreram no Brasil. Assim, busca-se responder a seguinte pergunta de pesquisa: Existe retorno anormal médio positivo em operações de F&A para acionistas de empresas adquirentes em momentos de crise? Após apurar os retornos em períodos de recessão, a pesquisa avalia se tais retornos são diferentes, em média, daqueles obtidos em cenários de expansão.

Este estudo contribui diretamente para a literatura existente em três vertentes. Em primeiro lugar, a pesquisa enfatiza a existência de retornos anormais em F&A analisando três momentos distintos de crise. Para isso, a análise empírica utilizada considera os anos 2003, 2007, 2008, 2014, 2015 e 2016, que tiveram pelo menos um trimestre de recessão no Brasil, seguindo os apontamentos do Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE), para aferir os retornos anormais acumulados médios (ACARs) em torno da data de anúncio de cada aquisição.

Estudos internacionais recentes sobre F&A realizados nos EUA e na Europa enfatizam os resultados que ocorreram na crise econômico-financeira de 2008. Segundo Shleifer e Vishny (2010), a crise teve origem no segmento financeiro e se delineou entre os anos de 2007 e 2009 em razão de um colapso de uma bolha imobiliária nos Estados Unidos. Dessa forma, esta pesquisa considera três crises com explicações de natureza política, econômica e financeira, em que duas recessões apresentam origem nacional (2003 e 2014-2016) e uma, internacional (2008-2009).

Em segundo lugar, o presente estudo relaciona os retornos anormais apurados em períodos de crise com as características específicas das empresas e dos executivos responsáveis pela operação. Estudos sobre F&A revelam a existência de características determinantes na realização das transações, como tamanho da empresa, oportunidades de crescimento, resultado operacional, nível de alavancagem

e liquidez (Brown & Sarma, 2007; Malmendier & Tate, 2005, 2008).

Ademais, pesquisas prévias mostram que algumas características do *Chief Executive Officer* (CEO), como formação, gênero, idade, tempo de carreira, participação no conselho de administração e experiência prévia como empreendedor, são importantes para decisões que envolvem F&A (Malmendier & Tate, 2005, 2008; Palich & Bagby, 1995). Assim, o presente artigo considera conjuntamente aspectos da empresa e do principal executivo na análise dos retornos apurados em momentos de crise.

Em terceiro lugar, acredita-se que o estudo é pioneiro ao apurar a existência de retornos anormais no Brasil considerando períodos de recessão e expansão. As pesquisas sobre F&A no Brasil apresentam diferentes enfoques. Existem resultados sobre o panorama das operações de aquisição (Tanure & Cançado, 2005), geração de sinergias e criação de valor aos acionistas (Camargos & Barbosa, 2009; Simões et al., 2012; Steinberg, 2009), aquisições realizadas por empresas brasileiras fora do país (Bortoluzzo et al., 2014), volume de transações (Ferreira & Callado, 2015), abandono e colapso de fusões (Sales & Zanini, 2017), governança corporativa e criação de valor (Nogueira & Castro, 2020; Silva et al., 2016) e implicações de F&A entre bancos (Bergmann et al., 2015; Brito et al., 2005; Jordão et al., 2017; Souza & Gartner, 2019). Contudo, identificamos que as operações de F&A realizadas em períodos de crise ainda não foram investigadas no Brasil e carecem de análise empírica.

Os resultados da pesquisa evidenciam a existência de retornos anormais positivos em períodos de crise. Com a utilização de janelas de evento de três, cinco e sete dias, foi possível aferir que operações de F&A proporcionaram retorno anormal positivo e estatisticamente significativo para os acionistas das empresas adquirentes. Os ganhos anormais oscilam de 1,8% a 3,3%, dependendo da especificação do modelo empírico e da janela de evento. Os achados também apontam para a existência de retornos positivos para as três crises avaliadas neste artigo (transações realizadas em 2002, 2007-2008 e entre 2014 e 2016, segundo o Comitê de Datação de Ciclos Econômicos, 2020) e revelam que os retornos médios acumulados para períodos de recessão superam os retornos de períodos de expansão (média negativa).

Por fim, a pesquisa salienta que formação (cursos de pós-graduação) e tempo de cargo do CEO possuem, respectivamente, relação positiva e negativa com retorno anormal em F&As que ocorreram em períodos de recessão. Esse resultado contribui para a discussão de Beltratti e Paladino (2013), Malmendier e Tate (2005, 2008) e Jenter

e Lewellen (2015), pois apresenta retornos anormais positivos em momentos de crise e relaciona tais retornos com as características dos CEOs.

O restante do artigo está organizado conforme segue: a segunda seção ilustra a literatura sobre a criação de valor em operações de F&A com direcionamentos para períodos de crise; a terceira seção fornece detalhes sobre os dados e a estratégia empírica do artigo; a quarta seção apresenta os resultados; e a última seção conclui o trabalho.

2 Criação de valor e operações de F&A em períodos de crise

Uma aquisição pode gerar valor para a empresa adquirente por meio de diferentes canais, como aumento de receitas, redução de custos, maior eficiência operacional com ganhos de escalas, integração vertical, transferência de tecnologia, ajuste do nível de endividamento e correção de problemas de agência (Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976). O estudo de Cornaggia e Li (2019) revela a importância das empresas-alvo e discorre sobre a criação de sinergias em operações de F&A no tocante ao acesso de financiamento bancário. A pesquisa evidencia que maior acesso ao financiamento bancário promove maior atratividade para empresas-alvo em operações de aquisição em virtude da redução de custos de financiamento.

Embora exista evidência favorável à criação de valor e ganhos de sinergia para os acionistas das empresas-alvo de operações de F&A, pesquisas mostram que acionistas de empresas adquirentes apresentam retornos anormais médios nulos ou negativos em operações de F&A (Agrawal et al., 1992; Alexandridis et al., 2010; Bruner, 2002; Moeller et al., 2005; Mueller, 1997).

As principais explicações acerca dos retornos negativos que ocorreram em operações de F&A apontam para a obtenção de benefícios privados obtidos por executivos (Grinstein & Hribar, 2004; Harford & Li, 2007; Jensen, 1986; Loderer & Martin, 1990). Adicionalmente, existem pesquisas que discorrem sobre a complexidade de integração e incompatibilidade da cultura organizacional entre adquirente e empresa-alvo (Alexandridis et al., 2013; Hayward, 2002; Shrivastava, 1986) e o excesso de otimismo de gestores em investimentos que envolvem F&A (Malmendier & Tate, 2008; Roll, 1986) como potenciais culpados para os resultados adversos.

Grande parte dos estudos supramencionados considera operações de F&A nos EUA e na Europa. Assim, quando outros países e diferentes períodos de análise são avaliados,

é possível aferir que os resultados acerca da destruição ou criação de valor em F&A não são conclusivos. Betton et al. (2009), por exemplo, verificaram que acionistas de empresas adquirentes auferiram um pequeno ganho em suas ações logo após o anúncio de operações de F&A. Além disso, pesquisas realizadas em países emergentes apontam para criação de valor aos acionistas de empresas adquirentes (Chi et al., 2011; Rani et al., 2012; Simões et al., 2012).

Em especial, o estudo de Alexandridis et al. (2017) revela que empresas adquirentes obtiveram retornos anormais positivos após a crise econômico-financeira de 2008 nos EUA. A pesquisa mostra que a crise foi importante para a melhoria da governança corporativa nas operações de F&A e que tal aperfeiçoamento culminou no avanço de mecanismos internos de controle, na evolução de processos de gerenciamento de riscos e no aprimoramento de critérios de remuneração de executivos envolvidos na operação.

Alguns estudos enfatizam os desdobramentos de operações de F&A em mais de um país. Bris e Cabolis (2008) e Martynova e Renneboog (2008) sinalizam que o nível de proteção ao investidor no país da empresa adquirente é determinante para a criação de valor. A pesquisa de Otto et al. (2021) avalia a criação de valor em operações de F&A domésticas e internacionais (*cross-border acquisitions*). Os resultados apontam para retornos anormais positivos no curto prazo para anúncios de F&A em países desenvolvidos e países emergentes. A pesquisa revela que os retornos provenientes de operações internacionais são maiores para adquirentes localizados em mercados desenvolvidos.

Albuquerque et al. (2019) utilizam informações de F&A provenientes de empresas de 64 países e apresentam importantes *spillovers* relacionados com a condução dos negócios. Os pesquisadores mostram que operações de fusão e aquisição em nível internacional promovem melhorias na governança de empresas quando o país da empresa adquirente possui maior nível de proteção ao investidor do que o nível percebido na empresa-alvo. As operações de F&A também possuem relação com aumentos nos níveis de investimento de empresas que não eram alvo das operações de F&A. Ainda enfatizando operações internacionais, Záborský et al. (2021) revelam que a qualidade do ambiente regulatório do país de origem da empresa adquirente possui relação com a motivação para realização de F&As.

Além dos benefícios citados que foram direcionados aos acionistas em períodos posteriores à crise econômico-financeira de 2008, a literatura mostra que podem existir ganhos anormais para os acionistas de empresas adquirentes em momentos de crise (isso se a empresa adquirente

conseguir explorar adequadamente o período de crise para realizar bons negócios). Berger e Bouwman (2009) argumentam que empresas saudáveis podem efetuar operações de F&A para melhorar sua lucratividade e participação de mercado em momentos de crise.

Operações de F&A podem acontecer em virtude de momentos específicos apurados na situação econômica de determinado país. Segundo Gort (1969), momentos de agitação econômica podem desencadear alterações nas perspectivas dos agentes e propagar aumentos de incerteza. A elevação no nível de incerteza, por sua vez, contribui para o surgimento de avaliações e preços discrepantes envolvendo os ativos negociados no mercado. Dessa forma, oportunidades de F&A aparecem na medida em que os valores divergentes atribuídos pelos agentes podem sinalizar oportunidades de ganho.

Empresas que sinalizam problemas operacionais e redução de valor em momentos de crise podem se tornar alvo de aquisição de empresas maiores e líquidas. Hughes et al. (1999), Emmons et al. (2004), van Lelyveld e Knot (2009), Hankir et al. (2009) e Acharya et al. (2011) mostram que aquisições em momentos de crise podem proporcionar retornos anormais positivos aos acionistas das empresas adquirentes, pois podem ocorrer benefícios de diversificação, aumento de poder de mercado e ganhos provenientes de compras de ações em momento de baixa.

Malmendier e Tate (2008) mostram relação positiva entre excesso de confiança de CEOs e a probabilidade de realização de operações de F&A. Sobre a relação entre gênero e investimentos, Jianakoplos e Bernasek (1998) apontam para maior aversão a riscos por parte das mulheres em decisões financeiras, e Barber e Odean (2001) mostram que homens realizam mais operações no mercado de renda variável que mulheres. Por fim, Hryshko et al. (2011) evidenciam que a aversão ao risco também é uma característica de indivíduos mais velhos.

Estudos recentes sobre F&A no Brasil elucidam, respectivamente, o papel da estrutura de propriedade e a relevância das operações de F&A em momentos de mercado aquecido. Nogueira e Castro (2020) mostram que a possibilidade de redução de controle exerce papel fundamental nas operações de F&A. Tais operações são menos prováveis de ocorrer com estrutura de propriedade concentrada, especialmente de acionistas controladores familiares ou representativos do Estado. Já o estudo de Souza e Gartner (2019) enfatiza operações de F&A de bancos no Brasil em momentos de mercado aquecido e aponta para a existência de retornos anormais positivos para bancos competidores rivais.

Isto posto, considera-se a literatura supracitada para investigar a relação entre retornos anormais em operações de F&A e períodos de crise, analisando também formação, educação, experiência prévia como empreendedor, gênero e idade do CEO. A pesquisa segue Malmendier e Tate (2005, 2008) e utiliza o tempo do CEO como executivo na empresa e a participação do executivo como presidente do conselho de administração como variáveis na análise empírica.

3 Dados e estratégia empírica

A amostra de operações de F&A utilizada neste artigo é oriunda da base de dados da ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, que inclui F&As anunciadas no período entre 2002 e 2017. Após analisar os dados fornecidos pela ANBIMA sobre F&A, foi necessário excluir uma parte das transações para prosseguir com o modelo empírico. Excluímos da base as empresas adquirentes que: i) não apresentam listagem na B3 (não há acesso público aos demonstrativos financeiros); ii) pertencem ao setor financeiro; e iii) não possuem informações suficientes para o cálculo do retorno anormal acumulado. A Tabela 1 apresenta os detalhes sobre a seleção das operações de F&A para nossa amostra.

A Tabela 2 apresenta a quantidade de negócios e o valor das transações por ano (Apêndice A – Dado Suplementar 1 – Excel). É possível visualizar que a amostra contempla 279 operações (com 1.795 F&As realizadas no período) e R\$ 469 bilhões em valor de negociação. Em todos os anos do período, o número de transações cujo comprador não era listado na B3 foi superior ao número de transações cujo comprador era listado. Em termos de valor, não há a mesma característica (pelo menos em alguns anos), pois transações com compradores listados na B3 tiveram um montante superior, indicando ser responsáveis por F&A maiores.

Tabela 1
Detalhamento da amostra referente à seleção das fusões e aquisições aplicado na base de dados da ANBIMA

Números de fusões e aquisições entre 2003 e 2017	1.796
Exclusão de transações:	
Empresa adquirente não é listada na B3	1.431
Fusões e aquisições no setor financeiro	70
Não possui dados de retorno diário da empresa adquirente que sejam suficientes para o cálculo do retorno acumulado.	16
Total	279

Segundo os dados da ANBIMA, o setor com o maior número de transações entre 2002 e 2017 foi o de Energia, com 145 transações, seguido pelos setores Financeiro e de TI/Telecom, com 144 e 135 operações, respectivamente.

Em termos de valor da operação, o setor que mais movimentou recursos foi o Financeiro, seguido dos setores de TI /Telecom e Alimentos e Bebidas. A Tabela 3 apresenta as dez maiores operações (valor em

Tabela 2
Descrição das operações de F&A no Brasil entre 2002 e 2017

Ano	Base completa		Amostra	
	Número de operações	Valor total (R\$ bilhões)	Número de operações	Valor total (R\$ bilhões)
2002	24	27,57	6	13,00
2003	33	23,53	4	2,17
2004	41	103,20	12	5,16
2005	53	44,64	12	11,76
2006	77	131,70	18	70,79
2007	147	129,13	31	48,55
2008	103	220,31	26	21,32
2009	97	117,97	29	48,59
2010	146	184,84	26	58,99
2011	179	142,72	11	41,66
2012	179	122,52	26	15,99
2013	178	164,60	22	57,46
2014	146	192,71	12	33,01
2015	111	109,55	11	8,13
2016	137	179,09	12	10,70
2017	144	138,40	21	22,21
Total	1795	2032,47	279	469

Fonte: Elaborada pelos autores.

Tabela 3
Maiores operações de F&A entre 2002 e 2017 e em anos de recessão

Operação	Setor	Valor (R\$ bilhões)	Ano
Fusão entre Itaú e Unibanco	Financeiro	106,92	2008
Fusão entre Ambev e Interbrew	Alimentos e Bebidas	80,22	2004
Aquisição da Inco pela Vale do Rio Doce	Metalurgia e Siderurgia	42,56	2006
Incorporação da BM&F pela Bovespa	Financeiro	34,26	2008
Aquisição do Banco Real pelo Santander	Financeiro	31,41	2007
Incorporação da Portugal Telecom pela Oi	TI / Telecom	28,70	2013
Aquisição de ativos da Portugal Telecom pela Altice	TI / Telecom	23,86	2014
Aquisição da GVT pela Telefônica	TI / Telecom	23,50	2014
Reestruturação societária da Telemar	TI / Telecom	20,75	2011
Aquisição da Brasilcel pela Telefônica	TI / Telecom	18,18	2010
Maiores operações em anos de crise			
Fusão entre Itaú e Unibanco	Financeiro	106,92	2008
Incorporação da BM&F pela Bovespa	Financeiro	34,26	2008
Aquisição de ativos da Portugal Telecom pela Altice	TI / Telecom	23,86	2014
Aquisição da GVT pela Telefônica	TI / Telecom	23,50	2014
Aquisição do HSBC pelo Bradesco	Financeiro	17,85	2015
Aquisição da Nova Transportadora do Sudeste pela Brookfield Asset Management	Petróleo e Gás	16,73	2016
Aquisição de controle da OGX pelos credores	Petróleo e Gás	13,80	2014
Fusão da ALL com a Rumo	Transporte e logística	13,53	2014
Fusão da Cetip com a BM&FBovespa	Financeiro	11,96	2016
Aquisição da Bertin pela JBS	Alimentos e Bebidas	11,58	2009

Fonte: Elaborada pelos autores.

R\$ bilhões) que ocorreram durante todo o período da amostra e as dez maiores que aconteceram em épocas de crise. O setor financeiro (fusão entre Itaú e Unibanco) lidera o valor das operações. Também é possível constatar considerável participação do setor de TI/Telecom.

A amostra possui 36 empresas que realizaram apenas uma aquisição e uma empresa que realizou 16 operações. O número médio de aquisições por empresa no período foi de 3,05 e a mediana, igual a 2.

O preço de fechamento das ações e as variáveis contábeis de cada empresa foram coletados no software Economática. A coleta também fez uso do site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para obtenção das variáveis relativas ao CEO. Para isso, o Formulário de Referência (seção 12.5) e o relatório IAN (informações anteriores ao ano de 2008) foram consultados. As variáveis são relativas a formação, educação, experiência prévia como empreendedor, gênero, idade, tempo como executivo da empresa adquirente, participação como presidente do conselho de administração e experiência no Governo.

Para aferir a relação entre retornos anormais e momentos de crise, a pesquisa fez uso do método de estudo de eventos. Assim, busca-se identificar se a realização de F&As apresenta criação de valor para os acionistas da empresa compradora em períodos de crise.

Brown e Warner (1980) mencionam que o estudo de eventos verifica de que forma o retorno de um ativo se afasta do retorno considerado normal em dias próximos ao acontecimento do evento. O retorno considerado normal é o retorno que o ativo apresentaria se o evento não ocorresse e é obtido através de um modelo de precificação de ativos. Retornos ajustados à média, retornos ajustados ao mercado e retornos ajustados ao risco e ao mercado podem ser utilizados para mensurar retornos normais.

Os retornos anormais acumulados médios (ACARs) são explicados por Mackinlay (1997) como a diferença entre o retorno observado e o retorno esperado ou normal que determinado ativo apresenta para a concretização de um evento. Neste trabalho, optou-se pela abordagem apresentada por Campbell et al. (1997), considerando quatro etapas: i) definição do evento; ii) critério de seleção; iii) medição dos retornos normais e anormais; e iv) apresentação e interpretação da estatística de teste.

Os retornos anormais (ACARs) em torno da data de anúncio da aquisição foram calculados por meio do modelo de mercado, e como variável de retorno de mercado utilizou-se o Índice Ibovespa. A Equação 1 apresenta o

modelo de mercado, em que $E(R_{i,t})$ é o retorno da ação i no dia t e $E(R_{M,t})$ é o retorno do Ibovespa no dia t .

$$E(R_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 E(R_{M,t}) \quad (1)$$

Os coeficientes do modelo foram calculados pelo período de 200 dias, considerando como término 11 dias antes da data do anúncio do evento. Janelas de evento de três, cinco e sete dias foram utilizadas para o cálculo dos retornos anormais cumulativos (Wang & Yin, 2018). A baixa liquidez de algumas ações pode afetar o número de observações por janela, pois, para calcular os retornos anormais para cada evento, define-se o número mínimo de dois dias de retorno de cada ação para a janela de três dias, quatro dias de retorno para a janela de cinco dias e cinco dias de retorno para a janela de sete dias.

Por fim, para apurar a relação entre crise e retorno anormal, esta pesquisa utiliza regressões (Mínimos Quadrados Ordinários) no nível da transação, em que se estimou o seguinte modelo (Equação 2):

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 Crise + \beta_2 \ln(transação)_i + \beta_3 Controles do Adquirente_{i,t-1} + \delta_i + \gamma_j + \varepsilon_i \quad (2)$$

A variável CAR_i é o retorno anormal acumulado do adquirente de três dias, cinco dias e sete dias. A variável de interesse é *Crise*, variável *dummy* para as transações feitas em 2003, 2007-2008 e 2014-2016 (Comitê de Datação de Ciclos Econômicos, 2020). Como variável de controle para as características do negócio, optou-se pelo valor da transação. A investigação empírica segue Wang e Yin (2018) e utiliza as variáveis de controle para o adquirente do ano anterior à negociação. Apresentam-se, assim, diferentes especificações para a Equação 1 (ACAR de três dias, cinco dias e sete dias) considerando efeito fixo para setor e empresa. Todas as regressões apresentam correção para heteroscedasticidade.

Para averiguar a existência de tais retornos de maneira consistente, utilizam-se características das empresas adquirentes e dos executivos que comandaram a operação de F&A para relacionar tais características com a obtenção de retornos anormais. Por exemplo, é possível argumentar que as empresas mais líquidas possuem, *ceteris paribus*, maior chance de aproveitar oportunidades de aquisição em recessões.

Assim, para estudar a relação entre crise e retornos anormais, esta pesquisa considera a variável caixa como controle. De fato, Harford (2002) apresenta que empresas com maior reserva de caixa são mais propensas a adquirir outras firmas. Harford (2002) aponta a liquidez do

mercado como principal fator de explicação para as ondas de F&A. O tamanho (valor da transação) da operação também foi considerado na análise empírica. Segundo Alexandridis et al. (2017), o tamanho da operação é importante para a avaliação da transação e pode ser um dos responsáveis pela criação (ou destruição) de valor.

Adicionalmente, a investigação empírica faz uso de outras variáveis para fins de controle, como tamanho da empresa, alavancagem, retorno, oportunidades de crescimento, investimento e nível de governança corporativa. Os estudos de Malmendier e Tate (2005, 2008), Brown e Sarma (2007) e Silva et al. (2016) foram considerados para a escolha e a definição das *proxies* para as variáveis mencionadas. Os estudos apontados analisam as características de excesso de confiança nas operações de F&A, probabilidade de realização de F&A e relação entre criação de valor em F&A e governança corporativa.

A abordagem final da análise empírica utilizada neste artigo envolve a relação entre F&As que apresentaram retornos anormais aos adquirentes em períodos de crise e as características do CEO. Estudos prévios indicam que aspectos individuais do responsável pela decisão no momento da F&A apresentam relação com a chance de realização da F&A e com o resultado da transação. Malmendier e

Tate (2005), por exemplo, relatam que executivos com formação em finanças e com pós-graduação possuem menor probabilidade de realizar transações de F&A. Palich e Bagby (1995) e Arabsheibani et al. (2000) argumentam que empreendedores podem apresentar excesso de confiança e possuem maior propensão a participar de situações arriscadas. Barros e Silveira (2008) corroboram tal resultado.

Assim, as variáveis de controle para a empresa adquirente são: valor do ativo total, *book-to-market*, alavancagem, caixa, lucro líquido dividido por ativo total, investimento em bens de capital (CAPEX) dividido por ativo total, ativo fixo dividido por ativo total, crescimento da receita líquida operacional entre dois anos, variável binária se a empresa adquirente está listada no Novo Mercado ou Nível 2 na B3 e variável binária se a empresa adquirente é negociada nos EUA. Utilizam-se efeitos fixos de setor e de empresa.

Após explorar a relação entre crises no Brasil e retorno anormal acumulado do adquirente em operações de F&A, a pesquisa avalia a relação entre as características do CEO (formação, gênero, participação no conselho de administração, participação no governo e atuação como empresário) e o ACAR. A Tabela 4 mostra a definição das variáveis utilizadas em nosso modelo empírico.

Tabela 4
Definição de variáveis

ACAR	Retorno anormal acumulado para as janelas de três dias, cinco dias e sete dias.
Crise	Variável binária igual a 1 se a aquisição foi feita em ano de crise e 0, caso contrário. Os anos de crise são 2003, 2008, 2009, 2014, 2015 e 2016.
<i>ln</i> (transação)	Logaritmo neperiano do valor da transação.
<i>ln</i> (ativo)	Logaritmo neperiano do valor do ativo.
<i>Book-to-market</i>	Valor do ativo dividido pelo valor de mercado.
Alavancagem	Dívida total dividida pelo valor do ativo.
Caixa	Ativo circulante menos estoque dividido pelo valor do ativo.
ROA	Lucro líquido dividido por ativo total.
CAPEX/ativo	CAPEX dividido pelo valor do ativo.
PPE/ativo	Ativo fixo dividido pelo valor do ativo.
Crescimento	Varição da receita líquida operacional entre dois anos.
Governança	Variável binária igual a 1 se a empresa está listada no Novo Mercado ou Nível 2 e 0, caso contrário.
ADR	Variável binária igual a 1 se a ação empresa é negociada nos EUA e 0, caso contrário.
<i>Dummy</i> de setor	Variável binária que agrega empresa do mesmo setor, foram utilizados os setores NAICS.
<i>Dummy</i> de empresa	Variável binária para cada empresa.
Características dos CEOs	
Pós-graduação	Variável binária igual a 1 se o CEO da empresa adquirente possui pós-graduação e 0, caso contrário.
Finanças	Variável binária igual a 1 se o CEO da empresa adquirente é graduado em faculdade de negócios ou engenharia e 0, caso contrário.
Homem	Variável binária igual a 1 se o CEO da empresa adquirente é homem e 0, caso contrário.
Presidente do Cons. Adm.	Variável binária igual a 1 se o CEO da empresa adquirente é o presidente do conselho de administração e 0, caso contrário.
Governo	Variável binária igual a 1 se o CEO da empresa adquirente esteve em cargos públicos e 0, caso contrário.
Empresário	Variável binária igual a 1 se o CEO da empresa adquirente é empresário e 0, caso contrário.
Idade do CEO	Idades em anos do CEO da empresa na data da aquisição.
Tempo de CEO	Número de anos que o CEO está no cargo na empresa.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Tabela 5
Estatística descritiva

Painel A					
Variáveis	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Transação em R\$ milhões	1762,34	527,36	4134,24	20	42561,50
Ativo em R\$ milhões	35,46	12,43	72,59	0,19	615,96
<i>Book-to-market</i>	1,92	1,33	2,01	0,09	19,89
Alavancagem	0,08	0,06	0,07	0,00	0,37
Caixa	0,31	0,28	0,16	0,07	0,87
Roa	0,05	0,05	0,08	-0,27	0,73
CAPEX/ativo	0,09	0,08	0,08	-0,39	0,55
PPE/ativo	0,33	0,34	0,21	0,00	0,80
Crescimento	0,28	0,15	0,87	-3,90	10,06
Pós-graduação	0,47	0,00	0,49	0,00	1,00
Finanças	0,80	1,00	0,44	0,00	1,00
Homem	0,98	1,00	0,13	0,00	1,00
Presidente do Cons. Adm.	0,25	0,00	0,43	0,00	1,00
Governo	0,61	1,00	0,48	0,00	1,00
Empresário	0,08	0,00	0,28	0,00	1,00
Idade do CEO	52,48	52,27	10,27	33	83,01
Tempo de CEO	3,72	2,28	3,97	0,83	31

Painel B										
Tabela de correlação entre variáveis										
	<i>ln</i> (transação)	<i>ln</i> (ativo)	<i>Book-to-market</i>	Alavanc.	Caixa	ROA	CAPEX/ ativo	PPE/ ativo	Cresc.	Govern.
<i>ln</i> (ativo)	0,21 (0,00)									
<i>Book-to-market</i>	0,05 (0,35)	0,09 (0,11)								
Alavancagem	0,00 (0,95)	-0,14 (0,02)	0,35 (0,00)							
Caixa	-0,09 (0,11)	-0,10 (0,08)	-0,02 (0,65)	-0,09 (0,11)						
ROA	0,07 (0,18)	0,08 (0,15)	-0,39 (0,00)	-0,28 (0,00)	0,04 (0,45)					
CAPEX/ativo	-0,02 (0,70)	0,10 (0,09)	-0,22 (0,00)	-0,05 (0,38)	-0,04 (0,47)	0,00 (0,96)				
PPE/ativo	0,09 (0,13)	0,28 (0,00)	-0,09 (0,12)	0,08 (0,14)	-0,52 (0,00)	0,09 (0,11)	0,22 (0,00)			
Crescimento	-0,07 (0,20)	-0,10 (0,07)	-0,08 (0,17)	-0,05 (0,40)	0,09 (0,11)	-0,03 (0,56)	0,52 (0,00)	-0,07 (0,19)		
Governança	0,05 (0,39)	0,02 (0,67)	-0,01 (0,76)	-0,10 (0,07)	-0,01 (0,77)	0,04 (0,43)	-0,01 (0,43)	0,12 (0,04)	0,02 (0,64)	
ADR	0,02 (0,70)	0,12 (0,03)	0,01 (0,76)	-0,05 (0,38)	0,04 (0,44)	-0,09 (0,13)	-0,01 (0,13)	0,12 (0,04)	0,07 (0,20)	0,45 (0,00)

Fonte: Elaborada pelos autores.

A Tabela 5 mostra a estatística descritiva e a matriz de correlações para as variáveis utilizadas na especificação empírica (Apêndice A – Dado Suplementar 4 – Stata Dofile).

As variáveis que representam as características do CEO foram analisadas em conjunto com os períodos de crise (interação entre características do CEO e período de crise). A abordagem empírica para analisar as características do CEO em operações de F&A segue Malmendier e Tate (2005) e Malmendier et al. (2011). Dessa forma, considera-se a seguinte especificação (Equação 3):

$$\begin{aligned}
 CAR_i = & \beta_0 + \beta_1 Crise^* Pós_graduação_i + \beta_2 Crise^* Finanças_i \\
 & + \beta_3 Crise^* Homem_i + \beta_4 Crise^* Pres_{CONS_ADM}_i + \beta_5 Crise^* Governo_i + \\
 & \beta_6 Crise^* Empresário_i + \beta_7 Crise^* Idade_i \\
 & + \beta_8 Crise^* Tempo_no_Cargo_i + \delta_i + \gamma_j + \varepsilon_i
 \end{aligned} \tag{3}$$

Por fim, apura-se a diferença entre médias para o retorno anormal acumulado do adquirente por meio do ATT (*Average Treatment Effects on the Treated*) para momentos de crise e expansão na economia. A técnica PSM por vizinhança (*Propensity Score Matching – Nearest Neighbor Matching*) foi

escolhida para comparar as médias em empresas similares em tamanho, endividamento, nível de caixa e setor de atuação.

4 Resultados

A Figura 1 ilustra a média anual dos retornos anormais acumulados para três, cinco e sete dias de janela de 2002 a 2017 (Apêndice A – Dado Suplementar 4 – Stata Dofile). É possível aferir picos de retorno anormal para os anos apontados como crise (Comitê de Datação de Ciclos

Econômicos, 2020). Em adição, a Tabela 6 corrobora os resultados apresentados na Figura 1 por meio da estatística descritiva do retorno anormal acumulado (o ACAR reportado refere-se à janela de sete dias, em que os anos de crise têm retorno anormal médio acumulado de 2,4%, que é estatisticamente significativa e diferente de 0. Os resultados são similares para as janelas de três e cinco dias) (Apêndice A – Dado Suplementar 4 – Stata Dofile).

A Figura 2 apresenta o retorno anormal acumulado entre os 20 dias antes do anúncio da fusão ou aquisição

Tabela 6
Retorno anormal anual do período estudado

Ano	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Número de transações
2002	-0,001	-0,018	0,066	-0,061	0,111	6
2003	0,047	0,066	0,087	-0,075	0,132	4
2004	-0,011	0,000	0,044	-0,093	0,052	12
2005	0,004	-0,011	0,053	-0,108	0,075	12
2006	-0,016	-0,012	0,044	-0,096	0,069	18
2007	0,003	-0,006	0,057	-0,115	0,188	31
2008	0,042**	0,022	0,091	-0,079	0,342	24
2009	0,024	0,011	0,093	-0,083	0,381	27
2010	-0,003	-0,005	0,041	-0,106	0,071	28
2011	-0,036	-0,006	0,107	-0,348	0,051	12
2012	0,006	0,004	0,040	-0,072	0,062	27
2013	-0,005	0,001	0,065	-0,183	0,106	22
2014	0,005	0,006	0,042	-0,078	0,097	12
2015	0,006	0,005	0,040	-0,086	0,061	12
2016	0,022	0,015	0,055	-0,040	0,135	12
2017	-0,003	0,000	0,031	-0,052	0,073	20
Anos de crise	0,024***	0,010	0,076	-0,086	0,381	91
Anos sem crise	-0,004	-0,002	0,055	-0,348	0,188	188

Fonte: Elaborada pelos autores. ***, ** e * representam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente, para o teste t em que a hipótese nula de que a média é igual a 0.

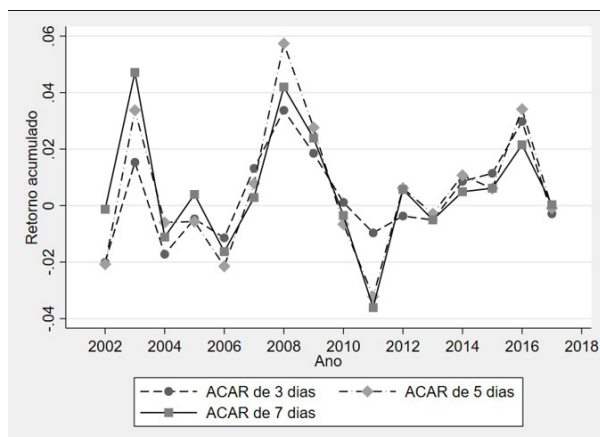


Figura 1. Retornos anormais por ano

Fonte: Elaborada pelos autores

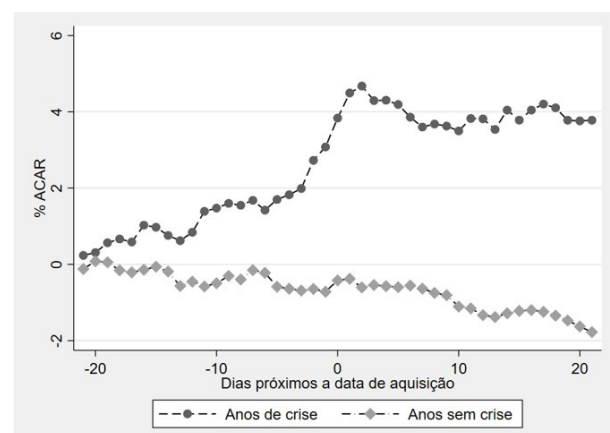


Figura 2. Retornos anormais acumulados

Fonte: Elaborada pelos autores

Tabela 7
ACAR, crises e características da empresa

	Resultados					
	ACAR – 3 dias	ACAR – 3 dias	ACAR – 5 dias	ACAR – 5 dias	ACAR – 7 dias	ACAR – 7 dias
Crises	0,023** (0,010)	0,018** (0,009)	0,033*** (0,010)	0,029*** (0,011)	0,023** (0,010)	0,026* (0,013)
<i>ln</i> (transação)	0,001 (0,003)	-0,000 (0,003)	0,002 (0,003)	0,001 (0,004)	-0,001 (0,003)	-0,003 (0,004)
<i>ln</i> (ativo)	-0,002 (0,003)	-0,005 (0,007)	-0,005 (0,003)	-0,016** (0,008)	-0,005 (0,004)	-0,013 (0,010)
<i>Book-to-market</i>	0,002 (0,003)	0,001 (0,003)	0,006** (0,003)	0,006 (0,004)	0,010** (0,004)	0,008* (0,004)
Alavancagem	-0,015 (0,071)	0,024 (0,100)	-0,000 (0,078)	-0,067 (0,166)	-0,036 (0,087)	-0,077 (0,193)
Caixa	0,003 (0,024)	0,009 (0,060)	0,025 (0,018)	0,035 (0,066)	0,023 (0,022)	0,032 (0,065)
ROA	-0,005 (0,053)	0,005 (0,084)	0,075 (0,057)	0,007 (0,130)	0,109** (0,052)	0,086 (0,153)
CAPEX/ativo	0,081 (0,068)	0,102 (0,080)	0,081 (0,068)	0,137* (0,080)	0,065 (0,075)	0,092 (0,087)
PPE/ativo	0,013 (0,017)	0,036 (0,037)	0,020 (0,020)	0,031 (0,041)	0,025 (0,022)	0,052 (0,045)
Crescimento	-0,008 (0,005)	-0,009 (0,008)	-0,009* (0,005)	-0,015* (0,008)	-0,012** (0,006)	-0,015* (0,007)
Governança	-0,010 (0,009)	0,046* (0,023)	-0,005 (0,012)	0,034 (0,031)	-0,009 (0,010)	0,037 (0,039)
ADR	-0,006 (0,005)	-0,000 (0,018)	0,009 (0,007)	0,022 (0,024)	0,005 (0,014)	0,019 (0,035)
Constante	-0,002 (0,059)	0,021 (0,099)	0,017 (0,071)	0,128 (0,113)	0,084 (0,059)	0,146 (0,163)
Setor						
Efeitos fixos	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não
Empresa Efeitos fixos	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim
Observações	266	266	277	277	279	279
Prob > F	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
R2 Ajustado	0,11	0,31	0,13	0,21	0,11	0,17

Fonte: Elaborada pelos autores. ***, ** e * representam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Erro padrão em parêntesis.

e 20 dias após o anúncio para o ACAR de cinco dias (o resultado é parecido para as outras janelas). Aparentemente, o mercado consegue antecipar um pouco o anúncio durante os anos de crise e acumula retorno anormal de 3% no dia anterior. O retorno acumulado atinge o pico de 4,6% e estabiliza por volta dos 3%. Entretanto, fusões e aquisições não parecem impactar acionistas de empresas adquirentes nos anos em que não existe crise, pois o retorno anormal acumulado permanece em torno de -1%.

Na Tabela 7, é possível encontrar o principal resultado deste artigo. Mesmo controlando para o tamanho (valor) da transação, variáveis da empresa e heterogeneidade

da firma e do setor (efeitos fixos), a variável crise mostrou correlação positiva e estatisticamente significativa com o retorno anormal médio apurado para as janelas de três, cinco e sete dias. A amplitude dos retornos anormais médios em momentos de crise vai de 1,8% a 3,3% considerando as janelas supracitadas (Apêndice A – Dado Suplementar 5 – Stata Dofile).

Os resultados apresentados acima contribuem para a literatura ao apontar a existência de retornos médios anormais para as crises analisadas. Os resultados estão alinhados com os argumentos e resultados de Hughes et al. (1999), Emmons et al. (2004), van Lelyveld e Knot (2009),

Hankir et al. (2009) e Acharya et al. (2011). Ao estudar a existência de retornos anormais em transações de F&A que aconteceram entre empresas do setor financeiro durante a crise de 2008, Beltratti e Paladino (2013) não encontraram resultados estatisticamente significativos.

Na Tabela 7, apenas duas variáveis de controle são estatisticamente significantes em mais de uma regressão. Empresas com maior valor do ativo relativo ao valor de mercado (*Book-to-market*) são geralmente empresas maduras com menor possibilidade de crescimento orgânico; assim, uma aquisição é uma oportunidade de consolidação do setor e aumento da receita futura. Ademais, empresas em que a receita operacional cresceu nos anos anteriores ao momento da F&A (Crescimento) podem apresentar maior oportunidade de crescimento orgânico sem a necessidade de aquisição e, dessa forma, o mercado poderia ter uma visão negativa da operação.

Para apurar se existe relação entre as características dos CEOs e os retornos anormais médios obtidos pelos acionistas das empresas adquirentes em períodos de crises (interação entre características do CEO e período de crise), os resultados da Tabela 8 são realçados (Apêndice A – Dado Suplementar 5 – Stata Dofile).

Os resultados revelam relação positiva entre CEOs que possuem formação em nível de pós-graduação e o retorno anormal médio acumulado para todas as janelas de evento utilizadas neste estudo. Assim, os resultados mostram que executivos com formação a nível de pós-graduação proporcionaram retorno superior em momentos de crise. Os retornos anormais oscilam entre 3,2% e 5,4%.

De acordo com Malmendier e Tate (2005), executivos com formação em finanças e com pós-graduação são menos propensos a realizar transações de F&A. Em nosso estudo, no entanto, verificamos que CEOs com pós-graduação proporcionaram retornos anormais médios superiores quando participaram de F&A em momentos de crise.

Conforme apontado anteriormente neste artigo, retornos anormais em períodos de crise podem vir de benefícios de diversificação, aumento de poder de mercado e ganhos provenientes de compras de ações consideradas baratas. É possível que CEOs com melhor formação acadêmica apresentem melhor condição de avaliar bons projetos em momentos de crise. No entanto, CEOs com melhor formação acadêmica também são contratados por empresas que apresentam melhores condições operacionais, financeiras e de gestão. Assim, mesmo controlando para

Tabela 8
ACAR, crises e características do CEO

	Resultados					
	ACAR – 3 dias	ACAR – 3 dias	ACAR – 5 dias	ACAR – 5 dias	ACAR – 7 dias	ACAR – 7 dias
Crise*Pós-graduação	0,032** (0,013)	0,022 (0,015)	0,040*** (0,012)	0,042*** (0,013)	0,045*** (0,012)	0,054*** (0,014)
Crise*Finanças	-0,031 (0,049)	-0,063 (0,061)	-0,029 (0,051)	-0,059 (0,064)	-0,065 (0,042)	-0,070 (0,062)
Crise*Homem	0,048** (0,023)	0,014 (0,034)	0,068*** (0,024)	0,037 (0,033)	0,088*** (0,022)	0,071** (0,033)
Crise*Presidente do Cons. Adm.	0,001 (0,021)	0,007 (0,024)	0,020 (0,015)	0,021 (0,021)	0,020 (0,015)	0,027 (0,022)
Crise*Governo	-0,001 (0,015)	0,010 (0,016)	-0,010 (0,013)	-0,017 (0,022)	-0,009 (0,012)	-0,013 (0,026)
Crise*Empresário	0,035 (0,063)	-0,023 (0,052)	-0,015 (0,053)	-0,045 (0,055)	-0,069 (0,044)	-0,076 (0,054)
Crise*Idade do CEO	0,000 (0,001)	0,001 (0,001)	-0,000 (0,001)	0,001 (0,001)	0,000 (0,001)	0,001 (0,001)
Crise*Tempo de CEO	-0,005** (0,002)	-0,002 (0,002)	-0,005*** (0,002)	-0,004** (0,002)	-0,006*** (0,002)	-0,006** (0,002)
Variáveis de controle	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor						
Efeitos fixos Empresa	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não
Efeitos fixos Observações	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim
Prob > F	266	266	277	277	279	279
R2 Ajustado	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	0,18	0,31	0,16	0,22	0,16	0,20

Fonte: Elaborada pelos autores. ***, ** e * representam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Erro padrão em parêntesis.

características operacionais, financeiras e de efeito fixo da empresa, é possível argumentar que o resultado atribuído à formação do CEO também pode capturar outros aspectos que mudam no tempo e que não fazem parte dos controles utilizados na regressão.

Na Tabela 8, verifica-se também que existe relação negativa e estatisticamente significativa entre tempo de CEO (período em que o CEO estava no comando da empresa no momento da transação) e o retorno anormal médio acumulado. Os resultados oscilam entre -0,2% e -0,6%. De maneira similar, Malmendier e Tate (2005) apresentam relação negativa entre tempo do executivo como CEO na empresa e a probabilidade de realização de F&A. Assim, é possível que exista um problema de entrincheiramento em que CEOs com maior tempo de empresa estão mais confortáveis com projetos conservadores e, dessa forma, são menos propensos a realizar transações de F&A, especialmente em momentos de crise. Quando participam de operações de F&A em períodos de crise, os resultados mostram que tais executivos tendem a destruir valor.

Optou-se por não interpretar o sinal do coeficiente referente a gênero, pois o número de mulheres que atuaram como CEO em F&A é muito pequeno e pode direcionar o resultado encontrado.

Em seguida, a investigação empírica enfatiza a existência de diferença na média entre os retornos anormais apurados em momentos de crise e expansão. Para isso, faz-se uso da técnica PSM por vizinhança (*Propensity Score Matching – Nearest Neighbor Matching*) para comparar as médias para empresas similares em tamanho, endividamento, nível de caixa e setor de atuação. A Tabela 9 apresenta os resultados (Apêndice A – Dado Suplementar 5 – Stata Dofile).

Mesmo com a utilização dos controles supracitados para a comparação de médias entre retornos, percebe-se que os acionistas das empresas adquirentes em momentos de crise auferiram retorno médio superior a 2,4% (retornos médios em momentos de expansão foram negativos). Dessa maneira, os retornos apurados em momentos de expansão parecem seguir os resultados apontados pela

Tabela 9
Diferenças de média para retornos anormais acumulados, características da empresa e do CEO, considerando períodos de crise e expansão

Variáveis	Crise	Expansão	Diferença	Estat. t	ATT	Estat. t
	média	média				
ACAR – 3 dias	0,021	-0,003	0,024	3,88***	0,023	2,66**
ACAR – 5 dias	0,031	-0,004	0,035	4,59***	0,032	3,06***
ACAR – 7 dias	0,025	-0,004	0,029	3,56***	0,019	1,70*
ln(transação)	20,02	20,13	-0,11	0,59		
ln(ativo)	15,97	16,30	-0,33	1,62		
Book-to-market	2,20	1,78	0,42	1,63		
Alavancagem	0,08	0,07	0,01	1,31		
Caixa	0,33	0,30	0,03	1,16		
ROA	0,04	0,06	-0,02	2,16**		
CAPEX/ativo	0,09	0,09	0,00	0,41		
PPE/ativo	0,29	0,35	-0,06	2,16**		
Crescimento	0,30	0,28	0,02	0,18		
Governança	0,20	0,29	-0,09	1,69*		
ADR	0,05	0,10	-0,05	1,28		
Características dos CEOs						
Pós-graduação	0,44	0,48	-0,04	0,69	-0,06	0,74
Finanças	0,78	0,81	-0,03	0,68	0,06	0,74
Homem	0,97	0,99	-0,02	1,31	-0,02	0,82
Presidente do Cons. Adm.	0,29	0,23	0,05	0,93	0,03	0,42
Governo	0,68	0,59	0,09	1,55	0,06	0,77
Empresário	0,17	0,05	0,12	3,31***	0,05	0,93
Idade do CEO	52,67	52,40	0,27	0,19	1,45	0,80
Tempo de CEO	4,18	3,51	0,67	1,32	1,28	2,37**
Observações	91	188				

Fonte: Elaborada pelos autores. ***, ** e * representam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. O efeito médio para tratados (ATT) foi calculado com base no *Propensity Score Matching* (PSM) para as variáveis tamanho, endividamento, nível de caixa e setor de atuação.

Tabela 10
Diferença nas variáveis para empresas com ACAR positivo e negativo em anos de crise

Variáveis	Positivo	Negativo	Diferença	Estat. t
	média	média		
<i>ln</i> (transação)	20,02	20,01	0,01	0,03
<i>ln</i> (ativo)	15,88	16,08	-0,19	0,72
<i>Book-to-market</i>	2,63	1,57	1,06	1,98*
Alavancagem	0,08	0,09	0,00	0,41
Caixa	0,34	0,31	0,02	0,67
ROA	0,04	0,04	0,00	0,02
CAPEX/ativo	0,07	0,11	-0,04	1,80*
PPE/ativo	0,29	0,29	0,00	0,02
Crescimento	0,20	0,44	-0,25	0,94
Governança	0,22	0,16	0,06	0,70
ADR	0,07	0,03	0,05	0,96
Características dos CEOs				
Pós-graduação	0,53	0,30	0,23	2,30**
Finanças	0,81	0,73	0,08	0,85
Homem	0,94	1,00	-0,06	1,46
Presidente do Cons. Adm.	0,26	0,32	-0,06	0,66
Governo	0,63	0,75	-0,12	1,27
Empresário	0,12	0,21	0,08	1,08
Idade do CEO	52,36	53,11	-0,75	0,32
Tempo de CEO	3,53	5,11	-1,58	1,70*
Observações	54	37		

Fonte: Elaborada pelos autores. ***, ** e * representam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

literatura (Alexandridis et al., 2013; Grinstein & Hribar, 2004; Harford & Li, 2007; Loderer & Martin, 1990; Roll, 1986), ao passo que os retornos obtidos em momentos de crise são, em média, positivos.

Por fim, optou-se por averiguar se existe diferença nas características de empresas e executivos que apresentaram retorno anormal médio positivo e negativo nos períodos de crise. Os resultados estão na Tabela 10 (Apêndice A – Dado Suplementar 5 – Stata Dofile).

Sobre as variáveis das empresas, é possível notar que empresas com retorno anormal médio positivo possuem maior índice *Book-to-Market* e menor razão CAPEX/ativo do que aquelas que tiveram retorno negativo. Acerca das características do CEO, o resultado é similar ao que foi apresentado anteriormente. Pode-se aferir a existência de maior proporção de executivos com pós-graduação e menor tempo como CEO da empresa para os retornos anormais médios positivos.

Os resultados apresentados contribuem para duas vertentes complementares da literatura. Primeiro, ao mostrar a existência de retornos anormais positivos em períodos de recessão, o presente estudo contribui para a pesquisa de Berger e Bouwman (2009). Em adição, a pesquisa contribui para os resultados de Alexandridis et al. (2017) no que se refere a diferenças significativas no retorno anormal em

janelas de curto prazo para operações de F&A realizadas em períodos de recessão *versus* períodos de expansão. As pesquisas de Hughes et al. (1999), Emmons et al. (2004), van Lelyveld e Knot (2009), Hankir et al. (2009) e Acharya et al. (2011) mostram que aquisições em momentos de crise podem proporcionar retornos anormais positivos aos acionistas das empresas adquirentes. Os resultados reportados nesta pesquisa contribuem para tais pesquisas ao revelar resultados anormais positivos em três momentos distintos de crise com explicações de natureza política, econômica e financeira de origem nacional e internacional.

Segundo, os resultados apresentados explicitam importantes desdobramentos para a literatura que conecta características dos executivos com operações de F&A. Ao mostrar que a formação do CEO em nível de pós-graduação e o período em que o CEO estava no comando da empresa no momento da transação possuem relevância para operações de F&A em momentos de crise, este artigo contribui para os achados de Morck et al. (1990), Datta et al. (2001), Malmendier e Tate (2005) e Jenter e Lewellen (2015). A pesquisa de Morck et al. (1990) ressalta que ocorrem retornos negativos nas ofertas de F&A quando gestores apresentam desempenho ruim em períodos prévios ao momento da operação. O estudo de Datta et al. (2001) enfatiza uma relação positiva entre a

estrutura de remuneração dos executivos e o preço das ações em momentos próximos e posteriores ao anúncio de F&A. Malmendier e Tate (2005) mostram que executivos com formação em finanças e com pós-graduação possuem menor probabilidade de realizar F&A, ao passo que Jenter e Lewellen (2015) revelam que as preferências de momento de aposentadoria de CEOs afetam a probabilidade de ofertas de aquisições. Assim, o presente estudo apresenta novos achados para a literatura ao ilustrar o papel da formação do CEO e do tempo em que o CEO estava no comando da empresa na avaliação do mercado acerca dos anúncios de operações de F&A em momentos de crise.

5 Considerações finais

Este artigo analisa a existência de retornos anormais para F&A em períodos de recessão. Foi possível aferir que acionistas de empresas adquirentes auferiram retornos anormais médios positivos nas crises e que tais retornos médios obtidos são superiores aos retornos dos períodos de expansão.

Os resultados apresentam evidência de retorno anormal médio positivo e sinalizam que CEOs com pós-graduação e que possuem menor tempo no cargo possuem relação com investimentos que geraram retorno anormal em momentos de crise.

Acredita-se que este estudo possui, além de relevância acadêmica, importância prática. Muitos executivos podem deixar de explorar oportunidades de investimento em momentos de crise, talvez pelo simples receio de investir em momentos adversos. O artigo aponta ser possível realizar bons investimentos em F&A em momentos de crise e realça a reação positiva dos acionistas das empresas adquirentes.

Na interpretação dos resultados empíricos, é importante enfatizar que as análises buscam apontar correlações (utilizando controles) entre os retornos obtidos e as variáveis em nível de empresa e do CEO. Ressalta-se, dessa forma, que a pesquisa não adota qualquer análise de natureza causal. Até mesmo artigos pioneiros no tema, como Malmendier e Tate (2005), apresentam limitações acerca de problemas de endogeneidade na escolha de investimentos. Acredita-se, portanto, que novos estudos que consigam explorar choques exógenos relacionados ao tema F&A podem contribuir para a literatura.

Ressalta-se ainda que o estudo possui limitações que podem ser apuradas em estudos futuros. Primeiro, o artigo explora apenas operações de F&A de empresas adquirentes de capital aberto, pois o cálculo do retorno anormal e a utilização de variáveis provenientes de Demonstrativos

Financeiros estão disponíveis publicamente para esse perfil de empresas. A quantidade de operações de F&A com empresas de capital fechado é considerável e ainda existe bastante oportunidade para estudos. Segundo, os resultados reportados são provenientes de janelas de evento de curto prazo. Outros estudos podem avaliar resultados de F&A em períodos de crise, enfatizando desdobramentos em janelas de evento maiores. Terceiro, as características do mercado de capitais do Brasil e das empresas pertencentes a nossa base de dados possibilitam a utilização de modelos de fator único para construção do retorno normal, como o modelo de mercado. Pesquisas futuras podem utilizar dados de outros países (ou até mesmo de vários países) para avaliar retornos normais com a utilização de modelos multifatoriais. Pesquisas futuras podem analisar também diferentes apontamentos para momentos de crise. Esta pesquisa segue os apontamentos do Comitê de Datação de Ciclos Econômicos, mas naturalmente é possível apurar diferentes formas para a definição de momentos de crise.

Por fim, pesquisas futuras podem incluir a avaliação de operações de F&A no contexto da pandemia de Covid 19. Resultados interessantes podem ser obtidos em nível local e internacional.

Referências

- ACHARYA, V. V., SHIN, H. S., & YORULMAZER, T. (2011). Crisis resolution and bank liquidity. *Review of Financial Studies*, 24(6), 2166-2205. <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/hhq073>.
- AGRAWAL, A., JAFFE, J. F., & MANDELKER, G. N. (1992). The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly. *The Journal of Finance*, 47(4), 1605-1621. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04674.x>.
- ALBUQUERQUE, R., BRANDÃO-MARQUES, L., FERREIRA, M., & MATOS, P. (2019). International corporate governance spillovers: Evidence from cross-border mergers and acquisitions. *Review of Financial Studies*, 32(2), 738-770. <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/hhy053>.
- ALEXANDRIDIS, G., ANTYPAS, N., & TRAVLOS, N. (2017). Value creation from M&As: New evidence. *Journal of Corporate Finance*, 45(C), 632-650. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.05.010>.

- ALEXANDRIDIS, G., FULLER, K. P., TERHAAR, L., & TRAVLOS, N. G. (2013). Deal size, acquisition premia and shareholder gains. *Journal of Corporate Finance*, 20(C), 1-13. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.10.006>.
- ALEXANDRIDIS, G., PETMEZAS, D., & TRAVLOS, N. G. (2010). Gains from mergers and acquisitions around the world: New evidence. *Financial Management*, 39(4), 1671-1695. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01126.x>.
- ARABSHEIBANI, G., DE MEZA, D., MALONEY, J., & PEARSON, B. (2000). And a vision appeared unto them of a great profit: Evidence of self-deception among the self-employed. *Economics Letters*, 67(1), 35-41. [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-1765\(99\)00242-6](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-1765(99)00242-6).
- BARBER, B. M., & ODEAN, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292. <http://dx.doi.org/10.1162/003355301556400>.
- BARROS, L. A. B. C., & SILVEIRA, A. D. M. (2008). Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital. *Revista Brasileira de Finanças*, 6(3), 293-335. <http://dx.doi.org/10.12660/rbfn.v6n3.2008.1343>.
- BELTRATTI, A., & PALADINO, G. (2013). Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector. *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 5394-5405. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.02.004>.
- BERGER, A., & BOUWMAN, C. (2009). Bank liquidity creation. *Review of Financial Studies*, 22(9), 3779-3837. <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/hhn104>.
- BERGMANN, D. R., SAVOIA, J. R. F., SOUZA, B. M., & MARIZ, F. (2015). Avaliação dos processos de fusões e aquisições no setor bancário brasileiro por meio de estudo de eventos. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 56(17), 1105-1115.
- BETTON, S., ECKBO, B. E., & THORBURN, K. S. (2009). Corporate takeovers. In E. Espen Eckbo (Ed.), *Handbook of corporate finance: Empirical corporate finance* (pp. 291-416). Amsterdam: Elsevier North-Holland.
- BORTOLUZZO, A. B., GARCIA, M. P. S., BOEHE, D. M., & SHENG, H. H. (2014). Desempenho de fusões e aquisições cross border: Análise empírica do caso brasileiro. *Revista de Administração de Empresas*, 54(6), 659-671. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020140606>.
- BRIS, A., & CABOLIS, C. (2008). The value of investor protection: Firm evidence from cross-border mergers. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 605-648. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm089>.
- BRITO, G. A. S., BATISTELLA, F. D., & FAMÁ, R. (2005). Fusões e aquisições no setor bancário: Avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 40(4), 353-360.
- BROWN, R., & SARMA, N. (2007). CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions. *Journal of Economics and Business*, 59(5), 358-379. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jeconbus.2007.04.002>.
- BROWN, S. J., & WARNER, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8(3), 205-258. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90002-1](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(80)90002-1).
- BRUNER, R. F. (2002). Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker. *Journal of Applied Finance*, 12(1), 48-68.
- CAMARGOS, M. A., & BARBOSA, F. V. (2009). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: Criação de valor e sinergias operacionais. *Revista de Administração de Empresas*, 49(2), 206-220. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902009000200007>.
- CAMPBELL, J. Y., LO, A. W., & MACKINLAY, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets* (2nd ed.). New Jersey: Princeton University Press. <http://dx.doi.org/10.1515/9781400830213>.
- CHI, J., SUN, Q., & YOUNG, M. (2011). Performance and characteristics of acquiring firms in the Chinese stock markets. *Emerging Markets Review*, 12(2), 152-170. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ememar.2010.12.003>.
- Comitê de Datação de Ciclos Econômicos – CODACE. (2020). *Comunicado de datação de ciclos mensais brasileiros – Jun/2020*. Recuperado de https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2020-06/comunicado-do-comite-de-datacao-de-ciclos-economicos-29_06_2020-1.pdf
- CORNAGGIA, J., & LI, J. Y. (2019). The value of access to finance: Evidence from M&A. *Journal of Financial*

Economics, 131(1), 232-250. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.09.003>.

DATTA, S., ISKANDAR-DATTA, M., & RAMAN, K. (2001). Executive compensation and corporate acquisition decisions. *The Journal of Finance*, 56(6), 2299-2336. <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00406>.

EMMONS, W. R., GILBERT, R. A., & YEAGER, T.J., (2004), Reducing the risk at small community banks: Is it size or geographic diversification that matters?. *Journal of Financial Services Research*, 25(2/3), 259-281.

FAMA, E. F., & JENSEN, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-327. <http://dx.doi.org/10.1086/467037>.

FERREIRA, T. S. V., & CALLADO, A. L. C. (2015). Fusões e aquisições no Brasil: Reflexões acerca da evolução do volume de transações. *Pensamento Contemporâneo em Administração*, 9(2), 70-83. <http://dx.doi.org/10.12712/rpca.v9i2.463>.

GORT, M. (1969). An economic disturbance theory of mergers. *The Quarterly Journal of Economics*, 83(4), 624-642. <http://dx.doi.org/10.2307/1885453>.

GRINSTEIN, Y., & HRIBAR, P. (2004). CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses. *Journal of Financial Economics*, 73(1), 119-143. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.06.002>.

HANKIR, Y., RAUCH, C., & UMBER, M. P. (2009). Bank M&A: A market power story? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2341-2354. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.01.030>.

HARFORD, J. (2002). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997. <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00179>.

HARFORD, J., & LI, K. (2007). Decoupling CEO wealth and firm performance: The case of acquiring CEOs. *The Journal of Finance*, 62(2), 917-949. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01227.x>.

HAYWARD, M. L. (2002). When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990 to 1995. *Strategic Management Journal*, 23(1), 21-39. <http://dx.doi.org/10.1002/smj.207>.

HRYSHKO, D., LUENGO-PRADO, M. J., & SØRENSEN, B. E. (2011). Childhood determinants of risk aversion: The long shadow of compulsory education. *Quantitative Economics*, 2(1), 37-72. <http://dx.doi.org/10.3982/QE2>.

HUGHES, J. P., LANG, W. W., MESTER, L. J., & MOON, C.-G. (1999). The dollars and sense of bank consolidation. *Journal of Banking & Finance*, 23(2-4), 291-324. [http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00088-0](http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00088-0).

JENSEN, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.

JENSEN, M. C., & MECKLING, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).

JENTER, D., & LEWELLEN, K. (2015). CEO preferences and acquisitions. *The Journal of Finance*, 70(6), 2813-2852. <http://dx.doi.org/10.1111/jofi.12283>.

JIANAKOPOLOS, N. A., & BERNASEK, A. (1998). Are women more risk averse? *Economic Inquiry*, 36(4), 620-630. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1465-7295.1998.tb01740.x>.

JORDÃO, R. V. D., MELO, V. L. T., PEREIRA, F. C. M., & DE CARVALHO, R. B. (2017). Capital intelectual em fusões & aquisições: Um estudo de caso em uma instituição financeira de classe mundial. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 52(3), 268-284.

LODERER, C., & MARTIN, K. (1990). Corporate acquisitions by listed firms: The experience of a comprehensive sample. *Financial Management*, 19(4), 17-33. <http://dx.doi.org/10.2307/3665607>.

MACKINLAY, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.

MALMENDIER, U., & TATE, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>.

MALMENDIER, U., & TATE, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20-43. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.002>.

- MALMENDIER, U., TATE, G., & YAN, J. O. N. (2011). Overconfidence and early-life experiences : The effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of Finance*, 66(5), 1687-1733. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01685.x>.
- MARTYNOVA, M., & RENNEBOOG, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?. *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2148-2177.
- MOELLER, S. B., SCHLINGEMANN, F. P., & STULZ, R. M. (2005). Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. *The Journal of Finance*, 60(2), 757-782. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00745.x>.
- MORCK, R. M., SHLEIFER, A., & VISHNY, R. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions? *The Journal of Finance*, 45(1), 31-48. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb05079.x>.
- MUELLER, D. C. (1997). Merger policy in the United States: A reconsideration. *Review of Industrial Organization*, 12(5-6), 655-685. <http://dx.doi.org/10.1023/A:1007797626160>.
- NOGUEIRA, N. V., & CASTRO, L. R. K. (2020). Effects of ownership structure on the mergers and acquisitions decisions in Brazilian firms. *RAUSP Management Journal*, 55(2), 227-245. <http://dx.doi.org/10.1108/RAUSP-11-2018-0124>.
- OTTO, F., SAMPAIO, J. O., & SILVA, V. A. B. (2021). Domestic and cross-border effect of acquisition announcements: A short-term study for developed and emerging countries. *Finance Research Letters*, 38, 101501. <http://dx.doi.org/10.1016/j.frl.2020.101501>.
- PALICH, L. E., & BAGBY, D. R. (1995). Using cognitive theory to explain entrepreneurial risk-taking: Challenging conventional wisdom. *Journal of Business Venturing*, 10(6), 425-438. [http://dx.doi.org/10.1016/0883-9026\(95\)00082-J](http://dx.doi.org/10.1016/0883-9026(95)00082-J).
- RANI, N., YADAV, S. S., & JAIN, P. K. (2012). The impact of domestic mergers and acquisitions on acquirer shareholders' wealth in India. *Global Journal of Flexible Systems Management*, 13(4), 179-193. <http://dx.doi.org/10.1007/s40171-013-0022-0>.
- ROLL, R. (1986). The Hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, 59(2), 197-216. <http://dx.doi.org/10.1086/296325>.
- SALES, A. C., & ZANINI, M. T. F. (2017). Investigando o fracasso em negociações de F&A: A perspectiva de negociadores no Brasil. *Revista de Administração*, 52(4), 467-478. <http://dx.doi.org/10.1016/j.rausp.2016.11.002>.
- SHLEIFER, A., & VISHNY, R. W. (2010). Unstable banking. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 306-318. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.10.007>.
- SHRIVASTAVA, P. (1986). Postmerger integration. *The Journal of Business Strategy*, 7(1), 65-76. <http://dx.doi.org/10.1108/eb039143>.
- SILVA, E. S., KAYO, E. K., & NARDI, R. Y. S. (2016). Governança corporativa e criação de valor em aquisições. *Revista de Gestão*, 23(3), 222-232. <http://dx.doi.org/10.1016/j.rege.2016.06.004>.
- SIMÕES, M. D., MACEDO-SOARES, T. D. L., KLOTZLE, M. C., & PINTO, A. C. F. (2012). Assessment of market efficiency in Argentina, Brazil and Chile: An event study of mergers and acquisitions. *Brazilian Administration Review*, 9(2), 229-245. <http://dx.doi.org/10.1590/S1807-76922012000200007>.
- SOUZA, J. G. M., & GARTNER, I. R. (2019). Market reaction to bank merger and acquisition events in Brazil: An analysis of the effects of market waves. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(80), 234-251. <http://dx.doi.org/10.1590/1808-057x201806320>.
- STEINBERG, F. (2009). *Governança corporativa e ganhos de sinergia de fusões e aquisições no Brasil* [Dissertação de mestrado]. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.
- TANURE, B., & CANÇADO, V. L. (2005). Fusões e aquisições: Aprendendo com a experiência brasileira. *Revista de Administração de Empresas*, 45(2), 10-22. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902005000200002>.
- VAN LELYVELD, I., & KNOT, K. (2009). Do financial conglomerates create or destroy value? Evidence for the EU. *Journal of Banking & Finance*, 33(12), 2312-2321. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.06.007>.
- WANG, Y., & YIN, S. (2018). CEO educational background and acquisition targets selection. *Journal of Corporate Finance*, 52(C), 238-259. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.08.013>.
- ZÁMBORSKÝ, P., YAN, Z. J., SBAĚ, E., & LARSEN, M. (2021). Cross-border M&A motives and home country institutions: Role of regulatory quality and dynamics in the Asia-Pacific Region. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(10), 468. <http://dx.doi.org/10.3390/jrfm14100468>.

Material Suplementar

Este artigo acompanha material suplementar.

Legenda S1. título/legenda do material.

Dado Suplementar 1 – Excel. Todas as transações de M&A entre 2002-2017.

Dado Suplementar 2 – DTA File. Base de dados para regressões.

Dado Suplementar 3 – DTA File. Base de dados para os gráficos.

Dado Suplementar 4 – DTA File. Base de dados para os gráficos.

Dado Suplementar 5 – Stata Dofile. Script para rodar as regressões e gráficos.

Este material está disponível como parte da versão online do artigo na página: <https://doi.org/10.7910/DVN/JHD0QO>

Agências de fomento:

Não teve apoio de agências de fomento.

Ciência aberta:

Gallucci Netto, Humberto; Brunassi, Vinicus, 2022, "Supplementary Data - Fusões e Aquisições em Períodos de Recessão", <https://doi.org/10.7910/DVN/JHD0QO>, Harvard Dataverse, V1.

Conflito de interesse:

Os autores não possuem conflito de interesse a declarar.

Copyrights:

A RBGN detém os direitos autorais deste conteúdo publicado.

Análise de plágio:

A RBGN realiza análise de plágio em todos seus artigos no momento da submissão e após a aprovação do manuscrito por meio da ferramenta iThenticate.

Autores:

1. Vinicius Augusto Brunassi Silva, Doutor, EAESP-FGV, São Paulo, Brasil.

E-mail: vinicius.brunassi@fecap.br

2. Humberto Gallucci Netto, Doutor, EAESP-FGV, São Paulo, Brasil.

E-mail: humberto.gallucci@unifesp.br

Contribuição dos autores:

1º autor: Definição do problema de pesquisa; Desenvolvimento das hipóteses ou questões de pesquisa (trabalhos empíricos); Desenvolvimento das proposições teóricas (ensaios teóricos); Fundamentação teórica/Revisão de literatura; Definição dos procedimentos metodológicos; Análise e interpretação dos dados; Revisão crítica do manuscrito; Redação do manuscrito.

2º autor: Definição do problema de pesquisa; Desenvolvimento das hipóteses ou questões de pesquisa (trabalhos empíricos); Desenvolvimento das proposições teóricas (ensaios teóricos); Definição dos procedimentos metodológicos; Coleta de dados; Análise estatística; Análise e interpretação dos dados; Revisão crítica do manuscrito.