



195

OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES: RELAÇÕES COM O DESEMPENHO DE EMPRESAS BRASILEIRAS DURANTE A PANDEMIA DE COVID-19

Bacharel/Bachelor Nhayara Ferreira Nunes Quirino¹, Doutor/Ph.D. Evelini Lauri Morri Garcia [ORCID iD](#)²

¹Universidade Estadual de Maringá - UEM, Cianorte, Paraná, Brazil. ²Universidade Estadual de Maringá, Cianorte, Paraná, Brazil

Bacharel/Bachelor Nhayara Ferreira Nunes Quirino

Programa de Pós-Graduação/Course

Curso de Graduação em Ciências Contábeis

Doutor/Ph.D. Evelini Lauri Morri Garcia

[0000-0003-4321-8643](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - PCO/UEM

Resumo/Abstract

As operações de fusões e aquisições são estratégias para as firmas se adaptarem às condições econômicas internas e externas, inclusive frente aos cenários de crise. O objetivo deste estudo foi analisar o desempenho em 2020 de empresas brasileiras listadas na B3 que realizaram F&A's antes e durante a pandemia de Covid-19. A amostra é composta por 248 empresas separadas em grupos sem e com realização de fusões e aquisições em 2020 e no período de 2016 a 2019. Os dados financeiros foram aplicados em modelos de regressão linear múltipla para testar as hipóteses do estudo. Os resultados indicaram que as empresas que realizaram fusões e aquisições em anos precedentes a pandemia (2016-2019) obtiveram desempenho operacional e econômico em 2020 melhor que as demais empresas. Contudo, as empresas que implementaram as mesmas operações no ano de 2020 não obtiveram resultados operacionais e econômicos distintos das demais empresas. Análises complementares indicaram que as fusões e aquisições estão associadas a uma possível instabilidade financeira nos anos seguintes a essas operações. Essas evidências contribuem com a literatura esclarecendo que as empresas que fazem fusões e aquisições estão mais preparadas para gerar resultados econômicos em períodos de crises após sedimentar as sinergias obtidas nessas operações. Contudo, o presente estudo indica que as fusões e aquisições não deveriam ser uma medida emergencial frente a uma crise caso a continuidade da empresa dependa exclusivamente de um resultado econômico imediato ou se os aspectos financeiros das empresas envolvidas estejam fragilizados, pois essa condição pode ser agravada.

Modalidade/Type

Iniciação Científica / Undergraduate Paper

Área Temática/Research Area

Contabilidade Financeira e Finanças (CFF) / Financial Accounting and Finance



OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES: RELAÇÕES COM O DESEMPENHO DE EMPRESAS BRASILEIRAS DURANTE A PANDEMIA DE COVID-19

Resumo

As operações de fusões e aquisições são uma estratégia para as firmas se adaptarem às condições econômicas internas e externas, inclusive frente aos cenários de crise. O objetivo deste estudo foi analisar o desempenho em 2020 de empresas brasileiras listadas na B3 que realizaram F&A's antes e durante a pandemia de Covid-19. A amostra é composta por 248 empresas separadas em grupos sem e com realização de fusões e aquisições em 2020 e no período de 2016 a 2019. Os dados financeiros foram aplicados em modelos de regressão linear múltipla para testar as hipóteses do estudo. Os resultados indicaram que as empresas que realizaram fusões e aquisições em anos precedentes a pandemia (2016-2019) obtiveram desempenho operacional e econômico em 2020 melhor que as demais empresas. Contudo, as empresas que implementaram as mesmas operações no ano de 2020 não obtiveram resultados operacionais e econômicos distintos das demais empresas. Análises complementares indicaram que as fusões e aquisições estão associadas a uma possível instabilidade financeira nos anos seguintes a essas operações. Essas evidências contribuem com a literatura esclarecendo que as empresas que fazem fusões e aquisições estão mais preparadas para gerar resultados econômicos em períodos de crises após sedimentar as sinergias obtidas nessas operações. Contudo, o presente estudo indica que as fusões e aquisições não deveriam ser uma medida emergencial frente a uma crise caso a continuidade da empresa dependa exclusivamente de um resultado econômico imediato ou se os aspectos financeiros das empresas envolvidas estejam fragilizados, pois essa condição pode ser agravada.

Palavras-chave: Fusões e aquisições; Covid-19; Crise; Desempenho.

1. Introdução

O ano de 2020 será marcado na história pela pandemia da Covid-19 que resultou em uma das crises econômicas mais severas desde a grande depressão em 1929 (Bauer, Friesl, & Dao, 2021). A incerteza sobre o avanço do vírus da Covid-19 causou volatilidade significativa na capacidade de gerar resultados em empresas de muitos setores (Tampakoudis, Noulas, Kiosses, & Drogalas, 2021) afetando as políticas de investimento e, conseqüentemente, a capacidade de crescimento e geração de desempenho empresarial (Amal, Blumenschein, & Vasconcellos, 2021). Apesar da potencialização das incertezas e dos riscos dos negócios durante a pandemia, o volume de fusões e aquisições (F&A's) permaneceu em alta no Brasil. A tendência de crescimento dos negócios estruturados por F&A's foi mantida, visto que no ano de 2020 ocorreram 1048 transações, representando um aumento de 48% em relação à média dos últimos 5 anos e de 14% em relação a 2019, quando houve 912 transações (PwC, 2021).

A contínua expansão das formalizações de F&A's é um indicativo de que essa é uma estratégia que as firmas estão recorrendo para se adaptarem às condições econômicas internas e externas (Camargos & Barbosa, 2010). As F&A's são buscadas porque proporcionam um mecanismo para as empresas se consolidarem, diversificarem seu portfólio ou adquirirem novas tecnologias e capacidades organizacionais para o

crescimento (Bauer *et al.*, 2021). Por meio dessas vantagens, as F&A's geram poder de mercado, ganhos tributários e obtenção de sinergias operacionais e financeiras (Camargos & Barbosa, 2010). Entretanto, as F&A's também podem gerar algumas desvantagens para as organizações envolvidas, como a dificuldade na alocação do capital quando essas operações têm a finalidade de subsidiar linhas de negócios deficitárias (Marta, Oliani, Oliveira, Santos, & Paschoalino, 2016).

Considerando as potenciais vantagens estratégicas ou dificuldades criadas pelas F&A's, estudos acadêmicos investigaram os seus efeitos no desempenho das empresas. Os resultados relatados são divergentes, pois, por um lado, há evidências de que as F&A's, quando realizadas entre empresas do mesmo segmento econômico, provocam um efeito positivo no desempenho das companhias adquirentes ou resultantes (Bomfim & Callado, 2016), assim como ocorreu na fusão entre a Sadia e a Perdigão no ano de 2011 que gerou uma valorização de 21% no preço de mercado das ações da empresa resultante (Assaf Neto, 2014). Por outro lado, há evidências da diminuição nos indicadores de liquidez no curto prazo após F&A's, por conta do aumento da necessidade de capital de giro (Vieira, Brito, Santana, Sanches, & Galdamez, 2017). Também há indícios de que não há aumento dos indicadores econômicos das empresas, contrariando os pressupostos teóricos de que as F&A's levam ao aumento da rentabilidade (Camargos & Barbosa, 2010).

Manter o desempenho diante do cenário econômico afetado pela pandemia da Covid-19 foi um desafio para as empresas. Considerando que a pandemia de Covid-19 teve uma força deterioradora da economia global, testando as estratégias das firmas (Amal *et al.*, 2021), e que as F&A's são estratégias buscadas com a finalidade de implementar adaptações às condições econômicas (Camargos & Barbosa, 2010), a pergunta que direciona este estudo é: Como foi o desempenho em 2020, em um cenário de crise, de empresas que realizaram F&A's antes e durante a pandemia de Covid-19?

O objetivo do presente estudo foi analisar o desempenho em 2020 de empresas brasileiras que realizaram F&A's antes e durante a pandemia de Covid-19. O estudo foi desenvolvido com 248 empresas de capital aberto listadas na B3 utilizando dados financeiros relativos aos anos de 2016 a 2020. Esse recorte temporal permitiu comparações entre resultados de períodos anteriores e no ano em que iniciou a pandemia, além de permitir espaço de tempo para testar relações de curto e médio prazo entre as operações de F&A's e o desempenho das empresas.

Os resultados encontrados são de que as empresas que realizaram operações de F&A's em anos precedentes à pandemia obtiveram melhores indicadores de desempenho em 2020, evidenciando que os efeitos das operações de F&A's tiveram tempo suficiente para se sedimentarem. A análise demonstrou que as empresas que realizaram F&A's no ano de 2020, após o início da pandemia, não obtiveram desempenho superior sugerindo que os processos de F&A não tiveram tempo suficiente para influenciar efetivamente os resultados econômicos. Isso demonstra que diante de um período de crise, as operações de F&A não foram capazes de acelerar os resultados ou minimizar as perdas. Análises complementares demonstraram que há uma relação negativa entre as operações de F&A's realizadas antes da pandemia e alguns aspectos financeiros, como a liquidez corrente e *cash holding* enquanto há uma relação positiva com o endividamento a curto a prazo. Dessa forma, a realização de F&A's está associada a uma possível instabilidade financeira nos anos seguintes a essas operações, condição que poderia agravar as dificuldades na gestão de empresas em um período de crise.

Os resultados apresentados reforçam os achados da literatura anterior, especialmente sobre o tempo necessário para que o desempenho econômico das empresas seja influenciado pelas operações de F&A. Entretanto, este estudo contribui principalmente ao demonstrar como as F&A's afetam as empresas inseridas em um ambiente de crise, demonstrando os benefícios no âmbito econômico, evidenciando ausência de efeitos no curto prazo e relatando efeitos negativos quanto aos aspectos financeiros que se mostraram mais graves em comparação às empresas que não realizaram operações de F&A's.

2. Referencial Teórico

2.1 Fusões e Aquisições

As F&A's representam formas de reorganização societária. Uma fusão ocorre quando duas ou mais empresas se unem formando uma nova e única empresa (Assaf Neto, 2014). A literatura relata quatro tipos de fusões: (i) horizontal, (ii) vertical, (iii) congênere e (iv) conglomerado. A fusão horizontal envolve empresas do mesmo setor ou segmento de negócios com o objetivo de ganhar maior participação de mercado, como por exemplo, a fusão do Itaú com o Unibanco (Assaf Neto, 2014). A fusão vertical ocorre quando envolve firmas em diferentes estágios de produção, com o objetivo de absorver os processos sequenciais ao longo da cadeia produtiva (Santos, Calegario, & Carvalho, 2018), por exemplo, a fusão de uma empresa produtora de etanol com uma distribuidora de combustíveis para gerar ganhos de escala (Assaf Neto, 2014). A fusão congênere é uma reorganização societária que tem como objetivo algum tipo de sinergia em seus negócios, são empresas relacionadas em algum setor, com linhas de negócios diferentes, mas não se enquadram em uma fusão horizontal ou vertical (Assaf Neto, 2014). O tipo conglomerado é uma fusão que abrange empresas em atividades e negócios não relacionados entre si, fora de seu âmbito de atuação (Santos *et al.*, 2018) para obter aproveitamento de oportunidades de investimentos e diversificação dos negócios (Assaf Neto, 2014).

As aquisições representam a compra de uma empresa por outra de forma que a adquirente é maior que a empresa adquirida (Santos *et al.*, 2018). Existem 3 modalidades de aquisições, sendo (i) aquisição total ou parcial de ações; (ii) aquisição de ativos; e, (iii) fusão ou consolidação. A aquisição de ações ocorre quando uma empresa compra ações com direito a voto da outra empresa. A aquisição de ativos existe quando uma empresa compra todos os ativos de outra empresa, sendo necessário que os acionistas da empresa vendedora aprovem formalmente a operação. Já a fusão ou consolidação ocorre quando a adquirente assume todos os ativos e passivos da adquirida de forma que as duas firmas se tornam uma única empresa (Ferreira & Callado, 2015).

Uma reorganização societária por meio de F&A's pode ser realizada com um objetivo estratégico e econômico-financeiro, buscando controle de mercado corporativo (Bomfim & Callado, 2016) e elevação da sua capacidade de produção, comercialização e influência sobre o mercado (Ferreira & Callado, 2015). Além desses fatores, as operações de F&A são uma maneira de reestruturar empresas a fim de obterem maior crescimento, se tornarem mais competitivas e aproveitarem oportunidades, tais como o ingresso em novos mercados e a realização de novos investimentos (Vieira *et al.*, 2017).

A literatura evidencia que empresas que realizam F&A's apresentam taxas de sobrevivência aumentada (Bauer *et al.*, 2021). Nessas operações, as empresas buscam



sinergias, que é a capacidade de se tornar mais lucrativas em conjunto do que separadamente. Dentre as principais fontes de sinergias entre empresas foram encontrados benefícios fiscais e redução do custo de capital (Vieira *et al.*, 2017). Destaca-se também como benefícios das operações das F&A's o acesso a novos mercados, tecnologias e competências, maior poder econômico e de competição, melhoria da eficiência administrativa e operacional e também a diminuição do risco operacional e financeiro (Vigliani, Carvalho, Benedicto, & Prado, 2018). Mais um dos motivos pela qual uma empresa pode optar pelo processo de F&A é a alternativa à falência quando há dificuldades financeiras porque tal operação pode gerar mais rentabilidade e alavancagem operacional (Pessanha, Lopes, Calegario, Safadi, & Bernardo, 2019).

Comumente, o principal motivo pelo qual as empresas buscam as F&A é a finalidade estratégica de proporcionar ampliação da sua participação no mercado consumidor (Araújo, Silva, Sá e Silva, Pereira, & Vaz, 2017). Por exemplo, a compra da Amazônia Celular e Brasil Telecom pela Oi S/A, entre 2007 e 2008, possibilitou prestação de serviços em todas as regiões do país, gerando competitividade, sinergia e redução de custos. Em 2015, a Oi fez aliança com a Souza Cruz buscando redução de custos operacionais e geração de valor com a promessa de ampliar ainda mais sua competitividade no mercado de telecomunicações. Contudo, em 2016, a Oi entrou com pedido de Recuperação Judicial porque as operações de F&A's praticadas nos anos anteriores desencadearam o aumento de dívida de longo prazo para cumprir as obrigações de curto prazo. O mercado reagiu a essa situação com uma relevante desvalorização das ações (Araújo *et al.*, 2017). Sendo assim, o caso da Oi é conflitante com os principais argumentos da literatura que defendem e apresentam apenas aspectos positivos das F&A's (Pessanha *et al.*, 2019). Salienta-se também que, ao fazer a consolidação das demonstrações contábeis, a empresa adquirente incorpora a situação patrimonial e financeira da empresa adquirida. Isso podem fragilizando a situação financeira da adquirente, pois algumas empresas podem sair de uma situação financeira sólida para uma situação financeira insatisfatória (Vieira *et al.*, 2017).

A literatura converge no sentido de que a alavancagem e a rentabilidade não apresentam aumentos significativos no curto prazo com as F&A's. Também há evidências de que as F&A's tendem a provocar um desequilíbrio financeiro no curto prazo por causa da demanda de maior volume de recursos próprios e de terceiros para pagar pela F&A. Apesar dessas evidências, a literatura justifica que tal condição não deve ser avaliada negativamente porque se espera que por volta de 2 anos após a operação haverá compensação por meio da elevação da sinergia (Carmargos & Barbosa, 2010; Vieira *et al.*, 2017).

2.2 Ambiente de Crise

As crises ocorrem por diversos motivos, possuem diferentes origens e se diferem também em suas consequências. Portanto, cada crise possui características peculiares e individuais (Couto, Fabiano, & Ribeiro, 2012). Por exemplo, a crise dos *subprimes* em 2008 teve como contexto o segmento de hipotecas de alto risco do mercado imobiliário norte-americano decorrentes de uma cadeia de empréstimos baseados em devedores insolventes, ou seja, que não conseguiam cumprir suas obrigações. As consequências dessa crise foram a falência seguida de aquisições de diversos bancos, falta de disponibilidade de capital e alta do dólar gerando forte influência negativa sobre a economia mundial (Maranho, Fonseca & Frega, 2016; Ribeiro, Scherer, & Silva, 2016).



Um dos primeiros efeitos perceptíveis dessa crise no Brasil foi a saída de capital estrangeiro para uma tentativa de recompor as perdas sofridas pelos investidores nos principais mercados financeiros do mundo, dado a alta do dólar e uma queda significativa no preço das *commodities* (Maranho *et al.*, 2016).

Apesar de não ser possível prever a ocorrência de crises, as organizações precisam estar preparadas para as possíveis situações de instabilidade para minimizar os danos. Para isso, as organizações devem possuir uma gestão estratégica de recursos e serem capazes de gerar e sustentar a sua vantagem competitiva. Empresas que operam com grandes saldos de capital de giro podem necessitar de financiamento durante o processo de adaptação em uma crise. As companhias de capital aberto podem ser ainda mais afetadas pelo ambiente de crise do que as demais empresas, pois uma crise financeira não afeta apenas um setor específico, mas sim o mercado como um todo gerando reflexo também no valor de mercado (Ribeiro *et al.*, 2016).

Em pequenas empresas a crise afeta diretamente a perda de receita, e, por serem mais vulneráveis, muitas vezes são levadas à uma liquidação. As grandes empresas, por sua vez, encontram mais opções disponíveis para obter acesso a capital, especialmente porque podem recorrer a uma reorganização societária. Estima-se que 80% das empresas com um passivo acima de 500 milhões de dólares terminam com uma reorganização societária (Greenwood, Iverson, & Thesmar, 2020).

A pandemia da Covid-19 é uma crise sanitária com severos desdobramentos econômicos. Houve um grande choque econômico que afetou as empresas, impondo mudanças por meio de reestruturação de setores e processos de integração digital para que houvesse oportunidade de manter sua sobrevivência (Greenwood *et al.*, 2020; Amal *et al.*, 2021). Ou seja, as consequências da crise gerada pela pandemia de Covid-19 estão diretamente ligadas a economia e às finanças, pois causou um impacto imediato na oferta e na demanda a nível global, gerando desemprego e diminuição da renda. Os efeitos econômicos dessa crise prejudicaram os investimentos e consequentemente a lucratividade e o crescimento das empresas (Amal *et al.*, 2021).

A atividade de F&A se dá em ondas, cuja intensidade aumenta e diminui seus impactos sobre a economia conforme mais ou menos operações dessa natureza ocorrem (Camargos & Barbosa, 2010). Após a crise ocasionada pela Covid-19, há a expectativa de que os custos de uma transação de aquisição serão afetados de forma que atender ao novo normal das F&A's devida à diligência cultural e planejamento de integração ocasionará uma série de implicações devido ao aumento de incertezas. Para ajudar o mercado de F&A's se recuperar, uma maior confiança em estratégias novas e emergentes será necessária para conduzir uma diligência cultural eficaz neste novo cenário encontrado (Siebecker & Lozano, 2020)

2.3 Hipóteses

Sugerimos nesse estudo que as empresas que realizaram F&A's antes da pandemia apresentaram desempenho melhor que as demais empresas. Nossa expectativa se apoia na discussão teórica dos estudos anteriores que defenderam que as F&A's geram benefícios como maior rentabilidade e alavancagem operacional resultantes do acesso a novos mercados, maior poder econômico, diminuição do risco operacional e financeiro e uma eficiência administrativa ao longo dos anos subsequentes à operação (Viglioni *et al.*, 2018; Pessanha *et al.*, 2019). Estudos anteriores demonstraram evidências empíricas de que os resultados das F&A's podem ocorrer por volta de dois anos após a operação,



quando os seus desdobramentos podem estar totalmente incorporados nas atividades da empresa (Camargos & Barbosa, 2010; Cui & Leung, 2020).

Apesar dos estudos anteriores não discutirem os efeitos das F&A's no desempenho das firmas em ambientes de crise, esperamos encontrar efeitos importantes durante o período da pandemia quando essas operações foram realizadas em anos anteriores. A literatura relata que organizações que possuem mecanismos eficazes de governança corporativa e realizam uma reestruturação societária ampliam a capacidade de se recuperar de crises que desestabilizam o mercado de ações (Maranho *et al.*, 2016). Isso ocorre porque as empresas que passam por processos de reestruturação e reorganização revisitam suas ações gerenciais frente às atuais condições de mercado ficando mais aptas a enfrentar adversidades inesperadas (Camargos & Barbosa, 2010). Portanto, sugerimos que:

H₁: *Empresas que realizaram F&A's nos anos precedentes apresentaram desempenho melhor que as demais empresas durante a pandemia.*

Esperamos que as empresas que realizaram F&A's durante a pandemia apresentaram desempenho melhor que as demais empresas. Apresentamos essa expectativa porque as F&A's são um meio de proporcionar adaptações econômicas às condições econômicas vivenciadas (Camargos & Barbosa, 2010). O corte de custos e despesas é considerado ineficaz diante de um choque econômico enquanto a remodelagem das operações tem maior potencial de manter ou elevar o desempenho principalmente quando há reestruturação de ativos (Koh, Durand, Dai & Chang, 2015).

Apesar da literatura demonstrar que os efeitos econômicos das F&A's ocorrem no longo prazo (Vieira *et al.*, 2017; Pereira, 2018), estudos mais recentes apontaram que novos processos de investigação de uma oportunidade de negócio estão levando a decisões mais assertivas, ampliando a avaliação dos riscos da transação e promovendo decisões mais inteligentes e rápidas em todo o ciclo de F&A's (Siebecker & Lozano, 2020). O uso da inteligência artificial, por exemplo, que já era realidade antes do surgimento da Covid-19, se intensificou permitindo que as empresas se adaptassem rapidamente aos desafios trazidos pela pandemia, auxiliando inclusive nas decisões de novos negócios (Siebecker & Lozano, 2020).

Ainda que nem todas as F&A's ocorridas durante a pandemia tenham acessado modernos recursos tecnológicos na avaliação das suas operações, ainda esperamos que o cenário de crise tenha desestabilizado menos as empresas que passaram por esse processo, visto que as operações de F&A's são precedidas por rigorosas avaliações e se preparam para esse evento cujos benefícios podem ser estendidos para os períodos de crise. Durante um período de choque econômico, as reestruturações societárias podem gerar benefícios imediatos ao diminuir os riscos envolvidos na obtenção de crédito (Kang, Lee, & Na, 2010). Há evidências em estudos anteriores de que as F&As realizadas durante uma crise financeira são mais rentáveis do que aquelas implementadas antes e/ou após a crise porque as sinergias podem ser antecipadas, especialmente quando essas operações são realizadas entre empresas do mesmo setor, do mesmo país e que já mantenham relações amigáveis (Rao-Nicholson, Salabar, & Cao, 2016). Assim, esperamos que:

H₂: *Empresas que realizaram F&A's durante a pandemia apresentaram desempenho melhor que as demais empresas neste mesmo período.*

3. Metodologia

3.1 Amostra e dados do estudo

A amostra do estudo é composta por 248 companhias listadas no Brasil Bolsa Balcão (B3) distribuídas entre os setores econômicos demonstrados na Tabela 1. A amostra final não contempla empresas dos setores financeiros, seguradoras e *holdings* porque seguem regras contábeis específicas. Pode-se observar que o tipo de fusão que mais ocorre entre as empresas listadas na B3 é horizontal, indicando que a principal motivação das empresas da B3 ao realizar operações de F&A's é ampliar participação no mercado.

Tabela 1. Número de empresas da amostra por setor econômico da B3.

Setor	Quantidade de Companhias
Bens Industriais	52
Comunicações	4
Consumo Cíclico	64
Consumo Não Cíclico	18
Materiais Básicos	24
Petróleo, Gás, Biocombustíveis	9
Saúde	14
Tecnologia da Informação	5
Utilidade Pública	58
Total	248

Nota. Elaborado pela autora (2022).

Os dados de natureza financeira foram obtidos das demonstrações do exercício de 2020 extraídos da plataforma Economática. Os anúncios das operações de F&A's realizadas de 2016 a 2020 foram identificados nos relatórios de fatos relevantes divulgados pelas companhias disponíveis publicamente no *site* da B3. Identificamos 113 operações realizadas por 64 empresas no período predecessor da pandemia (2016-2019) e 32 operações de 19 empresas durante a pandemia (2020).

3.2 Variáveis do estudo

O desempenho das empresas é a variável dependente do modelo teórico. A análise principal utilizou o desempenho medido por meio de indicadores de rentabilidade (Margem *EBIT* – *Earnings Before Interest and Taxes*, ROA - *Return on Assets*, ROE – *Return on Equity* e Margem Líquida); de eficiência operacional (Margem Bruta); e de criação de valor aos investidores (Q de Tobin).

A margem *EBIT* mede a lucratividade operacional de empresas permitindo avaliar a eficiência operacional de um negócio. O ROA, ou retorno sobre o ativo, é um índice de rentabilidade que demonstra quanto uma empresa é rentável em relação ao seu conjunto de ativos. O ROE, ou retorno sobre patrimônio líquido, é um indicador da eficiência das empresas na geração de lucro a partir dos seus ativos residuais. A margem líquida indica a eficiência da empresa em converter receitas de venda em lucro. A margem bruta representa quanto a empresa lucra apenas com a venda de seus produtos. Por fim, a variável Q de Tobin mede a criação de valor de uma empresa ao demonstrar a relação existente entre o valor de mercado das empresas e o custo de reposição do capital (Kammler & Alves, 2009, Martínez-Sola, García-Teruel, & Martínez-Solano, 2013).

Com a finalidade de ampliar a compreensão do contexto estudado nesta pesquisa, optamos por realizar análises complementares do desempenho empresarial por meio de outros indicadores de desempenho operacional, como o giro do ativo, e de aspectos financeiros como a liquidez corrente, a alavancagem financeira, o endividamento de curto prazo e total e os níveis de *cash holding*. Os dados utilizados na construção dessas variáveis estão demonstrados na Tabela 2.

A variável preditora, ou seja, a variável independente, do modelo teórico corresponde a identificação da ocorrência de F&A's durante a pandemia ou nos anos anteriores à pandemia, assumindo então duas variáveis independentes. A variável F&A_AP identifica as operações ocorridas antes da pandemia (2016-2019) e F&A_DP identifica as operações ocorridas durante a pandemia (2020). Essas duas variáveis são categóricas *dummies*, de forma que as empresas que realizaram F&A's no período delimitado pela pesquisa receberam a codificação 1, enquanto para as demais empresas que não realizaram tais operações foi atribuído o código 0.

Para a análise principal utilizamos como variáveis de controle o giro do ativo, liquidez corrente, alavancagem, tamanho, setor das firmas, governança corporativa e tempo de listagem. A variável tamanho é representada pelo logaritmo do ativo total e a variável de setor corresponde ao grupo de atividades que a companhia está enquadrada na B3, sendo multicategórica e considerando que as empresas da amostra estão distribuídas em 9 distintos setores: Petróleo, Gás e Combustível; Materiais Básicos; Bens Industriais; Consumo não Cíclico; Consumo Cíclico; Saúde; Tecnologia da Informação; Comunicação e Utilidade Pública. A governança corporativa se refere ao nível de listagem da empresa na B3 e o tempo de listagem se refere a quantidade de anos que a empresa está listada na B3. Para a análise complementar, as variáveis de controle são o tamanho, setor das firmas, governança corporativa e tempo de listagem.

Tabela 2. Variáveis do estudo

Variável	Mensuração	Tipo	Dados	Fonte
Margem EBIT	EBIT dividido pela receita líquida	Dependente	Economática	Bomfim & Callado, (2016); Santos <i>et al.</i> , (2018)
Retur on Assets (ROA)	Lucro líquido dividido pelo ativo total	Dependente	Economática	Bomfim & Callado, (2016); Camargos & Barbosa, (2010)
Return on Equity (ROE)	Lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido	Dependente	Economática	Vieira <i>et al.</i> , (2017); Camargos & Barbosa, (2010)
Margem Líquida	Lucro líquido dividido pela receita líquida	Dependente	Economática	Camargos & Barbosa, (2010)
Margem Bruta	Lucro bruto dividido pela receita líquida	Dependente	Economática	Camargos & Barbosa, (2010)
Q de Tobin	Valor de mercado somado ao passivo circulante e não circulante, menos ativo circulante, dividido pelo ativo	Dependente	Economática	Bauer <i>et al.</i> , (2021); Camargos e Barbosa (2009)
Fusões e Aquisições realizadas antes da pandemia (F&A_AP)	Variável <i>dummy</i> em que 0 é ausência e 1 é presença de F&A_AP	Independente	B3 - Fato Relevante	Camargos & Barbosa, (2010); Santos <i>et al.</i> , (2018)
Fusões e Aquisições realizadas durante a pandemia (F&A_DP)	Variável <i>dummy</i> em que 0 é ausência e 1 é presença de F&A_DP	Independente	B3 - Fato Relevante	Camargos & Barbosa, (2010); Santos <i>et al.</i> , (2018)

Giro do Ativo	Receita líquida dividido pelo ativo total	Dependente/Controle	Econômática	Vieira <i>et al.</i> , (2017)
Liquidez Corrente	Ativo circulante dividido pelo passivo circulante	Dependente/Controle	Econômática	Araújo, da Silva, & Carmona, (2017)
Alavancagem Financeira	Soma de empréstimos e financiamentos a curto e longo prazo dividido pelo ativo total	Dependente/Controle	Econômática	Vieira <i>et al.</i> , (2017); Barros, Cárdenas & Mendes-Da-Silva, (2021)
Endividamento CP	Passivo circulante dividido pelo ativo	Dependente	Econômática	Bomfim & Callado, (2016)
Endividamento Total	Passivo circulante somado ao passivo não circulante dividido pelo ativo	Dependente	Econômática	Bomfim & Callado, (2016)
Cash Holding	Caixa e equivalente de caixa dividido pela receita	Dependente	Econômática	Martínez-Sola <i>et al.</i> , (2013); Dittmar, & Mahrt-Smith, (2007)
Tamanho	Logaritmo natural do ativo total	Controle	Econômática	Camargos & Barbosa, (2010); Santos <i>et al.</i> , (2018)
Sector	Sector da companhia na B3	Controle	Econômática	Bomfim & Callado, (2016)
Governança Corporativa	Nível de listagem da empresa na B3	Controle	Econômática	Camargo (2018)
Tempo de Listagem	Quantidade de anos que a empresa está listada na B3	Controle	Econômática	Camargo (2018)

Nota. Elaborado pela autora (2022).

3.3 Modelo do estudo

Para fazer os testes das hipóteses, foi utilizado o método de regressão linear múltipla, permitindo analisar o desempenho das companhias no ano 2020, primeiro ano da pandemia, considerando a presença (ausência) de F&A's no mesmo ano ou em anos anteriores. Foi utilizado o modelo proposto na Equação 1 para avaliar a relação entre a presença de F&A's e o desempenho das companhias:

$$Desempenho_i = \beta_0 + \beta_1 F\&A_i + \beta_2 Controles_i + \varepsilon_i \quad \text{Equação (1)}$$

$Desempenho_i$ é o desempenho da companhia i no ano t em distintas perspectivas conforme demonstrado na Tabela 3. $F\&A_i$ é mensurada por meio de variável *dummy* que assume o valor de 0 caso a companhia não possua F&A ou assume o valor de 1 caso exista presença da operação. Quando a análise de desempenho se referir ao desempenho das empresas que realizaram operações de F&A's nos 4 anos anteriores a pandemia (2016-2019) utilizamos a variável F&A_AP. Quando a análise se referir ao desempenho das empresas que realizaram F&A's durante a pandemia (2020), utilizamos a variável F&A_DP. $Controles_i$ são as variáveis de controle do modelo.

Tabela 3. Variáveis dependentes em cada modelo

Variável Dependente	Modelo	Análise
Margem EBIT	Modelo 1	Principal
Return on Assets (ROA)	Modelo 2	
Return on Equity (ROE)	Modelo 3	
Margem Líquida	Modelo 4	
Margem Bruta	Modelo 5	
Q de Tobin	Modelo 6	
Giro do Ativo	Modelo 7	Complementar
Liquidez Corrente	Modelo 8	
Alavancagem	Modelo 9	
Endividamento Curto Prazo	Modelo 10	
Endividamento Total	Modelo 11	
Cash Holdings	Modelo 12	

Nota: Elaborado pela autora (2022).

4. Análise dos Resultados

A Tabela 4 apresenta a matriz de correlação e a estatística descritiva das variáveis do estudo. Na matriz de correlação nota-se que a variável a variável F&A_AP está correlacionada positivamente com a margem EBIT ($r=0,13$, $p<0,1$), ROA ($r=0,13$, $p<0,05$), com a margem líquida ($r=0,13$, $p<0,05$) e com o tamanho das empresas ($r=0,26$, $p<0,001$). Isso significa que esses indicadores de desempenho são maiores em empresas que realizaram F&A antes do início da pandemia em comparação as empresas que não fizeram. A variável F&A_AP ainda está relacionada negativamente com o nível de governança corporativa ($r=-0,30$, $p<0,001$) e com o tempo de listagem das empresas ($r=-0,15$, $p<0,05$) indicando que as empresas que realizaram F&A antes do início da pandemia têm menores níveis de governança corporativa e menor tempo de listagem na B3.

A variável F&A_DP possui correlação positiva com o ROE ($r=0,11$, $p<0,1$), com a liquidez corrente ($r=0,11$, $p<0,05$), com a governança corporativa ($r=-0,30$, $p<0,001$) e com o tamanho da empresa ($r=0,11$, $p<0,1$). Isso demonstra que as empresas que realizaram F&A durante a pandemia têm maiores níveis de ROE e liquidez corrente, são maiores e estão nos mais altos níveis de governança corporativa.

Tabela 4. Matriz de correlação e estatística descritiva

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)
(1) F&A_AP	1,00																
(2) F&A_DP	0,25***	1,00															
(3) Margem EBIT	0,13↓	-0,01	1,00														
(4) ROA	0,13*	0,03	0,84***	1,00													
(5) ROE	-0,10	0,11↓	0,29***	0,18**	1,00												
(6) Margem Líquida	0,13*	0,06	0,69***	0,76***	0,17**	1,00											
(7) Margem Bruta	0,05	0,08	0,29***	0,27***	-0,01	0,20**	1,00										
(8) Q de Tobin	0,05	-0,02	-0,15	-0,35***	0,07	-0,27***	0,19**	1,00									
(9) Giro do Ativo	0,09	-0,03	0,32***	0,18**	0,25***	0,25***	-0,27***	0,03	1,00								
(10) Liquidez Corrente	-0,06	0,11↓	0,22***	0,33***	-0,10	0,26***	0,10	0,29***	0,01	1,00							
(11) Alavancagem	-0,07	-0,05	-0,18**	-0,42***	-0,05	-0,33***	0,03	0,29***	0,12↓	-0,35***	1,00						
(12) Endividamento 1	0,11↓	-0,10	-0,32***	-0,48***	0,06	-0,43***	-0,07	0,51***	-0,1	-0,51***	0,42***	1,00					
(13) Endividamento 2	-0,12↓	-0,10	-0,44***	-0,68***	0,04	-0,52***	-0,07	0,51***	-0,06	-0,51***	0,56***	0,82***	1,00				
(14) Cash Holdings	-0,05	0,08	-0,13*	0,02	-0,17**	-0,01	0,18**	-0,11	-0,37***	0,21***	-0,12↓	-0,18**	-0,18**	1,00			
(15) Gov. Corporativa	-0,30***	0,24***	-0,06	-0,00	-0,11↓	0,05	-0,03	-0,14*	-0,02	0,24***	-0,04	-0,15*	-0,12↓	0,06	1,00		
(16) Tempo de Listagem	-0,15*	-0,08	0,02	-0,01	0,05	-0,04	-0,07	0,01	0,17	-0,06	-0,00	0,21***	0,15	-0,22***	-0,13*	1,00	
(17) Tamanho	0,26***	0,11↓	0,11↓	0,20**	-0,05	0,23***	0,01	-0,31***	-0,11↓	0,03	-0,13↓	-0,40***	-0,36***	0,15*	0,40***	-0,09	1,00
N	248	248	248	248	248	248	248	206	248	248	248	248	248	248	248	247	248
Média	0,26	0,08	0,06	0,00	0,13	-0,12	0,32	1,43	0,56	1,63	0,36	0,39	0,88	0,20	0,53	25,94	14,98
Desvio Padrão	0,44	0,27	0,11	0,14	0,43	0,73	0,20	1,30	0,38	1,06	0,31	0,46	0,76	0,21	0,50	16,84	1,97
Mínimo	0,00	0,00	-0,28	-0,58	-1,36	-3,35	-0,09	0,19	0,03	0,04	0,00	0,07	0,22	0,00	0,00	2,00	9,37
Máximo	1,00	1,00	0,27	0,19	1,46	0,55	0,87	6,56	1,65	4,78	1,63	2,34	4,11	0,90	1,00	78,00	20,71

Nota. *** sig. < 0,001, ** sig. < 0,01, * sig. < 0,05, ↓ sig. < 0,1

Tabela 5. Relação das operações F&A antes e durante a pandemia e o desempenho das firmas

	Painel A: Operações F&A realizadas antes da pandemia											
	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6	
	Margem EBIT		ROA		ROE		Margem Líquida		Margem Bruta		Q de Tobin	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
F&A_AP	0,03*	2,19	0,03*	2,12	-0,12	-1,54	0,12↓	1,70	0,05↓	1,65	0,26	1,26
Controles												
Giro do Ativo	0,08***	4,03	0,04↓	1,80	0,30**	3,53	0,49**	3,22	-0,16***	-4,26	0,09	0,28
Liquidez Corrente	0,03***	4,33	0,04***	4,64	-0,03	-1,24	0,16***	4,36	0,03*	2,51	-0,24**	-3,14
Alavancagem	-0,02	-0,84	-0,14**	-3,42	0,02	0,23	-0,53*	-2,42	0,04	0,65	0,93*	2,30
Governança Corporativa	-0,02	-1,19	-0,02	-0,90	0,02	0,29	-0,01	-0,13	-0,02	-0,76	-0,15	-0,89
Tempo de Listagem	0,00	0,41	0,00	1,12	-0,00	-0,27	-0,00	-0,39	0,00	0,69	-0,01	-0,97
Tamanho	0,00	1,08	0,01	1,64	-0,01	-0,76	0,05↓	1,80	-0,01	0,69	-0,19**	-3,02
Constante	-0,06	-0,99	-0,17↓	-1,80	0,23	0,80	-1,20*	-2,49	0,37**	2,90	4,54***	4,53
Controle por Setor	Sim		Sim		Sim		Sim		Sim		Sim	
Observações N	247		247		247		247		247		205	
Teste F	7,87***		6,93***		2,77***		4,25***		2,87***		4,80***	
R ²	0,36		0,39		0,14		0,33		0,16		0,24	
	Painel B: Operações F&A realizadas durante a pandemia											
	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6	
	Margem EBIT		ROA		ROE		Margem Líquida		Margem Bruta		Q de Tobin	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
F&A_DP	-0,01	-0,53	-0,01	-0,72	-0,09	-0,93	0,11	1,23	0,04	1,17	0,08	0,41
Controles												
Giro do Ativo	0,07***	4,29	0,05↓	1,96	0,28**	3,44	0,51**	3,28	-0,15***	-4,05	0,13	0,41
Liquidez Corrente	0,03***	4,12	0,04***	4,59	-0,02	-0,88	0,15***	4,15	0,02*	2,26	-0,26**	-3,40
Alavancagem	-0,02	-0,94	-0,14**	-3,48	0,03	0,32	-0,54*	-2,45	0,03	0,60	0,91*	2,22
Governança Corporativa	-0,01	-0,75	-0,01	-0,52	0,01	0,11	0,00	0,00	-0,02	-0,61	-0,12	-0,68
Tempo de Listagem	0,00	0,24	0,00	0,98	-0,00	-0,11	-0,00	-0,48	0,00	0,58	-0,01	-1,15
Tamanho	0,00	1,38	0,01↓	1,84	-0,01	-0,89	0,06↓	1,89	-0,00	-0,52	-0,18**	-2,82
Constante	-0,07	-1,13	-0,18↓	-1,90	0,26	0,86	-1,23*	-2,52	0,36**	2,77	4,49***	4,42
Controle por Setor	Sim		Sim		Sim		Sim		Sim		Sim	
Observações N	247		247		247		247		247		205	
Teste F	7,18***		6,99***		2,70***		4,12***		2,86***		6,07***	
R ²	0,35		0,39		0,13		0,33		0,15		0,24	

Nota. *** sig. < 0,001, ** sig. < 0,01, * sig. < 0,05, ↓ sig. < 0,1.



Utilizamos a equação 1 como base para o modelo econométrico com controles para os setores. Testamos as hipóteses do estudo (análise principal) por meio de 6 modelos especificados nas Tabela 5 que apresentam, respectivamente, as relações entre a realização de operações de F&A's antes da pandemia (2016-2019) e durante a pandemia (2020) e o desempenho das companhias da amostra.

A hipótese H₁ sugere que empresas que realizaram F&A's nos anos precedentes apresentaram desempenho melhor que as demais empresas durante a pandemia. Os resultados mostram que as empresas que realizaram operações de F&A's antes da pandemia obtiveram melhores indicadores de desempenho em 2020 medidos pela margem EBIT (modelo₁: $\beta_1 = 0,03$, $p < 0,05$), pelo ROA (modelo₂: $\beta_1 = 0,03$, $p < 0,05$), pela margem líquida (modelo₄: $\beta_1 = 0,12$, $p < 0,1$) e pela margem bruta (modelo₅: $\beta_1 = 0,05$, $p < 0,1$). As variáveis ROE (modelo₃: $\beta_1 = -0,12$, $p = n.s.$) e Q de Tobin (modelo₆: $\beta_1 = -0,26$, $p = n.s.$) não se mostraram significativamente relacionadas com F&A_AP. Tais resultados sustentam parcialmente H₁.

A hipótese H₂ propõe que as empresas que realizaram F&A's durante a pandemia (2020) apresentaram desempenho melhor que as demais empresas neste mesmo período. Os resultados mostram que as empresas que realizaram operações de F&A's no ano de 2020 obtiveram indicadores de desempenhos como Margem EBIT (modelo₁: $\beta_1 = -0,01$, $p = n.s.$), ROA (modelo₂: $\beta_1 = -0,01$, $p = n.s.$) e ROE (modelo₃: $\beta_1 = -0,09$, $p = n.s.$) negativos. As variáveis Margem Líquida (modelo₄: $\beta_1 = 0,11$, $p = n.s.$), Margem Bruta (modelo₅: $\beta_1 = 0,04$, $p = n.s.$) e Q de Tobin (modelo₆: $\beta_1 = 0,08$, $p = n.s.$) apresentam resultados positivos. Contudo, nenhuma variável se mostrou significativamente relacionada com a F&A_DP, portanto os resultados não sustentam H₂.

Realizamos análises complementares com a finalidade de compreender se mais aspectos de desempenho das empresas estão relacionados com as operações de F&A's. Os resultados apontam que as empresas que realizaram operações de F&A antes da pandemia obtiveram maior eficiência no giro de seus ativos (modelo₇: $\beta_1 = 0,10$, $p < 0,05$). Em seus aspectos financeiros, o coeficiente do índice de liquidez corrente (modelo₈: $\beta_1 = -0,41$, $p < 0,001$) e do nível de *cash holding* (modelo₁₂: $\beta_1 = -0,07$, $p < 0,05$) estão negativamente relacionados com as operações de F&A's. O endividamento a curto prazo apresenta relação positiva com as F&A's (modelo₁₀: $\beta_1 = 0,03$, $p < 0,01$) e os índices de alavancagem (modelo₉: $\beta_1 = -0,01$, $p = n.s.$) e endividamento total (modelo₁₁: $\beta_1 = 0,05$, $p = n.s.$) não se mostraram significativamente relacionados com a variável F&A_AP.

Para as empresas que realizaram operações de F&A durante a pandemia, a análise complementar mostrou que o endividamento a curto prazo está negativamente relacionado com a variável F&A_DP (modelo₁₀: $\beta_1 = -0,10$, $p < 0,1$). Os demais indicadores não apresentam relação significativa com as variáveis dependentes (modelo₇: $\beta_1 = -0,10$, $p = n.s.$; modelo₈: $\beta_1 = 0,17$, $p = n.s.$; modelo₉: $\beta_1 = -0,02$, $p = n.s.$; modelo₁₁: $\beta_1 = -0,08$, $p = n.s.$; modelo₁₂: $\beta_1 = 0,05$, $p = n.s.$).

Tabela 6. Relação das operações F&A antes e durante a pandemia e o desempenho das firmas

Painel A: Operações F&A realizadas antes da pandemia												
Análise Complementar	Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
	Giro do Ativo		Liquidez Corrente		Alavancagem		Endividamento CP		Endividamento Total		Cash Holding	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
F&A_AP	0,10*	2,07	-0,41***	-3,25	-0,01	-0,33	0,03**	0,61	0,05	0,55	-0,07*	-2,12
Controles												
Governança Corporativa	-0,03	-0,52	0,55	3,49	0,04	0,87	0,00	0,03	0,04	0,36	-0,02	-0,75
Tempo de Listagem	0,00**	2,98	-0,00	-0,96	-0,00	-0,60	0,00	2,58	0,00	1,26	-0,00***	-4,00
Tamanho	-0,02	-1,13	-0,00***	-0,04	-0,03	-1,60	-0,09	-3,76	-0,16***	-3,94	0,03**	3,50
Constante	0,67**	3,05	1,44***	2,39	0,84**	3,07	1,61**	4,55	3,06***	5,34	-0,03	-0,34
Controle por Setor	Sim		Sim		Sim		Sim		Sim		Sim	
Observações N	247		247		247		247		247		247	
Teste F	5,66***		3,03***		2,29**		2,64**		2,55**		3,60***	
R ²	0,21		0,12		0,06		0,22		0,20		0,13	
Painel B: Operações F&A realizadas durante a pandemia												
Análise Complementar	Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
	Giro do Ativo		Liquidez Corrente		Alavancagem		Endividamento CP		Endividamento Total		Cash Holding	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
F&A_DP	-0,10	-1,25	0,17	0,62	-0,02	-0,34	-0,10↓	-1,85	-0,08	-0,88	0,05	0,84
Controles												
Governança Corporativa	0,00	0,01	0,45**	2,95	0,04	0,86	0,02	0,27	0,06	0,52	-0,04	-1,31
Tempo de Listagem	0,00**	2,88	-0,00	-0,80	-0,00	-0,59	0,00*	2,57	0,00	1,24	-0,00***	-3,86
Tamanho	-0,01	-0,76	-0,02	-0,52	-0,03	-1,62	-0,09***	-3,70	-0,15***	-3,91	0,02**	3,03
Constante	0,62**	2,75	1,64**	2,69	0,85	3,08	1,59***	4,50	3,03***	5,31	-0,00	-0,00
Controle por Setor	Sim		Sim		Sim		Sim		Sim		Sim	
Observações N	247		247		247		247		247		247	
Teste F	4,87***		2,60**		2,49**		2,84*		2,62**		3,13**	
R ²	0,21		0,10		0,06		0,22		0,20		0,11	

Nota. *** sig. < 0,001, ** sig. < 0,01, * sig. < 0,05, ↓ sig. < 0,1.



4.1 Discussão dos Resultados

Identificamos neste estudo que as empresas que realizaram F&A's nos anos precedentes à pandemia (2016-2019) apresentaram indicadores de desempenho em 2020 superiores às empresas que não efetuaram tais operações. Esses resultados empíricos são convergentes com a literatura de F&A's que justificam os efeitos positivos no desempenho das companhias (Bomfim & Callado, 2016) por causa das adaptações econômicas e consequentes obtenção de vantagens competitivas geradas pelas F&A's (Camargos & Barbosa, 2010).

Os resultados da presente pesquisa convergem em alguns aspectos evidenciados na literatura. Estudo anterior identificou que há aumento da margem EBIT nas empresas que realizam F&A's (Camargos & Barbosa, 2009). Nós mostramos efeito semelhante em nossas análises, entretanto, é importante destacar que avaliamos exclusivamente um período de crise. Isso demonstra que, apesar da instabilidade econômica gerada pela pandemia, as F&A's conseguiram assegurar seus objetivos em manter efeitos positivos e proporcionar as adaptações para manter um melhor desempenho das companhias durante a crise em 2020 desencadeada pela pandemia de Covid-19.

O processo de F&A resulta no aumento de ativos (Ferreira & Callado, 2015), e ocorrendo a sinergia esperada pela operação, há o crescimento da firma e sua capacidade operacional (Bauer *et al.*, 2021; Camargos & Barbosa, 2010). Esses resultados são esperados pelas F&A's e impactam os índices de ROA e margem líquida, assim como demonstrado neste estudo. O ROA e a margem líquida se mostraram positivamente associados aos processos de F&A's realizados em anos anteriores a pandemia, indicando que essas operações geraram maior rentabilidade em relação aos seus ativos e se mostram eficientes na conversão das suas receitas de venda em lucro no ano de 2020. Mesmo diante da crise, identificamos que as F&A's asseguraram esses efeitos positivos perante o cenário de instabilidade econômica.

Este estudo aponta maior índice de margem bruta nas empresas que realizaram operações de F&A's antes da pandemia. A relação entre as F&A's e a margem bruta já havia sido demonstrada na literatura (Camargos & Barbosa, 2010), logo, tal relação era esperada. Essa relação existe porque as F&A's impulsionam o lucro bruto com a ampliação da oportunidade de venda de produtos ou serviços e diminuição dos custos mediante obtenção de expertise operacional e diminuição do risco operacional (Viglioni *et al.*, 2018). Essas evidências apontam que as F&A's, mesmo durante um período de crise, conseguem sustentar melhores índices de margem bruta porque reestruturaram a capacidade de operacionalização das empresas diante de um cenário instável.

A variável de criação de valor Q de Tobin, apesar de apresentar um coeficiente positivo, não se mostrou significativamente relacionada com a ocorrência de F&A's antes do período de pandemia indicando que não houve resultados que comprovassem a relação entre a criação de valor e os processos de F&A's e divergindo do estudo de Camargos e Barbosa (2009). Enquanto os estudos anteriores defenderam que as F&A's resultam em maximização do valor de mercado das empresas e da riqueza dos acionistas, demonstramos que uma crise financeira pode gerar incertezas generalizadas aos investidores e desestabilizar o mercado refletindo sobre o valor de mercado das empresas (Ribeiro *et al.*, 2016). Demonstra, portanto, que apesar das empresas que passaram por reestruturação por meio de F&A's apresentarem melhores indicadores de desempenho que as demais



empresas, a crise tem um papel fundamental no comportamento dos investidores e na racionalidade aplicada nas decisões de manter, buscar ou desfazer investimentos (Maranho *et al.*, 2016).

A literatura demonstrou que os efeitos das operações de F&A's no desempenho das empresas se tornam evidentes por volta de 2 anos após a implementação da operação, quando a sinergia se substancia com efetividade (Carmargos & Barbosa, 2010; Vieira *et al.*, 2017). A análise deste estudo converge com a literatura pois os resultados mostram efeitos significativos apenas para as operações anteriores ao período de pandemia. Nenhum indicador de desempenho operacional apresentou associação com a ocorrência de F&A's no ano de 2020. Ou seja, as operações de F&A não conseguiram acelerar os resultados ou minimizar perdas em relação as demais empresas que não realizaram tais operações. Esses resultados reforçam o entendimento de que a efetiva eficiência operacional dos processos de F&A's demanda tempo para se instalar, caracterizando projeto de médio e longo prazo. Contudo, nota-se que não houve diminuição no desempenho operacional e econômico nas empresas que fizeram F&A durante a pandemia, explicitando que buscar meios de amplificar a eficiência operacional da empresa por meio dessas operações durante uma crise não causa perdas no curto prazo.

Com a finalidade de aprofundar as nossas análises, realizamos testes complementares avaliando o desempenho operacional por intermédio de outros indicadores. Encontramos que o giro do ativo tem uma associação positiva com a ocorrência de F&A's antes da pandemia. Mostra, portanto, que as empresas que realizaram essas operações usam seus ativos de maneira mais eficiente para gerar receitas de vendas. Convergindo com estudos anteriores (Vieira *et al.*, 2017) essa relação indica há uma importante maximização do potencial de gerar receitas, que é uma condição diretamente ligada com a sua lucratividade. Em um ambiente de crise, a lucratividade normalmente é prejudicada (Amal *et al.*, 2021). Existindo potencialização das vendas nesse mesmo período, as receitas podem auxiliar quanto a busca na instabilidade do lucro.

Em relação aos aspectos financeiros, a literatura evidencia que no curto prazo ocorre diminuição dos indicadores de liquidez provocada principalmente pelo aumento da necessidade de capital de giro ao realizar uma operação F&A e que é dependente de desembolso para concretização da operação (Vieira *et al.*, 2017). A presente pesquisa mostrou que os coeficientes de liquidez corrente e o nível de *cash holding* estão associados negativamente com a presença de F&A's realizadas antes da pandemia, enquanto a presença dessas operações tem uma relação positiva com o endividamento. Esses resultados salientam que por mais que as F&A's contribuem para que as empresas apresentem bons indicadores de rentabilidade e eficiência operacional, contribuem negativamente em seus aspectos financeiros, diminuindo sua liquidez, aumentando seu endividamento a médio prazo e reduzindo os níveis de caixa. Vieira *et al.* (2017) aponta que a realização de F&A's tem efeitos de redução na capacidade de pagamento e consequentemente o aumento da necessidade de captar recursos de terceiros, assim aumentando seu endividamento a curto prazo, comportamento este que foi evidenciado na variável F&A_AP. Essas condições não são favoráveis para uma empresa enfrentar um ambiente economicamente instável causado por crises.

Para as operações realizadas durante a pandemia, a única variável que possui associação significativa é o endividamento a curto prazo, cuja relação é negativa. Ou seja, a ocorrência de F&A's durante a pandemia gerou menor nível de endividamento no curto prazo nessas empresas. A diminuição do endividamento a curto prazo para as operações



durante a pandemia é similar ao comportamento do caso da Oi, onde houve um aumento da dívida a longo prazo para cumprir com obrigações a curto prazo (Araújo et al., 2017). O ambiente de crise também pode ter contribuído com essa diminuição do endividamento por haver negociações acordando o pagamento das dívidas no longo prazo com a finalidade de as empresas conseguirem se estabilizar e manter o funcionamento das operações essenciais durante a crise.

Os efeitos econômicos da crise gerada pela pandemia de Covid-19 prejudicaram os investimentos e consequentemente a lucratividade e o crescimento das empresas (Amal *et al.*, 2021). Nosso estudo evidencia que as empresas que realizaram F&A antes da pandemia tiveram melhores condições de passar pela crise, como apontado pelos indicadores de desempenho testados nessa pesquisa, contudo, as empresas que realizaram F&A's durante a pandemia, além de não resultarem em melhor desempenho operacional, ainda geraram condições financeiras piores que as demais empresas. Isso mostra que as operações de F&A's devem ser um projeto de médio e longo prazo cuja implementação deve ser evitada em momentos de crise.

5. Considerações Finais

Esta pesquisa teve como objetivo analisar o desempenho em 2020 de empresas brasileiras listadas na B3 que realizaram F&A's antes e durante a pandemia de Covid-19. A análise empírica demonstrou que as empresas que realizaram F&A's nos anos de 2016 a 2019 obtiveram melhor desempenho econômico e operacional em 2020, durante a pandemia de Covid-19, em relação as empresas que não realizaram essas operações. As empresas que realizaram F&A's em 2020, ano de início da pandemia de Covid-19, não apresentaram resultados diferentes das demais empresas da amostra. Análises complementares indicaram que a realização de F&A's antes da pandemia contribuíram com o giro do ativo, portanto, influenciando na maximização de receitas de vendas no ano de 2020. Em relação aos aspectos financeiros, observou-se diminuição da liquidez corrente e dos volumes de caixa e aumento de endividamento a curto prazo, deixando as empresas que realizaram F&A's em 2020 em condições desfavoráveis para enfrentar o período de crise ocasionado pela Covid-19. Neste estudo pode-se evidenciar que os benefícios das F&A's estão mais assegurados no médio e longo prazo, pois as empresas que realizaram anteriormente tais processos conseguiram minimizar perdas no ano em que a pandemia iniciou. Contudo, mesmo com a implementação do processo sendo precedente a pandemia, as F&A's não contribuíram para a criação de valor das empresas para os investidores diante do cenário de crise.

Enquanto os estudos anteriores apresentaram as operações de F&A's como determinantes do desempenho operacional em um ambiente econômico relativamente estável, as discussões apresentadas no presente estudo contribuem para ampliar o conhecimento sobre os efeitos das F&A's enquanto estratégia de preparação para passar por crises. As análises geraram conhecimento de que há um *trade-off* nas consequências das F&A's quando são sucedidas por períodos de crises, pois amplificam os resultados econômicos, mas pioram as condições financeiras. Além de gerar contribuições acadêmicas, os resultados relatados implicam em contribuições gerenciais ao destacar aos gestores e investidores sobre as consequências decorrentes das operações de F&A's no enfrentamento de crises.

As limitações do estudo foram a falta de clareza, objetivos e as características dos processos de F&A's na divulgação realizada nos relatórios disponibilizados pelas

empresas. A divulgação das F&A's enfatizam os processos burocráticos e não explicitam os objetivos com a realização da operação. O detalhamento quanto ao que se espera dessas operações auxiliariam os *stakeholders* e pesquisadores a explorar mais profundamente a influência da operação nos processos internos das empresas, as sinergias esperadas e os impactos observados nos resultados, na criação de valor e na reação dos investidores. Sugere-se que futuros estudos avaliem resultados específicos por setor de atuação, avaliando o impacto na atração de investidores em relação a expectativa de geração de valor em resultados de médio e longo prazo em empresas que realizaram operações de F&A's.

Referências

- Amal, M., Blumenschein M., & Vasconcellos, S. L. de (2021). Reflexões sobre empresas multinacionais e a pandemia de COVID-19. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais* 16(1), 01-11.
- Araújo, J. P., da Silva, J. G., & Carmona, C. U. D. M. (2017). Análise Do Desempenho Econômico-Financeiro em Operações de Fusões e Aquisições no Mercado Brasileiro. *RIC Revista de Informação Contábil*, 11(1), 1-17.
- Araújo, L. M. D., Silva, R. M., Silva, E. S., Pereira, A., & Vaz, Â. (2017). Fusões e aquisições no contexto da globalização. *REGE Revista de Gestão*, 1-25.
- Assaf Neto, A. (2014). *Finanças corporativas e valor*. 7a. ed. São Paulo: Atlas.
- Barros, T. S., Cárdenas, J., & Mendes-Da-Silva, W. (2021). The effect of interlocking directorates on mergers and acquisitions in Brazil. *Journal of Management and Governance*, 25(3), 811-839.
- Bauer, F., Friesl, M., & Dao, M. A. (2022). Run or hide: Changes in acquisition behaviour during the COVID-19 pandemic. *Journal of Strategy and Management*, 15(1), 38-53.
- Bomfim, E.T. do, & Callado, A. L. C. (2016). Análise dos efeitos provocados pelas operações de fusões e aquisições no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras. *Revista Contabilidade Vista e Revista* 27(3), 105-123.
- Borodin, A., Sayabek, Z. S., Islyam, G., & Panaedova, G. (2020). Impact of mergers and acquisitions on companies' financial performance. *Journal of International Studies*, 13(2), 34-47.
- Camargo, R. V. W. (2018). *Determinantes dos níveis de governança corporativa de empresas com ações negociadas na B3* (Tese de Doutorado). Univerdisade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, Brasil.
- Camargos, M. A. D., & 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.
- Camargos, M. A. de, & Barbosa, F. V. (2010). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: sinergias operacionais, gerenciais e rentabilidade. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 21(1), 69-99.
- Couto, V. D., Fabiano, D., & Ribeiro, K. C. D. S. (2012). Gestão Financeira de curto prazo: uma análise do comportamento das empresas do Ibovespa em resposta à crise econômica. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 16(3), 46-64.
- Cui, H., & Leung, S. C. M. (2020). The long-run performance of acquiring firms in mergers and acquisitions: Does managerial ability matter?. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 16(1), 100185.

- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599–634.
- Ferreira, T. S. V., & Callado, A. L. C. (2015). Fusões e aquisições no Brasil: Reflexões acerca do volume de transações. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração* 9(2), 70-83.
- Greenwood, R., Iverson, B., & Thesmar, D. (2020). *Sizing up corporate restructuring in the covid crisis* (No. w28104). National Bureau of Economic Research.
- Kammler, E. L., & Alves, T. W. (2009). Análise da capacidade explicativa do investimento pelo “q” de Tobin em empresas brasileiras de capital aberto. *RAE eletrônica*, 8(2), 1-19.
- Kang, J. K., Lee, I., & Na, H. S. (2010). Economic shock, owner-manager incentives, and corporate restructuring: Evidence from the financial crisis in Korea. *Journal of Corporate Finance*, 16(3), 333–351.
- Koh, S., Durand, R. B., Dai, L., & Chang, M. (2015). Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring. *Journal of Corporate Finance*, 33, 19–33.
- Maranho, F. S., da Fonseca, M. W., & Frega, J. R. (2016). Governança corporativa e desempenho das empresas diante da crise econômica global de 2008: Uma análise de dados em painel. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, 9(2), 293-311.
- Marta Filho, J., Oliani, L., Oliveira, W., Santos, M. C., & Paschoalino, W. (2016). Fusões e aquisições no Brasil: Vantagens e desvantagens para as empresas Brasileiras. *Revista Científica UNAR*, 12(1), 68-76.
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170.
- Pessanha, G. R. G., Lopes, L. P., Calegario, C. L. L., Safadi, T., & dos Reis Bernardo, D. C. (2019). Previsão do perfil das instituições envolvidas em estratégias de fusões e aquisições (F&A) do setor bancário brasileiro. *Contabilidade Vista & Revista*, 30(3), 73-105.
- PwC, (2021, fevereiro 15). *Fusões e Aquisições no Brasil – Dezembro de 2020*. Recuperado de <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2020/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-dezembro-20.html>
- Rao-Nicholson, R., Salaber, J., & Cao, T. H. (2016). Long-term performance of mergers and acquisitions in ASEAN countries. *Research in International Business and Finance*, 36, 373-387.
- Ribeiro, F., Scherer, L. M., & da Silva, A. A. B. (2016). Visão Baseada em Recursos: estudo do impacto da crise financeira na heterogeneidade do desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Capital Científico-Eletrônica*, 14(2), 09-24.
- Santos, T. A., Calegario, C. L. L., & de Melo Carvalho, F. (2018). Fusões e aquisições na Indústria Manufatureira: Uma análise econométrica das companhias de capital aberto. *Revista de Ciências da Administração*, 20(51), 102-119.
- Siebecker, M. R., & Lozano, I. (2020). Cultural due diligence and M&A in the wake of a pandemic. *Ohio State Law Journal Online*, 81, 239-252.
- Tampakoudis, I., Noulas, A., Kiosses, N., & Drogalas, G. (2021). The effect of ESG on value creation from mergers and acquisitions. What changed during the covid-19 pandemic? *Corporate Governance*, 21(6), 1117-1141.
- Vieira, B. V., Brito, S. S., Santana, J. R. B., Sanches, S. L. R., & Galdamez, E. V. G (2017). Reflexo das operações de fusões e aquisições nos indicadores financeiros das empresas brasileiras de capital aberto. *REGE – Revista de Gestão*, 24(3), 235-246.



Viglioni, M. T. D., Carvalho, F. M., Benedicto, G. C., & Prado, J. W. do (2018). Indicadores econômico-financeiros determinantes de fusões e aquisições: Um estudo na indústria de tecnologia no Brasil. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança* 21(3), 420-438.