

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

PEDRO ISSAO TAKENOUCI

REAÇÃO DO MERCADO EM FUSÕES & AQUISIÇÕES *CROSS-BORDER* DE FIRMAS
BRASILEIRAS

Mestrado em Ciências Contábeis

São Paulo

2012

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

PEDRO ISSAO TAKENOUCI

REAÇÃO DO MERCADO EM FUSÕES & AQUISIÇÕES *CROSS-BORDER* DE FIRMAS
BRASILEIRAS

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como
exigência parcial para obtenção do título de
MESTRE em Ciências Contábeis e Atuariais, sob
orientação do Professor Doutor Rubens Famá.

São Paulo
2012

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Rubens Famá – Orientador

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP

Prof. Dr. Roy Martelanc

Universidade de São Paulo – FEA/USP

Prof. Dr. Roberto Fernandes dos Santos

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP

A Deus, com muito amor, respeito e gratidão a tudo.

Aos meus pais (Masaaki e Inês), com muito amor, respeito e gratidão a tudo.

À minha namorada, Denise, com amor, respeito, carinho e gratidão.

Aos meus irmãos (Masashi e Kendi), com grande amizade e respeito.

À minha avó querida, “Tereza” Sai Doi, com todo amor, respeito e gratidão (*in memoriam*).

À minha madrinha, Adélia, com muito amor, respeito e gratidão a tudo.

Aos amigos, Denis Yuque, Leandro Doi e Prof. Dr. Pedro Melo, pela amizade e respeito.

Aos meus avós “João” Katsumi Doi, Takeharu Takenouchi, Yuki Takenouchi, Riichi Doi (*in memoriam*).

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao prestigiado e estimado orientador, Prof. Dr. Rubens Famá, pela grande honra de tê-lo como orientador, pelo aprendizado obtido, pela paciência, dedicação, grande apoio e incentivo que me foram dados. Reitero minha gratidão, felicidade e grande privilégio de ser seu orientado, e sempre discípulo.

Agradeço ao Prof. Dr. Roy Martelanc, pela grande honra de tê-lo como integrante da banca examinadora. Agradeço pelo grande apoio, incentivo, aprendizado obtido em sua disciplina e pelas observações e conselhos relevantes para minha dissertação.

Agradeço também imensamente aos grandes professores que tive durante todo o curso de pós-graduação em Ciências Contábeis.

Ao Prof. Dr. Roberto Fernandes dos Santos, o coordenador do programa de pós-graduação e integrante de minha banca examinadora, agradeço imensamente pela grande honra de tê-lo como integrante da banca examinadora, pelo grande apoio e incentivo dado, pelo aprendizado obtido em sua disciplina e pelas observações e conselhos relevantes para minha dissertação.

Ao exímio Prof. Dr. Antonio Robles Junior, agradeço imensamente pelo grande aprendizado obtido em sua disciplina.

Ao eminente Prof. Dr. Sérgio de Iudícibus, agradeço imensamente pelo grande apoio, incentivo e o privilégio do aprendizado obtido em sua disciplina.

Ao exímio Prof. Dr. Antonio Benedito Silva Oliveira, agradeço imensamente pelo aprendizado obtido em sua disciplina.

À estimada Prof.a Dra. Neusa Maria Bastos Fernandes dos Santos, coordenadora do programa de pós-graduação, grande apoiadora e incentivadora, e grande mãe, de consideração, de todos os seus alunos pós-graduandos. Agradeço, imensamente, pelo aprendizado obtido em sua disciplina, pelas palavras de incentivo e conforto.

Ao exímio Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo, pelo grande apoio e aprendizado obtido em sua disciplina, pelas contribuições e conselhos relevantes sobre o tema desta dissertação.

Ao exímio Prof. Dr. José Roberto Securato, pelo grande apoio, incentivo e pelo aprendizado obtido em sua disciplina.

Agradeço à minha família, meus pais e meus irmãos, minha madrinha, pelo amor, apoio e incentivo sempre dados.

Agradeço à minha avó “Tereza” por tudo. Sobretudo pelo amor e pelo exemplo dado em cada ação. Desculpe-me, vó, por não ter estado tão presente, como gostaria, nesta sua passagem tão difícil. Admiro-lhe e sempre lhe admirarei. Tenho certeza de que Deus estará sempre contigo!

Aos meus antepassados, a quem devo tudo, e tenho grande estima e admiração.

Agradeço à minha namorada, Denise, pela paciência, pelo amor, pelo apoio e incentivo sempre dados.

Agradeço aos amigos, Denis Yuque, Leandro Doi, pela amizade, pelo apoio e incentivo sempre dados.

Agradeço ao sempre professor e amigo, Prof. Dr. Pedro Lucas de Resende Melo, pelo apoio e incentivo sempre dados.

Agradeço a todos os colegas do mestrado, pelo conhecimento e experiências compartilhados.

Agradeço à secretária do programa de pós-graduação, Lígia Esquines, pela dedicação e atenção dada.

Agradeço à professora Rita, Heloisa, Elaine, Fernanda, e a todos da SYMPOSITION Gráfica Rápida e Encadernadora, pelo profissionalismo, e ótimo serviço de correção ortográfica, revisão das normas ABNT e impressão.

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo examinar a reação de mercado em aquisições internacionais (*cross-border*) realizadas por empresas brasileiras. Foram examinados 128 anúncios, públicos e concluídos, de fusões e aquisições (F&A) de 36 firmas brasileiras, no período de 2000 a 2011. Os dados de F&A foram obtidos da base de dados da *Thomson SDC Platinum* e foi utilizada a metodologia de estudo de eventos (MacKinlay, 1997; McWilliams & Siegel 1997), para mensurar o impacto resultante do anúncio de F&A sobre o valor de mercado da firma adquirente. Foram utilizados como janelas de evento (11, 15 e 5 dias) e, como janelas de estimação (120, 240 e 500 dias), resultando em um total de 1.140 análises de fusões e aquisições para a amostra da pesquisa. Como achado da pesquisa, foi encontrado que, na média, as aquisições internacionais não criaram valor para as firmas adquirentes brasileiras. Outrossim, com o intuito de verificar quais fatores influenciaram no desempenho das transações de aquisições *cross border* das empresas brasileiras, com base na literatura de *Resource-based View (RBV)* (Penrose, 1959; Aybar & Ficici, 2009; Gubbi *et al.*, 2010), foram realizados estudos de eventos estratificados, regressão por mínimos quadrados ordinário e análise estatística não paramétrica *bootstrap*. Onde verificou-se que os fatores distância econômica, aquisição em país desenvolvido, desempenho passado, o tamanho da firma, períodos de crises e recessão, adquirentes seriais, entre outros; são variáveis direcionadoras para o desempenho em relação à reação de mercado a fusões e a aquisições *cross-border* realizadas por firmas brasileiras.

PALAVRAS-CHAVE: Reação do Mercado sobre Aquisições Internacionais; Mercados Emergentes; Empresas Brasileiras; Direcionadores de Desempenho; *Resource-Based View*; Metodologia de Estudo de Eventos.

ABSTRACT

The primary objective of this study is to examine the market reaction to cross-border acquisitions of Brazilian multinational emerging-companies (MECs). On this purpose, we examine 128 mergers and acquisitions announcements associated with 36 (MECs) during the sample period 2000–2011. The mergers and acquisitions announcements data come from the Thomson SDC Platinum database. On this dissertation was employed the event study methodology to measure the impact of the announcements on the value of acquiring firms. Herein were established as windows event, 11, 15 and 5 days; furthermore, as windows estimation, were adopted 120, 240 and 500 days. Resulting in a total of 1,140 analysis of merger and acquisition from the original sample. Thus, the results show that, on average, cross-border acquisitions of MECs do not create value to the acquirers. Moreover, in order to explore the influencing factors of the direction and magnitude of market reaction; herein, were deeply analyzed some explanatory variables based on Resource-based View (RBV) and the cross border acquisitions literature, through stratifying event studies results, applying ordinary least square regression, and besides, a non parametric statistical analysis; yclept, bootstrap. Thereby, the empirical findings provide evidence that economic distance, acquisitions on developed countries, past performance, firm size, periods of crises and recessions, serial acquirers, among others variables; as performance drivers for Brazilian's (MECs) cross-border acquisition.

KEYWORDS: Reaction on Cross-border Acquisitons; Brazilian Emerging Companies; Cross border M&A Performance Drivers; Resouce-Based View, The Event Study Metodology

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 –	Descrição das variáveis.....	49
Quadro 2 –	Dados da amostra.....	170

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 –	Histórico anual do número de transações de F&A no Brasil.....	29
Figura 2 –	CAR (<i>cumulative abnormal return</i>) de todas as fusões e aquisições <i>cross border</i>	65

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 –	Histórico setorial acumulado das transações de F&A, no período de 1994-2012*	26
Tabela 2 –	Estratificação e Comparação das Transações de F&A no Brasil.....	28
Tabela 3 –	Descrição amostral	51
Tabela 4 –	Estatística descritiva	53
Tabela 5 –	Matriz de correlação das variáveis.....	55
Tabela 6 –	<i>Cumulative Abnormal Returns</i> (CAR) - Janela de eventos de 11, 15 e 5 dias, e janela de estimação de 120, 240 e 500 dias	60
Tabela 7 –	Resultados Estudo de Eventos – Todos Eventos <i>Cross Border</i> _CAR.....	64
Tabela 8 –	Todos os eventos <i>cross border</i> agrupados em única análise.....	67
Tabela 9 –	Resultados Estudo de Eventos – CAR_Aquisições Majoritárias	69
Tabela 10 –	Resultados Estudo de Eventos – CAR_Aquisições Não Majoritárias.....	70
Tabela 11 –	Resultados Estudo de Eventos – CAR_Adquirentes Seriais	71
Tabela 12 –	Resultados Estudo de Eventos – CAR_Não_Adquirentes Seriais.....	72
Tabela 13 –	Resultados Estudo de Eventos – CAR_OCDE	73
Tabela 14 –	Resultados Estudo de Eventos – CAR_Não_OCDE	74
Tabela 15 –	Resultados Estudo de Eventos – CAR_FMI	74
Tabela 16 –	Resultados Estudo de Eventos – CAR_Não_FMI	75
Tabela 17 –	Resultados Estudo de Eventos – CAR_Crises	76
Tabela 18 –	Resultados Estudo de Eventos – CAR_Não_Crises	77
Tabela 19 –	Resultados Estudo de Eventos – CAR_Aliança	78
Tabela 20 –	Resultados Estudo de Eventos – CAR_Não_Aliança	78
Tabela 21 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Guarani	79
Tabela 22 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Ambev	80
Tabela 23 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Arcelor	81
Tabela 24 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Bradesco	81
Tabela 25 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Brasil.....	82
Tabela 26 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Itaú	83
Tabela 27 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Bematech	84
Tabela 28 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Braskem	84
Tabela 29 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Vale	85
Tabela 30 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Contax	86
Tabela 31 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Coteminas	86
Tabela 32 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: CSN	87
Tabela 33 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados	

	por empresa adquirente: Cyrela	88
Tabela 34 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Dixie-Toga	88
Tabela 35 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Gerdau	89
Tabela 36 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: GP Investimentos	90
Tabela 37 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: HRT Petróleo	90
Tabela 38 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Romi	91
Tabela 39 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Iochpe-Maxion	92
Tabela 40 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Itautec	92
Tabela 41 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: JBS.....	93
Tabela 42 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Localiza	94
Tabela 43 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Lupatech.....	94
Tabela 44 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Marcopolo	95
Tabela 45 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Marfrig	96
Tabela 46 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Metalfrio	96
Tabela 47 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Minerva.....	97
Tabela 48 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Petrobras	98
Tabela 49 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Petroquisa	98
Tabela 50 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Positivo	99
Tabela 51 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Alpargatas	100
Tabela 52 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Spring	100
Tabela 53 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Suzano	101
Tabela 54 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Telemar Norte Leste	102
Tabela 55 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: WEG	102
Tabela 56 –	Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Whirlpool	103
Tabela 57 –	Resultado das Regressões por MQO: CAR_11_120	113
Tabela 58 –	Resultado das Regressões por MQO: CAR_15_120	116
Tabela 59 –	Resultado das Regressões por MQO: CAR_5_120	120

Tabela 60 –	Resultado das Regressões por MQO: CAR_11_240	123
Tabela 61 –	Resultado das Regressões por MQO: CAR_15_240	126
Tabela 62 –	Resultado das Regressões por MQO: CAR_5_240	129
Tabela 63 –	Resultado das Regressões por MQO: CAR_11_500	132
Tabela 64 –	Resultado das Regressões por MQO: CAR_15_500	135
Tabela 65 –	Resultado das Regressões por MQO: CAR_5_500	137
Tabela 66 –	Resultado das Regressões por Mínimos Quadrados Ordinário com Erro Padrão <i>Bootstrap</i> : CAR_11_120	141
Tabela 67 –	Resultado das Regressões por Mínimos Quadrados Ordinário com Erro Padrão <i>Bootstrap</i> : CAR_5_120.....	144
Tabela 68 –	Resultado das Regressões por Mínimos Quadrados Ordinário com Erro Padrão <i>Bootstrap</i> : CAR_15_240.....	147
Tabela 69 –	Resultado das Regressões por Mínimos Quadrados Ordinário com Erro Padrão <i>Bootstrap</i> : CAR_11_500.....	150
Tabela 70 –	Resultado das Regressões por Mínimos Quadrados Ordinário com Erro Padrão <i>Bootstrap</i> : CAR_5_500	153

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

%	Porcentagem
A. T. Kearney	<i>Andrew Thomas Kearney</i>
AB Inbev	<i>Anheuser-Busch Interbrew-Ambev</i>
ACAR	<i>Average cumulative abnormal return</i>
al.	<i>Alii</i>
ANBID	Associação nacional dos bancos de investimentos
BM&F	Bolsa de Mercadorias e Futuros
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CAR	<i>Cumulative abnormal return</i>
CAR_11_120	Janela de evento de 11 dias e janela de estimação de 120 dias
CAR_15_120	Janela de evento de 15 dias e janela de estimação de 120 dias
CAR_5_120	Janela de evento de 5 dias e janela de estimação de 120 dias
CAR_11_240	Janela de evento de 11 dias e janela de estimação de 240 dias
CAR_15_240	Janela de evento de 15 dias e janela de estimação de 240 dias
CAR_5_240	Janela de evento de 5 dias e janela de estimação de 240 dias
CAR_11_500	Janela de evento de 11 dias e janela de estimação de 500 dias
CAR_15_500	Janela de evento de 15 dias e janela de estimação de 500 dias
CAR_5_500	Janela de evento de 5 dias e janela de estimação de 500 dias
CIA	<i>Central Intelligence agency</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
D.P.	Desvio Padrão
EUA	Estados Unidos da América
F&A	Fusões e aquisições
FDI	<i>Foreign direct investment</i>
FINEP	Financiadora de Estudos e Projetos
FMI	Fundo Monetário Internacional
GE	<i>General Electric Company</i>
H. 1	Hipótese um
H. 2	Hipótese dois
IBOVESPA	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
ID.	Identificação

Inc.	<i>Incorporation</i>
JIT	<i>Just in time</i>
KPMG	<i>Klynveld, Peat, Marwick e Goerdeler</i>
MEC	<i>Multinational emerging-companies</i>
MQO	Mínimos quadrados ordinário
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
p	nível de significância
P&G	<i>Procter & Gamble</i>
PIB-PPC	Produto Interno Bruto com Paridade do Poder de Compra
RBV	<i>Resource-based view</i>
SDC	<i>Securities Data Company</i>
SIC	<i>Standard Industrial Classification</i>
t	<i>t-student</i>
UBS	União de Bancos Suíços
UNCTAD	<i>United Nations Conference on Trade and Development</i>
VIF	<i>Variance Inflation Factor</i>

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	16
1.1. Justificativa e Problema de Pesquisa.....	16
1.2 Objetivo	18
1.3. Metodologia.....	18
1.4. Estrutura do Trabalho	19
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	21
2.1. Fusões e Aquisições (F&A)	21
2.2. Análise Histórica das Transações de F&A no Brasil	25
2.3. Estratégias em Fusões e Aquisições	30
2.4. Fusões e Aquisições (F&A) Internacionais de Países Emergentes e o Valor da Empresa Adquirente	32
2.4.1. Teorias sobre Expansão Internacional das Firms	33
3. PERCURSO METODOLÓGICO E A PESQUISA	37
3.1. Dados e Fonte de Informação	37
3.2. Metodologia de Estudo de Eventos	39
3.3. Hipóteses de Pesquisa	41
3.4. Sobre as Variáveis	43
3.4.1. Variável dependente	43
3.4.2. Variáveis independentes para comparação entre os países da adquirente e adquirida	43
3.4.3. Variáveis de Controle (Característica da Firma e suas Implicações na Determinação do Valor)	45
3.4.4. Descrição das variáveis	49
4. RESULTADOS	50
4.1. Resultados do Estudo de Eventos das Aquisições <i>Cross Borders</i>.....	58
4.2. Resultado das Regressões	103
CONSIDERAÇÕES FINAIS	157
REFERÊNCIAS	162
APÊNDICE	170

1. INTRODUÇÃO

Em um mundo globalizado e competitivo, é constante a busca por melhoria e diferenciação que resultem em desempenho superior aos competidores (IYER & MILLER, 2008). Para tanto, instrumentos como fusões, aquisições, alianças, e reestruturações financeiras têm sido utilizados visando atingir missões, visões, objetivos e estratégias corporativas (WESTON, SIU & JOHNSON, 2001).

Em decorrência dos últimos anos, segundo Rocha, Iooty e Ferraz (2001), a convergência de fatores pós-liberalização econômica, da década de 90 brasileira, como por exemplo, a redução de barreiras de entradas de produtos importados e de empresas multinacionais, coadunando-se com o crescimento da economia; o aumento de investimentos estrangeiros diretos, o desenvolvimento e fortalecimento do sistema bancário/financeiro e da bolsa de valores, e sobretudo, nesta última década, a crescente globalização e acirramento da competitividade, em um mercado já transnacional, levaram empresas domésticas à internacionalização como um meio de sobrevivência aos novos tempos.

Esta busca por sobrevivência, visando à aquisição de diferenciais competitivos, levou as empresas brasileiras a apostarem na utilização de ferramentas de fusões e aquisições (F&A). Sob a égide das teorias de estratégia empresarial, finanças corporativas e de economia da estratégia, almejou-se a aquisição de recursos estratégicos e diferenciais competitivos, como por exemplo, a diversificação de riscos e produtos, entrada em mercados potenciais alvos, busca por maior eficiência e produtividade, diluição de custos fixos, aumento de poder de mercado, ganho de economia de escala e escopo, internalização de conhecimento, entre outros. (PENROSE, 1959; SETH, 1990A; BESANKO, 2006; HALEBLIAN *et al.*, 2009)

1.1. Justificativa e Problema de Pesquisa

O tema fusões e aquisições *cross border*, ou neste trabalho, também referido como aquisições internacionais, realizadas por empresas oriundas de países emergentes, tornou-se, nos últimos anos, de extrema relevância para a economia global, conforme relatado pela *United Nations Conference on Trade and Development – UNCTAD* (2006) *apud* GUBBI *et al.* (2010).

Outrossim, é condição *sine qua non* e precípua da academia explorar e desenvolver teorias e explicações para otimizar os ganhos que fusões e aquisições (F&A) *cross border* podem gerar para o desenvolvimento das empresas provenientes de países emergentes, nesse novo cenário competitivo internacionalizado.

O problema concernente à prática de fusões e aquisições (F&A) geral e *cross border* é que estes pressupostos estratégicos de ganho de competitividade e diferenciação nem sempre geram valor às empresas.

Evidencia-se que a literatura pertinente às aquisições internacionais realizadas por empresas oriundas de países emergentes tem tido resultados controversos e, portanto, ainda é inconcluso a definição se há criação ou destruição de valor para eventos de fusão e aquisição *cross border* realizados por empresas oriundas de países emergentes.

Têm-se como exemplo Doukas & Travlos (1988); Morck & Yeung (1992); Harrison, Hitt, Hoskisson, & Ireland (2001); Gubbi *et al.* (2010); entre outros, que afirmam que encontraram significativa criação de valor, na média, para empresas advindas de países emergentes que realizaram fusões e aquisições *cross border*.

Entretanto, outros autores, como por exemplo, Click & Harrison (2000); Hitt *et al.* (2001a) e (2001b); Aybar & Ficiçi (2009); entre outros, encontraram significativa destruição de valor, na média, para empresas provenientes de países emergentes que realizaram aquisições internacionais.

Coadunando-se com o parágrafo acima, de acordo com Gubbi *et al.* (2010), pouco ainda se sabe, e foi explorado, referente ao modo como estão sendo executadas as expansões inorgânicas internacionais realizadas por empresas de países emergentes; e quais são seus impactos nas empresas adquirentes.

Corroborando-se com as afirmações anteriores, Brealey & Myers (2000); Andrade, Mitchell & Stafford (2001); Seth, Song & Pettit (2002); Moeller & Schlingemann (2005); entre outros, afirmam também que ainda não foi respondido devidamente se há geração ou destruição de valor em processos de fusões e aquisições *cross border* realizados por empresas oriundas de países emergentes.

Desta forma, estabelecem-se como questões problemas desta aludida pesquisa:

- Qual o resultado médio, em fusões e aquisições *cross border*, realizado por firmas brasileiras?
- Quais variáveis influenciam a geração de retornos anormais positivos ou negativos, em fusões e aquisições *cross border*, para empresas adquirentes brasileiras?

1.2 Objetivo

Para atender a esta oportunidade de pesquisa, este trabalho tem como objetivo principal:

- ✓ Verificar o resultado médio, em fusões e aquisições *cross-borders*, realizado por firmas brasileiras.

Como objetivo secundário, este trabalho se propõe:

- ✓ Identificar e analisar quais variáveis influenciam a geração de retornos anormais positivos ou negativos, em fusões e aquisições *cross border*, para empresas adquirentes brasileiras.

1.3. Metodologia

Segundo Vergara (2007), “há várias taxionomias de tipos de pesquisa, conforme os critérios utilizados pelos autores”. Elas propõem dois critérios básicos, a saber: quanto aos fins e quanto aos meios.

Quanto aos fins, a pesquisa será exploratória, pois no Brasil, ainda é incipiente o conhecimento sobre aquisições *cross-border* realizado por empresas brasileiras. Inclusive no exterior, também é reduzido o conhecimento acumulado e sistematizado referente às aquisições *cross-border* realizadas por empresas oriundas de países emergentes, conforme argumenta Gubbi *et al.* (2010).

Outrossim, este trabalho será descritivo e explicativo, pois descreverá as características do tema em pauta, obterá variáveis baseadas na literatura, que capturem o impacto da reação do mercado sobre as fusões e aquisições *cross-border*, realizadas por empresas brasileiras; e tentará obter explicação se há criação ou destruição de valor (retornos anormais positivos ou negativos) na amostra analisada.

Quanto aos meios, a pesquisa será de natureza empírica com análise estatística de dados secundários e bibliográfica, devido ao estudo sistematizado de revisão literária. Outrossim, a pesquisa *será ex post facto*, aumentando o nível de confiança, pois o pesquisador não controla as variáveis, apenas as descreve, analisa e explica os resultados referentes à amostra colhida.

Serão abordados, na seção percurso metodológico, os caminhos e ações que conduziram a pesquisa.

1.4. Estrutura do Trabalho

O trabalho foi estruturado em sete partes, sistematizados, metodologicamente, da seguinte forma:

Parte 1:

1. Introdução – Apresenta-se breve contextualização do tema.

1.1. Justificativa e Problema de Pesquisa – Relata-se a importância do tema e descrevem-se os problemas de pesquisa sobre o tema relatado.

1.2. Objetivo – Apresenta-se onde se quer chegar com a pesquisa.

1.3. Metodologia – Informa-se o conjunto de métodos que conduzem o trabalho.

- 1.4. Estrutura do trabalho – Visa nortear o leitor sobre o modo como será apresentado o trabalho.

Parte 2:

2. Fundamentação Teórica – Contextualiza-se o assunto, visando ao desenvolvimento do arcabouço teórico com o relato das pesquisas antecedentes, para a execução da pesquisa.

Parte 3:

3. Percurso Metodológico e a Pesquisa - Visa relatar os caminhos e ações que foram realizados para executar e desenvolver a pesquisa.

Parte 4:

4. Análise dos resultados – Apresentam-se os resultados analisados das evidências empíricas.

Parte 5:

5. Considerações finais – Relatam-se as possíveis inferências e conclusões sobre os resultados obtidos.

Parte 6:

6. Referências – Lista dos autores citados no texto.

Parte 7:

7. Anexos e/ou Apêndices – Apresentam-se maiores informações pertinentes ao trabalho.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesta seção será melhor contextualizado o tema da pesquisa, desenvolvido o arcabouço teórico e realizado a revisão literária do tema de pesquisa, para a própria execução da pesquisa.

2.1 Fusões e Aquisições (F&A)

Inicializa-se a fundamentação do arcabouço teórico, com a contextualização sobre o tema em sentido *lato*, ou seja, serão abordadas, *a priori*, fusões e aquisições em geral, para que se possa, *a posteriori*, desenvolver o tema, escopo deste trabalho, fusões e aquisições *cross border* realizadas por empresas brasileiras.

Como definição operacional de pesquisa, este trabalho adotou o seguinte critério para classificar eventos de fusão e aquisição. De acordo com Miranda e Martins (2000):

Aquisição é a compra de participação acionária de uma determinada empresa já existente, sem que isso implique necessariamente em mudança de seu controle gerencial por meio da propriedade total das ações, nem o desaparecimento de sua personalidade jurídica. Fusão é a junção de duas ou mais empresas em uma única firma.

Salienta-se que vale para efeito desta pesquisa empírica, sobre fusões e aquisições *cross border*, assim como é feito por Gubbi *et al.* (2010); Aybar & Ficici (2009); entre outros autores do referido tema. Que independentemente da nomenclatura utilizada; seja fusão e aquisição, ou somente aquisição. Serão consideradas como base, aquisições brasileiras feitas no exterior; classificadas e informadas pelo banco de dados da *Thomson Platinum Financial Securities Data*.

Referente à contextualização de fusões e aquisições (F&A), observa-se que, durante a década de 90, já era prática difundida nos países desenvolvidos. Segundo Miranda e Martins (2000), a moda estatística das transações nos EUA, no período supracitado, já era de investimentos superiores a US\$ 1 bilhão. Destacam-se, em tal época, as megafusões da *Exxon* com a *Mobil* (US\$ 82 bilhões) e *UBS* (União de Bancos Suíços) com o *Swiss Bank* (US\$ 23 bilhões).

Evidencia-se que no mercado nacional, somente a partir da execução do plano real, houve controle da inflação e incentivos governamentais à entrada de investimentos estrangeiros; que desencadearam os processos de fusões e aquisições no país.

Salienta-se que a utilização de ferramentas de fusões e aquisições são tendências em todo o mundo, além de essenciais para a sobrevivência no mundo globalizado em que vivemos. A prática de fusões e aquisições, segundo Guarita (2002), teve queda somente em períodos de crise, como por exemplo, em 2001 e 2002, devido à crise mundial financeira causada pelo atentado terrorista de 11 de setembro, somada ao colapso da Argentina, ao escândalo do caso Enron e à concordata da *WorldCom*.

No Brasil, o movimento de F&A teve seu estopim, segundo Rocha, Iootty e Ferraz (2001), a partir do início da década de 1990, quando o país ampliou fortemente sua abertura econômica, permitindo o acesso a melhores tecnologias, matérias-primas, máquinas & equipamentos, capital humano e financeiro. Tal marco brasileiro, se melhor administrado pelo governo e pela iniciativa privada, proporcionaria melhores condições para a evolução da produtividade, qualidade e competitividade de nossas empresas no mundo globalizado. Entretanto, a evolução da indústria nacional foi insípida e foram diversos os motivos para sua baixa performance na época, a saber:

- Falta de incentivo governamental para empresas nacionais;
- Baixa qualidade de mão de obra;
- Incipiente mercado consumidor interno para bens de consumo com alto valor agregado;
- Falta de foco global das empresas e do governo;
- Falta de preparo de nossos empresários e visão obsoleta do mundo;
- Falta de estratégia político-econômica do governo para abrir o mercado interno por etapas, diminuindo o choque institucional-econômico ocorrido.

Desde 1995, devido ao recrudescimento do mercado interno, do mercado de capitais, desenvolvimento do sistema de crédito, bancário e financeiro, e consolidação das políticas macro e microeconômicas; houve um incentivo às empresas brasileiras para que se internacionalizassem e, inclusive para que empresas estrangeiras entrassem massivamente no Brasil, acirrando a competitividade nos cenários internacional globalizado e doméstico.

Dessa forma, segundo Guarita (2002), fusões e aquisições (F&A) são ótimos meios de obtenção de melhores resultados, mas, desde que bem-estudados antes de sua execução, pois a maior parte dos processos de F&A tem resultados negativos. Tanto para a empresa adquirida, pois, em geral, esta perde sua cultura e sua visão, que muitas vezes eram os diferenciais para o sucesso da empresa, quanto para a adquirente, que paga geralmente com ágio, e o mercado mal avalia a transação devido, sobretudo, aos riscos incorridos na operação.

De acordo com a pesquisa da Fundação Dom Cabral, referente a fusões e aquisições no Brasil, no período de 2001-2002, *apud* Guarita (2002, p.25), concluiu-se que:

- 55,9% das aquisições verificadas foram motivadas diretamente por questões ligadas ao mercado, como aumento no *market-share*, reduções dos níveis de incertezas e aquisições de marcas;
- apenas 9,1% das empresas adquiridas lograram êxito;
- 44,6% das empresas adquiridas não se encontravam em boa situação financeira quando ocorreu a transação.

Conforme mostra a pesquisa relatada acima, nem sempre os processos de fusões e aquisições obtêm sucesso. Observa-se, portanto, que é necessário um maior e mais detalhado estudo sobre o mercado e empresa-alvo, investigando-se as variáveis financeiras, operacionais e legais, a fim de determinar se há sinergia entre as partes (empresa-alvo e potencial investidor), e se essas sinergias atendem às estratégias corporativas, antes de se executar fusões e aquisições.

Corroborando-se com as informações acima apresentadas, ainda referentes ao tema de fusões e aquisições (F&A), um estudo da consultoria A.T. Kearney em 2002 *apud* Guarita (2002, p.26) concluiu que:

- Dentre 25 mil empresas de 53 países no período de 1988 e 2000, 75% não atingiram seus objetivos estratégicos e 58% destruíram valor;
- Diferenças culturais representaram grandes obstáculos;
- Dificuldade em gestão de pessoal, constatando-se "perda da memória" das empresas adquiridas;
- A imposição da cultura da compradora nem sempre resulta positivamente para a empresa adquirida.

Coadunando-se com os dados, acima relatados, por Guarita (2002), Rocha, Iootty e Ferraz (2001), que pesquisaram 120 empresas adquiridas, afirmam que:

- (i) Não há evidência de aumento da rentabilidade das empresas até dois anos após sua aquisição;
- (ii) Não houve aumento de *market-share*;
- (iii) Não se encontraram diferenças no comportamento de investimentos.

Com base nos estudos apresentados acima, as fusões e aquisições analisadas não auferiram geração de valor, na média, para as empresas envolvidas na transação.

Outrossim, segundo Haleblan *et al.* (2009), em estudo exploratório bibliográfico sobre fusões e aquisições. Afirmam que, são encontradas de forma consistente na literatura, que adquirentes destroem valor. Como por exemplo, os referidos autores citam os estudos de Asquith (1983); Dodd (1980); Jarrell & Poulsen (1989); Malatesta (1983); Agrawal, Jaffe, & Mandelker (1992); Loderer & Martin (1992); Chatterjee (1992); Datta, Pinches, & Narayanan (1992); King, Dalton, Daily, & Covin (2004); Moeller, Schlingemann, & Stulz (2003); Seth, Song, & Pettit (2002).

Para as adquiridas, segundo Haleblan *et al.* (2009), é encontrado o oposto, na média, há retornos anormais positivos. Os referidos autores do estudo bibliográfico sobre fusões e aquisições dão como exemplos os estudos de Asquith & Kim (1982); Datta, Pinches, & Narayanan (1992); Hansen & Lott (1996) e Malatesta (1983).

Por fim, em estudos de análise combinada do valor gerado pelas duas empresas (adquirente e adquiridas), em geral, segundo Haleblan *et al.* (2009), o resultado global é positivo para os eventos de fusões e aquisições. Entretanto, salienta-se que para os adquirentes, os resultados são, em geral, negativos ou neutros, e para as adquiridas, são positivos (Bradley, Desai, & Kim, 1988; Bruner, 1988; Carow, Heron, & Saxton, 2004; Healy, Palepu, & Ruback, 1992; Wright, Kroll, Lado, & van Ness, 2002; Houston, James, & Ryngaert, 2001; Leeth & Borg, 2000).

Referente aos estudos sobre fusões e aquisições, segundo Haleblan *et al.* (2009), atualmente, os esforços estão focados no desenvolvimento de teorias e explicações sobre as variáveis/fatores que influem nos resultados de fusões e aquisições. Outrossim, os estudos atuais focam na defesa ou refutação de teorias motivacionais de realização de fusões e aquisições, oriundas de diversos ramos do conhecimento da área de negócios, como por exemplo, estratégia corporativa, economia da estratégia e finanças.

2.2 Análise Histórica das Transações de F&A no Brasil

A tabela 1, a seguir, evidencia os dados históricos das transações de F&A ocorridas no Brasil, desde 1994, relatados por KPMG *Consulting* (2012).

Tabela 1. Histórico setorial acumulado das transações de F&A, no período de 1994-2012*.

#Setor	12*	11	10	09	08	07	06	05	04	03	02	01	00	99	98	97	96	95	94	Total
1º	50	90	85	58	73	56	46	49	22	28	13	36	57	28	8	8	11	7	8	733
2º	25	44	42	39	54	66	43	36	36	22	29	32	36	25	36	49	38	24	21	697
3º	21	34	28	23	19	27	28	21	32	21	22	27	26	47	31	14	5	8	5	439
4º	12	35	28	22	23	19	21	19	19	16	20	17	18	16	28	36	31	20	15	415
5º	20	42	36	19	24	25	61	16	12	17	16	36	20	10	11	17	9	1	0	392
6º	10	29	26	22	26	35	19	19	17	12	12	19	23	17	19	9	5	2	3	324
7º	3	15	14	6	20	31	38	25	19	14	13	15	11	9	23	18	17	9	11	311
8º	9	16	19	9	17	39	21	18	7	5	4	7	12	6	25	22	18	13	14	281
9º	32	41	30	18	18	35	17	5	9	9	7	9	5	8	13	6	8	1	2	273
10º	8	29	34	8	19	6	8	14	16	7	26	40	28	6	1	3	4	4	2	263
11º	7	31	16	24	27	4	6	16	10	10	5	7	6	9	15	24	16	9	8	250
12º	17	46	41	23	41	51	Em 2007 foi determinada uma categoria para esse setor.													219
13º	13	19	11	15	8	18	14	9	3	1	4	2	5	5	9	19	15	14	5	189
14º	17	21	18	12	9	12	15	13	10	4	4	4	6	6	4	4	10	11	4	184
15º	6	13	12	9	9	10	10	5	4	1	4	7	6	13	20	16	11	11	4	171
16º	6	26	16	8	13	17	11	9	11	4	4	8	5	1	11	7	6	4	1	168
17º	17	20	20	2	17	51	5	1	1	1	4	2	2	1	2	4	2	0	1	153
18º	8	16	15	11	8	4	15	9	1	2	2	6	5	7	6	8	7	2	1	133
19º	10	20	24	9	27	13	9	2	2	1	5	4	6	1	0	0	0	0	0	133
20º	7	14	15	2	13	12	1	0	2	4	7	4	7	6	7	9	9	5	2	126
21º	8	8	15	0	6	3	7	11	2	3	2	2	5	13	10	8	15	2	3	123
22º	8	27	20	12	53	Em 2008 foi determinada uma categoria para esse setor.														120
23º	3	5	5	5	2	6	0	6	3	5	4	8	10	24	13	9	2	0	2	112
24º	1	4	9	6	4	7	8	2	3	4	1	9	7	5	9	14	4	7	7	111
25º	3	15	26	13	14	25	Em 2007 foi determinada uma categoria para esse setor.													96
26º	7	12	12	7	15	12	6	2	2	1	0	1	1	1	2	0	4	2	4	91
27º	13	14	13	8	6	2	6	3	3	2	1	4	1	2	2	2	4	2	2	90
28º	2	12	16	11	6	1	4	4	7	1	3	7	1	1	2	4	4	1	1	88
29º	5	12	13	8	21	12	5	0	1	1	2	0	2	1	1	0	4	0	0	88
30º	8	5	10	7	2	3	11	6	3	2	1	2	1	1	1	2	2	5	3	75
31º	2	2	10	3	7	4	4	2	4	1	3	3	3	6	1	6	5	5	0	71
32º	2	1	3	1	1	4	2	5	3	6	0	0	0	6	8	8	4	8	7	69
33º	3	9	7	2	1	4	1	1	2	2	1	0	4	3	3	4	4	8	1	60
34º	8	7	1	7	5	4	0	0	2	0	0	2	0	2	3	0	6	4	8	59
35º	2	13	7	1	11	12	3	2	0	1	0	1	5	0	0	1	0	0	0	59
36º	28	25	Em 2011 foi determinada uma categoria para esse setor.																	53
37º	5	3	8	1	7	1	0	5	0	0	0	0	1	5	2	1	4	1	0	44
38º	4	7	7	0	1	0	1	2	1	1	0	2	5	1	4	0	0	0	1	37
39º	0	1	2	1	0	0	0	2	0	3	0	1	1	1	0	4	5	9	3	33
40º	1	2	0	0	0	1	1	0	0	0	1	1	1	0	1	5	2	0	0	16
41º	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	1	0	2	2	0	0	7	1	0	15
42º	1	3	Em 2011 foi determinada uma categoria para esse setor.																	4
43º	21	29	11	22	35	67	26	24	30	18	6	15	19	14	20	31	30	12	26	456
Total geral	433	817	726	454	663	699	473	363	299	230	227	340	353	309	351	372	328	212	175	7824

* apenas 1º semestre

1º Tecnologia da Informação (TI); 2º Alimento, bebida e fumo; 3º Telecomunicação e mídia; 4º Instituição financeiras; 5º Companhia energética; 6º Publicidade e editora; 7º Metalurgia e siderurgia; 8º Produtos químicos e petroquímicos; 9º Serviços para empresas; 10º Petróleo e Gás; 11º Seguros; 12º Imobiliário; 13º Eletroeletrônico; 14º Produto químico e farmacêutico; 15º Parte e peça automotiva; 16º Transporte; 17º Shopping Center; 18º Loja de varejo; 19º Mineração; 20º Produto de engenharia; 21º Construção e produto de construção; 22º Educação; 23º Supermercado; 24º Madeira e papel; 25º Açúcar e álcool; 26º Hotel e restaurante; 27º Serviço portuário e aeroportuário; 28º Higiene; 29º Hospital e laboratório de análise clínica; 30º Aviação; 31º Cimento; 32º Têxtil; 33º Embalagem; 34º Montadora de veículo; 35º Vestuário e calçado; 36º Empresa de internet; 37º Serviço público; 38º Fertilizante; 39º Indústria extrativista; 40º Design e projeto gráfico; 41º Ferroviário; 42º Revenda de veículo; 43º Outros.

Fonte: KPMG (2012). Acesso em: 09 de Agosto de 2012 às 07:00h.

Pode-se verificar, na tabela acima, que os setores que tiveram maior crescimento em transações de F&A, nos últimos anos, foram os de tecnologia de informação, telecomunicações e mídia, companhia energética, publicidade e editoras, serviços para empresas, mineração, serviços portuários e aeroportuários, *shopping centers*, produtos de engenharia, hospitais e laboratórios de análises clínicas, hotéis e restaurantes, vestuário e calçados. Vale mencionar que o crescimento desses setores foi ocasionado, sobretudo, devido aos incentivos governamentais que receberam, como foco para o crescimento estratégico do país, e, outrossim, aproveitando o desenvolvimento do mercado interno e estruturação do país, para sediar a Copa do Mundo e Olimpíada.

O setor de alimentos, bebidas e fumo liderou as transações de F&A, até 2007, setor importante, que passou por uma redefinição constante no *market-share* dos principais *players*, no mercado brasileiro, com a entrada de novas empresas estrangeiras no país, e a concentração e consolidação das empresas já existentes.

Referente ao setor de tecnologia de informação, segundo Vieira (2008), as empresas brasileiras têm recebido bom incentivo para inovar e expandir mercado, sobretudo para o setor de tecnologia – são destinados vultosos recursos para a FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos). Onde, desde o final da década de 90, as verbas destinadas à inovação no país são crescentes. O incentivo governamental tem proporcionado considerável crescimento do setor no país, porém, ainda hoje, há muito a ser trabalhado em relação a essa questão. Segundo a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o Brasil ainda está abaixo da média no que diz respeito a países emergentes sobre gastos com inovação.

Outro setor líder em transações de F&A, acumuladas no período, é a indústria de telecomunicações, que passa por mudanças substanciais em sua tecnologia. Inicialmente, a indústria focava-se apenas no tráfego de voz; hoje, a interatividade das informações digitalizadas, a rapidez, a segurança e o preço do serviço ao consumidor final são fundamentais para a competitividade no setor. Dessa forma, as fusões e aquisições tornam-se um eficiente meio para busca de sinergias de mercado, com o propósito de aumentar as vantagens competitivas no setor.

Atualmente, o caminho para essas empresas é a fibra ótica, sendo que muitos países desenvolvidos, em especial o Japão e Coreia do Sul, já estão bem à frente do Brasil. A fibra ótica, apesar de demandar vultosas somas de capitais para a implantação inicial, é o modo mais rápido e seguro de comunicação existente. As empresas e países que não se adaptarem à tecnologia, correm o risco de ficar obsoletos, e permitir que concorrentes mais aptos entrem no mercado e ofereçam melhores produtos e serviços.

É observado também que a tendência de inúmeros setores, sobretudo, durante e, após crises econômicas e financeiras, é a concentração e consolidação do mercado, ou seja, em analogia ao darwinismo, toda crise fortalece os maiores e melhores *players*, e elimina os ineficientes e inaptos.

A tabela abaixo se refere ao informe sobre como as transações de F&A, no Brasil, estão sendo realizadas. É feita uma estratificação para melhor visualizar a origem e o destino do capital utilizado em fusões e aquisições (F&A).

Tabela 2. Estratificação e Comparação das Transações de F&A no Brasil.

	1º semestre 2011	1º semestre 2012
<i>Cross border 1</i>	95	167
<i>Cross border 2</i>	32	21
<i>Cross border 3</i>	15	17
<i>Cross border 4</i>	58	58
<i>Cross border 5</i>	4	4
Doméstico	175	166
Total:	379	433
<i>Cross border 1:</i>	Empresa estrangeira adquirindo empresa brasileira estabelecida no Brasil.	
<i>Cross border 2:</i>	Empresa brasileira adquirindo empresa estrangeira estabelecida no exterior.	
<i>Cross border 3:</i>	Empresa brasileira adquirindo empresa estrangeira estabelecida no Brasil.	
<i>Cross border 4:</i>	Empresa estrangeira adquirindo empresa de capital majoritário estrangeiro estabelecida no Brasil.	
<i>Cross border 5:</i>	Empresa estrangeira adquirindo empresa brasileira estabelecida no exterior.	
Doméstico:	Empresa brasileira adquirindo empresa de capital majoritário brasileiro no próprio país.	

Fonte: KPMG (2012). Acesso em: 09 de Agosto de 2012 às 07:00h.

Identifica-se, na tabela acima, que, no Brasil, a porção majoritária de fusão e aquisição *cross-border* é de firmas estrangeiras. As empresas brasileiras têm utilizado menos essa ferramenta. Verifica-se ainda, que, na comparação do primeiro semestre de 2011 com 2012, houve aumento significativo de entrada de empresas estrangeiras no Brasil, comprando empresas brasileiras e, outrossim, a diminuição de empresas brasileiras comprando empresas no exterior. Deve-se, entretanto, enfatizar que há ainda muito espaço para empresas brasileiras crescerem no mercado internacional, sobretudo aproveitando a atual conjuntura econômica internacional para a compra de empresas estrangeiras com menor ágio.

A figura a seguir mostra graficamente a evolução anual do número de transações (1994 - 2011) e, faz comparação entre transações domésticas e *cross-borders*, no país.

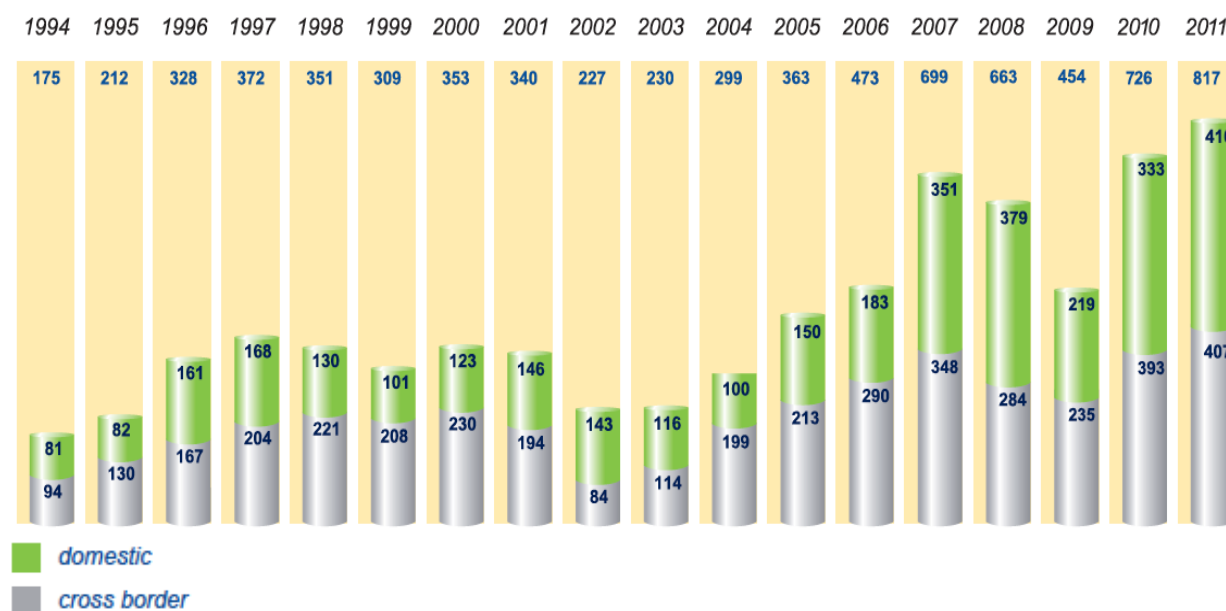


Figura 1. Histórico anual do número de transações de F&A no Brasil.
Fonte: KPMG (2012). Acesso em: 09 de Agosto de 2012 às 07:00h.

Evidencia-se que uma parte significativa das transações de fusões e aquisições (F&A), no Brasil, ainda é doméstica. Pode-se verificar também, na figura acima, que há uma tendência de crescimento na quantidade de F&A, no Brasil, tanto doméstica, quanto *cross-border*.

Após análise da tabela 2, e figura 1, acima evidenciadas, que tratam respectivamente da origem do capital, em transações de fusões e aquisições (F&A), estratificado e comparado e do histórico da evolução das transações de F&A, no Brasil, fica latente a necessidade das empresas brasileiras de utilizarem, de forma intensiva e estratégica, essa poderosa ferramenta, para que se possa alavancar o crescimento e expansão da firma brasileira, globalmente e domesticamente.

Desse modo, as técnicas de fusão e aquisição, quando bem-aplicadas, mostram-se eficazes para tal fim, como exemplo, a formação de grandes conglomerados e corporações importantes na economia global, que cresceram por meio de fusões e aquisições, como a *General Electric Company (GE)*, *Mitsubishi Corporation*, *Procter & Gamble Inc. (P&G)*, *Unilever*, *AB Inbev*, entre outras empresas. E coadunando com essa afirmação, conforme visto anteriormente, na média, as fusões e aquisições geram valor anormal positivo, quando analisadas combinadamente (adquirentes e adquiridas).

2.3. Estratégias em Fusões e Aquisições

Segundo Penrose, 1959; Seth, 1990a; Rocha, Iooty e Ferraz (2001); Miranda & Martins, 2000; Besanko, 2006; Haleblan et al., 2009, são inúmeras as motivações estratégicas para a realização de fusões e aquisições (F&A), como por exemplo:

- *asset seeking* (busca por ativos) - É a estratégia de buscar, no mercado, ativos estratégicos que possam gerar bom retorno financeiro;
- *efficiency seeking* (busca por eficiência) - É a estratégia de otimizar operacionalmente o negócio, buscando empresas-alvo que tenham sinergia operacional e que agreguem valor à cadeia produtiva e/ou de suprimentos da empresa;
- *resource seeking* (busca por recursos) - Visa à obtenção de recursos estratégicos para o ganho de economia de escala, aumento de produtividade, conhecimento, tecnologia, etc;

- *market seeking* (busca por novos mercados) - É a estratégia de aquisição de empresas para ganho de *market-share*, ou entrada em novos mercados. Visando geração de valor, decorrente à entrada da empresa em potenciais novos mercados.

De acordo com Miranda & Martins (2000), a tendência de globalização da produção e do mercado doméstico e internacional constitui forte motivação para as operações de fusões e aquisições (F&A), em resposta à acirrada concorrência internacional.

Chandler (1990) ressalta ainda que a utilização das ferramentas de fusões e aquisições (F&A) possa ter, como resultante, ganho de vantagem competitiva, devido à busca de sinergias e otimização operacional das empresas.

Como exemplo de fusão e aquisição (F&A), que teve como resultante ganho de vantagem competitiva, tem-se a fusão da *Edison General Electric Company* com a *Thomson-Houston Company*, em 1892, que resultou na *General Electric Company (GE)*, que teve como premissa a junção de patentes, propriedades intelectuais e bases de pesquisa e desenvolvimento, formando uma empresa com melhores vantagens competitivas, atuando, hoje, em quase todos os países do mundo. Outrossim, evidencia-se que, até hoje, são utilizadas massivamente aquisições para se manter a capacidade de inovação dessa empresa centenária.

Referente aos tipos de fusões e aquisições, segundo Penrose (1959) e Wood (1971), há duas possíveis direções corporativas estratégicas. A primeira é a relacionada ou concêntrica, em que a empresa adquirente adiciona atividades em comum a seu portfólio. A segunda é a diversificação conglomerada, em que ocorre a entrada, em novas áreas de especialização, não relacionada com seu portfólio já existente.

Ainda abordando os diferentes tipos de fusões e aquisições, Lemelin (1982), Scott (1983) e MacDonald (1985) apresentaram evidências de que as fusões e aquisições relacionadas, em geral, tiveram melhores performances, devido às similaridades em sua cadeia produtiva e de suprimentos, obtendo maior economia de escala e foco para crescimento e expansão da empresa.

De acordo com Penrose (1959), Guimarães (1982a, 1982b) e Teece (1982), as empresas realizam fusões e aquisições com o intuito de maximizar seus excedentes, na procura pelo potencial de crescimento acima da média de mercado. Há também, conforme já citado anteriormente, a possibilidade de adotar a estratégia de aquisição conglomerada, visando-se ganhos oriundos da sinergia financeira, diversificação de riscos operacionais, entre outras motivações estratégicas.

Entretanto, na maior parte das operações, é realizada de forma relacionada, em função das restrições específicas de recursos internos, como por exemplo, a falta de conhecimento e habilidades necessárias para a entrada em outros segmentos, possibilidade de perda de foco e eficiência, escassez de recursos financeiros para o contínuo reinvestimento em todas as áreas de negócios. Cita-se abaixo um breve trecho de Penrose (1959) versando sobre a limitação da firma, devido à escassez de recursos.

Uma empresa pode entrar em diversos segmentos, mas para mantê-la competitiva, deverá estar preparada para sempre reinvestir em cada segmento atuado. Esta necessidade de re-investimento contínuo irá restringir sua diversificação em uma quantidade de segmentos suportáveis em qualquer período de tempo (PENROSE, 1959, p. 134).

Segundo Rasmussen (1989), o *takeover* é mais prático e tem menor risco para o executor, sendo estrategicamente melhor que as práticas de investimento de estaca zero (*greenfields* – novas plantas). Esta ferramenta estratégica de penetração mercadológica é chamada de *Blitz Krieg*, pelo autor supracitado, em que uma empresa pode penetrar e conquistar mercados rapidamente e/ou abandoná-los tão rápido como entrou.

Entretanto, para o efetivo sucesso de uma aquisição, Rasmussen, (1989), enfatiza o fator *timing* como estratégico e essencial para o processo. Assim, é preciso estar atento ao mercado para a visualização, não apenas do objetivo, estratégia e empresa-alvo, mas também do cenário e condições de mercado-alvo, para o *start-up* do processo de F&A.

2.4. Fusões e Aquisições (F&A) Internacionais de Países Emergentes e o Valor da Empresa Adquirente

Conforme já relatado, na seção justificativa da pesquisa, de acordo com Gubbi *et al.* (2010), a *United Nations Conference on Trade and Development – UNCTAD* (2006) afirma que a quantidade de empresas oriundas de países emergentes, executando expansão internacional, tornou-se vultosa e de extrema importância para economia mundial. Entretanto, ainda há muito a se estudar sobre seu *modus operandi*, a fim de entender e desenvolver melhor os potenciais desse novo cenário global.

2.4.1. Teorias sobre Expansão Internacional das Firms

De acordo com Buckley & Casson (1976); Hymer (1976); Gubbi *et al.* (2010); Aybar & Ficici (2009), existem dois tipos de visões que embasam a teoria de expansão internacional por meio de fusão e aquisição. A primeira, mais tradicional, refere-se à perspectiva de exploração, onde firmas estrangeiras, de países emergentes ou não, vão para o exterior, exclusivamente, com o intuito de obter o máximo de rendimento do retorno da propriedade/ativo.

Essa primeira visão é baseada no princípio de *rent-yielding ownership*, onde por exemplo, um investidor que adquire um imóvel tem como alvo apenas seu rendimento com aluguel; ou compra uma empresa aspirando somente aos rendimentos de pró-labore, dividendos e ganho de valor de mercado.

A segunda visão, por outro lado, tem como base o conceito de *Resource-based view (RBV)* de Penrose (1959); Barney (1991) e Wernerfelt (1984); que visualiza a firma como um composto de recursos que são propriamente combinados para a execução de um determinado fim, visando à geração de valor para empresa.

Com base nessa segunda perspectiva, em obtenção de recursos estratégicos, mais recentemente, alguns estudos (Seth, 1990a; Dawar & Frost, 1999; Gubbi *et al.*, 2010; Cuervo-Cazurra, Maloney, & Manrakhan, 2007; Uhlenbruck, Hitt, & Semadeni, 2006; Vermeulen & Barkema, 2001; entre outros) têm apresentado motivações complementares para expansão internacional, por meio de fusões e aquisições (F&A), sobretudo quando o foco são países emergentes, realizando aquisições *cross border*.

Algumas motivações defendidas atualmente para realização de fusões e aquisições são:

- O acesso a novos e diferentes mercados;
- Aumento de poder de mercado;
- Maior captação de crédito a juros, consideravelmente mais baixos em países desenvolvidos;
- Obtenção de tecnologia de ponta;
- Aquisição de marcas globais;
- Internalização de conhecimentos e habilidades para fabricação de produtos superiores, bem como a obtenção de melhores práticas em *marketing*, cadeia de suprimentos, finanças e recursos humanos, entre outros;
- Ganho de economia de escala e de escopo;
- Possibilidade de arbitragem internacional por atuar em outros mercados;
- Diversificação de risco devido à atuação em outros mercados.

Referente a essa segunda perspectiva sobre a teoria de expansão internacional, Shan & Son (1997) *apud* Gubbi *et al.* (2010), utilizando os jargões do *Just in Time (JIT)*, conceituam que fusões e aquisições não são somente “empurradas” pela vantagem específica da firma-alvo, mas também “puxadas” pelo potencial da transação com o intuito de adquirir recursos, capacidades e habilidades provenientes de um mercado internacional, visando desenvolver novas vantagens competitivas provenientes desta “dialética” – fusão de dois modos distintos de cultura, mercado, práticas corporativas, etc.

Segundo Kogut (1983) *apud* Aybar & Ficici (2009), aquisições feitas além da fronteira nacional podem gerar flexibilidade operacional, resultando na possibilidade de explorar novas oportunidades, como arbitragem no mercado internacional, diversificação de riscos e otimização da cadeia de suprimentos, logística e produção.

A literatura sobre internalização de recursos estratégicos, provenientes da empresa adquirida para a empresa adquirente, sinaliza geração de retornos anormais oriundos de F&A *cross-borders*, sobretudo quando as firmas adquiridas têm recursos específicos dificilmente adquiridos no próprio país, e/ou estão inseridos em mercados complementares à empresa adquirente (BUCKLEY & CASSON, 1976; CAVES, 1971, e 1998; HYMER, 1976; MORCK & YEUNG, 1991, 1992; WILLIAMSON, 1979 *apud* AYBAR & FICICI, 2009).

Aybar & Ficici (2009) sugerem que a expansão internacional dada por meio de fusões e aquisições (F&A) possa gerar significativas oportunidades de criação de valor, mas também salientam que há diversos riscos e desafios que podem, no mínimo, anular o potencial ganho de valor. Como exemplo, são citadas as dificuldades e complexidades na pós-aquisição, decorrentes ao processo de gestão e integração da empresa adquirente, e internalização dos conhecimentos tácitos e expressos dessa empresa.

Nesse contexto, diversos outros pesquisadores abordam o risco das diferenças culturais tanto no âmbito empresarial quanto no âmbito entre os países, onde há diferença no gosto e hábitos dos consumidores, nas práticas de gestão, no ordenamento jurídico e na conjuntura macro e microeconômica e social. Vale ressaltar que essas diferenças podem arruinar o potencial de geração de valor à empresa (BARKEMA, BELL, & PENNINGS, 1996; EDEN & MILLER, 2004; AYBAR & FICICI, 2009).

Igualmente, a falta de experiência em aquisições internacionais, a não presença comercial anterior no país da empresa adquirida, o não contato comercial *a priori* com a adquirida, e a realização de fusões e aquisições internacionais, em períodos considerados como crise e recessão, tanto no país adquirente, como no país-*target*, são fatores que podem gerar destruição de valor em transações de fusões e aquisições (F&A) *cross-border*.

Segundo ainda Madura (2000); Kissin & Herrera (1990), esses fatores de períodos de crise e recessão, podem levar o adquirente a valorar mal a empresa adquirida, e não identificar devidamente os ativos complementares que possam ser alvo para eventual sinergia entre as empresas. Ademais, esses fatores influem na ampliação da assimetria de informação, resultando, por fim, em *overpricing* ou pagamento de alto prêmio ou ágio à empresa adquirida, desencadeando em efeitos adversos no valor da firma adquirente devido a essas falhas de transação (AYBAR & FICICI, 2009; WESTON, SIU & JOHNSON, 2001).

Este trabalho aborda como esses fatores supracitados podem influenciar a reação do mercado na valoração da firma adquirente brasileira decorrente do anúncio de expansão internacional.

3. PERCURSO METODOLÓGICO E A PESQUISA

Serão abordados, na seção percurso metodológico e a pesquisa, os caminhos e ações que conduziram a execução da pesquisa.

3.1. Dados e Fonte de Informação

Esta pesquisa foca na análise da reação do mercado em relação ao anúncio de fusão e aquisição (F&A) *cross-border* realizado por empresa brasileira, visa-se investigar se há geração ou destruição de valor (retornos anormais positivos ou negativos), em aquisições *cross-border* realizadas por firmas brasileiras, tendo como objetivo secundário apontar quais variáveis influenciam na geração ou destruição de valor na amostra examinada.

Foram consideradas somente aquisições *cross-border* realizadas por empresas brasileiras listadas na BM&F BOVESPA, com *status* de “concluído ou concretizado”, reportadas pela *Thomson SDC Platinum Financial Database*, no período de janeiro de 2000 a outubro de 2011.

Foi analisado o total de 128 aquisições *cross-border* concluídas. Para cada aquisição, a *Thomson SDC Platinum Financial Database* proveu o nome da empresa adquirente, o nome da empresa adquirida, o nome do país da adquirida e adquirente (Brasil), data do anúncio do evento, entre outras informações.

Foram realizadas verificações dos dados, por meio de busca de informações dos eventos de aquisição *cross-border*, em jornais, revistas, artigos especializados e científicos, relatório anual das empresas, relatório semestral da KPMG - divisão de fusões e aquisições (F&A) e o relatório da ANBID sobre fusões e aquisições.

Além disso, coletados dados de outras bases de dados privados e públicos, para maior verificação e confiabilidade dos dados existentes e, inclusive, para captação de outros dados necessários para execução da aludida pesquisa, como por exemplo, *Economática*, *Datastream Thomson Data Base*, *Reuters-Thomson Data Base*, *World Economic Outlook* do Fundo Monetário Internacional (FMI), base de dados estatísticos sobre o mundo, fornecido pelo site do FMI, base de dados estatísticos sobre o mundo fornecido pelo site da OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico), base de dados sobre o mundo disponibilizado pelo site da *CIA-EUA (Central Intelligence Agency dos Estados Unidos da América)*, dados obtidos pelo site da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), dados obtidos pelo site da BM&F BOVESPA, dados obtidos pelo site da *Bloomberg*, entre outros banco de dados.

Como resultado dos filtros utilizados e eliminação dos dados faltantes (*missing data*), a base de 148 aquisições *cross-borders*, feita por empresas brasileiras, sofreu redução para um conjunto de 128 casos válidos.

Outrossim, conforme Gubbi *et al.* (2010), como o tamanho da amostra desta pesquisa é de 128 eventos, a amostra é considerada suficientemente grande, para violar qualquer assunção de normalidade, conforme afirmam também McWilliams & Siegel (1997).

De acordo com Gubbi *et al.* (2010), a metodologia de estudo de eventos possibilita aos pesquisadores determinar se houve retornos anormais no preço da ação avaliada pelo mercado. Já a regressão por mínimos quadrados ordinário (MQO) possibilita verificar se as variáveis são significantes e se ajudam a explicar a variável dependente do modelo.

Dessa forma, replicando o modelo de Gubbi *et al.* (2010) e utilizando a base teórica da metodologia dada por (AYBAR & FICICI, 2009; CAPRON & SHEN, 2007; MACKINLAY, 1997; MCWILLIAMS & SIEGEL, 1997; ROSSI & VOLPIN, 2004; SETH, SONG & PETTIT, 2002 *apud* GUBBI *et al.*, 2010; entre outros), podem-se testar as hipóteses 1 e 2, aplicando o procedimento em quatro etapas:

1. Mensura-se a performance individual de cada aquisição utilizando a metodologia de Estudo de Eventos;
2. Obtém-se o ACAR (*average cumulative abnormal return*), ou o retorno médio anormal acumulado;
3. Verifica-se as hipóteses 1 e 2, de acordo com a teoria de estudo de eventos;
4. O resultado da etapa anterior é regredido sobre as variáveis explicativas e de controle do modelo a fim de se re-testar a segunda hipótese da pesquisa, visando maior robustez dos resultados.

Segue abaixo maior detalhamento da metodologia de Estudo de Eventos.

3.2. Metodologia de Estudo de Eventos

Segundo Aybar & Ficici (2009) e Gubbi *et al.* (2010), a literatura de finanças tornou padrão na utilização de estudo de eventos, para mensuração do impacto da reação do mercado, no preço da ação.

É uma técnica que se baseia na reação do mercado na precificação do valor da empresa decorrente de anúncios realizados, tendo como base um índice de mercado; visa-se mensurar como o mercado avalia o *disclosure* de uma determinada informação. (MACKINLAY, 1997; MCWILLIAMS & SIEGEL, 1997; AYBAR & FICICI, 2009; GUBBI *et al.*, 2010)

O estudo de evento permite ao pesquisador concluir se o evento teve efeito positivo ou negativo em relação a uma base pré-fixada como modelo. Essa metodologia tem sido utilizada para diversas áreas do conhecimento, desde finanças até direito. (MCWILLIAMS & SIEGEL, 1997) e envolve três etapas (BROWN & WARNER, 1985; MCWILLIAMS and SIEGEL, 1997):

1. Identifica-se qual evento que será avaliado; define-se a janela do evento, e a janela de estimação.
2. Calcula-se o retorno anormal
3. Obtém-se o ACAR (*Average Cumulative abnormal returns*) ou retorno anormal médio acumulado, e testa-se sua significância estatística.

Na metodologia de estudo de evento, ressalta-se a importância da janela de evento, que deve possuir um tamanho reduzido para melhor captar os efeitos do evento, e mitigar o ruído dos impactos de outros eventos. (MACKINLAY, 1997; MCWILLIAMS & SIEGEL, 1997; CAMPBELL, LO & MACKINLAY, 1997)

Salienta-se ainda que, segundo Mackinlay (1997), quanto menor a janela de estimação, melhor para estimar o evento e diminuir os ruídos. Sugere-se então a utilização de janelas de estimação de 120 ou 250 dias.

Neste trabalho, foram utilizadas janelas de estimação com 120 dias, conforme Mackinlay (1997), de 240 dias, conforme Gubbi et al. (2010), e 500 dias como teste de robustez. Já para a janela de evento, foram utilizados 5, 11 e 15 dias, para maior robustez à pesquisa.

Foi utilizado ainda, o IBOVESPA, como índice de mercado base para avaliar os retornos das firmas brasileiras listadas, e que fizeram aquisição *cross-border* na data do evento.

Segundo McWilliams & Siegel (1997) e Campbell, Lo & Mackinlay (1997), o estudo de eventos tem quatro premissas fundamentais:

- a. O mercado é eficiente;
- b. Racionalidade do mercado;
- c. Não há assimetria de informação, portanto não havendo antecipação de ações no mercado referente ao evento;
- d. Não há outros eventos que possam mascarar ou confundir os resultados, gerando ruídos ao evento analisado.

De acordo com Aybar & Fici (2009), o modelo de mercado base assume relação linear com o retorno do ativo ou da carteira de ativos. Portanto, para cada ativo, o modelo de mercado assume que os retornos gerados são dados por:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde:

R_{it} é o retorno do ativo (i) em determinado tempo (t). R_{mt} é o retorno de mercado em um determinado período (t). ε_{it} é o termo de erro aleatório para um determinado ativo (i) em um determinado período (t). β_i é o coeficiente angular específico da firma (i) e α_i é o intercepto específico da firma (i), a ser estimado pelo modelo de regressão.

3.3. Hipóteses de Pesquisa

Visando atingir os objetivos ora estipulados, atender à situação problema da pesquisa e responder às hipóteses instituídas, este trabalho terá como base fundamentadora para as hipóteses e para a pesquisa empírica um conjunto de características e especificidades das firmas, no momento do anúncio da transação, associado à comparação macro e microeconômica entre os países da adquirente e adquirida.

De acordo com a literatura (AYBAR & FICICI, 2009; GUBBI ET AL. 2010; BAHGAT, MALHOTRA & ZHU, 2011, entre outros), será pressuposto neste trabalho que a magnitude da criação de valor às empresas brasileiras que executaram F&A *cross-borders* será diretamente relacionada à potencial complementariedade de recursos disponíveis, no âmbito da empresa adquirida; sejam recursos internos da empresa, sejam recursos oriundos da localidade da empresa adquirida.

Complementando essas premissas, Errunza & Sembet, (1981) e Doukas & Travlo, (1988), argumentam que a pluralidade de recursos, sobretudo quando complementares, incrementam significativamente o valor da empresa adquirente.

Dessa forma, este trabalho, com base em (ERRUNZA & SEMBET, 1981; DOUKAS & TRAVLO, 1988; GUBBI *et al.*, 2010; entre outros), testará as seguintes hipóteses:

Hipótese 1_a (H. 1a) - Aquisições *cross-borders*, realizadas por firmas brasileiras, geram retornos anormais positivos para as firmas adquirentes;

Hipótese 1_b (H. 1b) - Aquisições *cross-borders*, realizadas por firmas brasileiras, não geram retornos anormais positivos para as firmas adquirentes.

Essa hipótese é derivada dos trabalhos de Gubbi *et al.* (2010), Errunza & Smbet, (1981) e Doukas & Travlo (1988), entre outros. Tendo como base, a teoria de *RBV*, cuja pluralidade de recursos estratégicos, disponíveis decorrentes de transação de F&A e sua apropriada combinação e utilização pela adquirente, constituem potencial geração de valor, sobretudo na visão de empresas oriundas de países emergentes.

Para a segunda hipótese, foi considerada a premissa de que os potenciais para criação de valor em transações de F&A, de empresas oriundas de países emergentes, variam de acordo com a situação econômica e institucional do país da empresa adquirida. (Ghemawat, 2001; Tsang & Yip, 2007 *apud* Gubbi *et al.*, 2010)

Dessa forma, este trabalho, com base em (Errunza & Smbet, 1981; Doukas & Travlo, 1988; Ghemawat, 2001; Tsang & Yip, 2007 *apud* Gubbi *et al.*, 2010; entre outros), estabelece a segunda hipótese como:

Hipótese 2._a (H. 2a) - Aquisições *cross-borders*, de firmas brasileiras realizadas em país-*target*, classificado como país desenvolvido, gerarão maiores retornos anormais.

Hipótese 2._b (H. 2b) - Aquisições *cross-borders*, de firmas brasileiras realizadas em país-*target*, classificado como país desenvolvido, não gerarão maiores retornos anormais.

Essa hipótese é derivada de (BERRY, 2006; ANAND & DELIOS, 2002; EUN, KOLODNY & SCHERAGA, 1996; SHAN & SONG, 1997; GUBBI *et al.*, 2010; AYBAR & FICICI, 2009; entre outros), que defendem que quando uma adquirente advindo de país emergente faz expansão internacional em países desenvolvidos, com melhores condições econômicas, institucionais e legais, e com melhor desenvolvimento do mercado interno, há um maior potencial de geração de valor para a transação, devido aos bons recursos disponíveis e seu alto grau de complementariedade.

3.4. Sobre as Variáveis

Inicia-se com explicação da variável dependente; das variáveis independentes, para comparação macroeconômica, que possam capturar e/ou influenciar a determinação do valor de mercado da empresa brasileira adquirente, em caso de F&A *cross-border*; e, das variáveis de controle. A fim de identificar quais variáveis têm maior influência, e significância, em relação à variável dependente.

3.4.1. Variável dependente

i) A variável dependente, nesta pesquisa, é o CAR (*cumulative abnormal return*) que, conforme já explanado, mede o desempenho, na visão do mercado, da empresa brasileira, em cada transação de F&A *cross border* realizada. (AYBAR & FICICI, 2009; BHAGAT, MALHOTRA & ZHU, 2011; GUBBI *et al.*, 2010; entre outros.)

Serão utilizadas, neste trabalho, janelas de estimação com 120 dias, conforme Mackinlay (1997), de 240 dias, conforme Gubbi et al. (2010) e 500 dias como teste de robustez. Já para janela de evento, foram utilizados 5, 11 e 15 dias, para maior robustez à pesquisa.

3.4.2. Variáveis independentes para comparação entre os países da adquirente e adquirida

Foram considerados dois conjuntos de características para capturar o impacto macroeconômico, institucional e legal, a fim de haver comparação entre os países da adquirente e adquirida e poder analisar essas diferenças com o propósito de atender à segunda hipótese. Seguem abaixo as variáveis utilizadas como *proxies*, para mensurar a diferença econômica, social e institucional entre os países:

ii) Aquisição em país desenvolvido (AYBAR & FICICI, 2009; GUBBI *et. al* 2010; MADURA, 2000); segundo Gubbi *et al.* (2010), essa variável está associada à influência geográfica nos desempenhos das fusões e aquisições (F&A) para adquirentes cujos mercados, com maior potencial de complementariedade de recursos, podem gerar maior retorno anormal positivo.

Neste trabalho, serão utilizadas as classificações do OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico) e do FMI (Fundo Monetário Internacional) como *proxies* de países desenvolvidos, visando à mensuração do impacto de eventos de fusões e aquisições nesses aludidos países.

iii) Distância econômica (AYBAR & FICICI, 2009; GUBBI *et. al* 2010; MADURA, 2000); conforme literatura estudada, essa variável está associada à diferença econômica entre os países sedes das empresas envolvidas, que influenciam significativamente nos retornos anormais para as empresas adquirentes.

Neste trabalho, serão utilizados os dados de produto interno bruto (PIB) *per capita*, ajustados à paridade do poder de compra (PPC) do Banco Mundial. Como teste de robustez, será também utilizado o logaritmo normal dos dados de produto interno bruto *per capita* do FMI (Fundo Monetário Internacional), para os países da amostra, assim como faz Gubbi *et al.* (2010) visando à mensuração do impacto de eventos de fusões e aquisições decorrentes de diferenças econômicas entre os países *target* e do adquirente.

iv) Distância institucional (AYBAR & FICICI, 2009; GUBBI *et. al* 2010; MADURA, 2000). Essa variável está associada à diferença cultural e legal entre os países sedes das firmas envolvidas, que influencia significativamente nos retornos anormais em F&A para empresa adquirente, pois quanto maior essa distância institucional, maior o risco da transação. Essa variável é provida pelo relatório anual da *Heritage Foundation*, cujo índice é chamado de *Economic Freedom Index*. Salienta-se que esse indicador de distância institucional têm sido utilizado amplamente pela literatura de fusões e aquisições *cross border*, conforme já citado. Apenas como maior detalhamento, a *Heritage Foundation* é uma entidade americana sem fins lucrativos, que visa avaliar os países a fim de garantir melhor condição de investimento público-privado. Estabelece-se a premissa de que quanto melhor for o país institucionalmente, melhor será a garantia de bom retorno econômico-financeiro.

3.4.3. Variáveis de Controle (Característica da Firma e suas Implicações na Determinação do Valor)

Foram estabelecidas variáveis de controle como características dos adquirentes e adquiridos, a fim de capturar, analisar e explicar suas implicações na reação do mercado. E, dessa forma, poder verificar os impactos em relação ao valor da empresa. Seguem abaixo as variáveis de controle utilizadas neste trabalho e os autores que as fundamentam:

v) Desempenho passado do adquirente (AYBAR & FICICI, 2009; GUBBI *et al*, 2010; HALEBLIAN & FINKELSTEIN, 1999; MARKIDES & ITTNER, 1994). Essa variável é baseada em que o desempenho passado do adquirente é associado ao retorno anormal positivo da transação em F&A *cross border*.

Será medida pela margem de lucro líquido médio de 8 trimestres anteriores ao evento. Evidencia-se que para este trabalho, o lucro líquido médio será definido por: $(\text{Lucro líquido} / \text{Vendas líquidas}) * 100$, conforme Gubbi *et al*, 2010.

vi) Tamanho da adquirente (AYBAR & FICICI, 2009; GUBBI *et al.*, 2010; UHLENBRUCK, HITT, & SEMADENI, 2006). Essa variável é baseada em que o tamanho da adquirente está relacionado ao retorno anormal em operações de F&A *cross border*. Essa variável será definida como o logaritmo do ativo total médio dos 8 trimestres anteriores ao evento.

vii) Idade da adquirente (GUBBI *et al.*, 2010; SAPIENZA, AUTIO, GEORGE, & ZAHRA, 2006). Essa variável é baseada em que a idade da adquirente influencia o retorno anormal em operações de F&A *cross border*. Para este trabalho, a idade da adquirente será a diferença entre o ano da aquisição e o ano de fundação da firma.

viii) Adquirida listada em bolsa de valores (CAPRON and SHEN, 2007 *apud* AYBAR & FICICI, 2009; FULLER, NETTER & STEGEMOLER, 2002). Variável baseada em que adquirentes obtêm retornos negativos quando associados à aquisição de empresas de capital aberto; e por outro lado, quando é adquirida empresa de capital fechado, essa transação está associada a retornos positivos à adquirente.

Segundo ainda Gubbi *et al.*(2010) e Aybar & Ficici, (2009); a pouca experiência de empresas de países emergentes, em aquisições *cross border*, pode levar a adquirente a pagar um maior prêmio na adquirida, quando esta for de capital aberto. Para este trabalho, a variável listada em bolsa de valores (adquirida) será definida como variável binária: 1, caso a adquirida seja listada, e 0, caso contrário.

ix) Indústria manufatureira (GUBBI *et al.*, 2010; MARKIDES & ITTNER, 1994; entre outros). Essa variável consiste no fato da empresa adquirente ser classificada como manufatureira e pode influenciar no desempenho em aquisições internacionais.

Será adotada a classificação SIC (*Standard Industrial Classification*) 2000-3999 – Indústria Manufatureira. Para este trabalho, a variável indústria manufatureira será definida como variável binária: 1, caso a adquirente for da indústria manufatureira, e 0, caso contrário.

x) Afiliação em grupo de negócios (CHITTOOR *et al.*, 2009; GUBBI *et al.*, 2010). É verificado na literatura estudada que a afiliação em grupo de negócios pode afetar negativamente o desempenho das adquirentes em transações de F&A *cross border*, devido às influências que o grupo pode trazer sobre a empresa que está adquirindo.

Para este trabalho, a variável afiliada em grupos de negócios será definida como variável binária: 1, caso a adquirente pertencer ao grupo de negócio, e 0, caso contrário.

xi) Alavancagem financeira da adquirente (GUBBI *et al.* 2010; HALEBLIAN, KIM, & RAJAGOPALAN, 2006). Essa variável é baseada em que a alavancagem financeira influencia o retorno anormal em operações de F&A *cross border*, devido à hipótese dado pela literatura pertinente sobre folga financeira e sua associação à ocorrência de F&A (IYER & MILLER, 2008).

Para este trabalho, a variável alavancagem financeira será medida como logaritmo da razão passivo total/P.L. médio dos dos 8 trimestres anteriores ao evento, conforme Gubbi *et al* (2010).

xii) Crise e recessão econômica (GUARITA, 2002; MADURA, 2000). Essa variável está associada à influência sobre o retorno anormal que o período de crise e recessão global e/ou local traz para operações de F&A *cross border*.

Para este trabalho, a variável crise e recessão será definida como variável binária: 1, caso a transação for realizada em período de crise ou recessão, e 0, caso contrário.

Salienta-se que foram considerados os períodos de janeiro de 2000 a dezembro de 2004, como anos de crise e recessão, de janeiro de 2005 a julho de 2007, como período de bonança, e de agosto de 2007 a outubro de 2011, como período de crise e recessão.

xiii) Alianças anteriores (VILLALONGA & MCGAHAN, 2005). Essa variável está associada às vantagens que uma aliança anterior com a adquirida podem trazer para o desempenho em F&A *cross border* da adquirente, minimizando os riscos de assimetria de informação e avaliando melhor as sinergias existentes.

Para este trabalho, a variável alianças anteriores será definida como variável binária: 1, caso a adquirente tenha aliança anterior com a empresa adquirida, e 0, caso contrário. Para efeito de classificação de aliança anterior, este trabalho pautou-se na necessidade de existência prévia de propriedade acionária minoritária anterior à aquisição de maior porcentagem de propriedade acionária na adquirida.

xiv) Adquirente serial internacional (GUBBI *et. al.*, 2010; HARZING, 2002; LAAMANEN & KEIL, 2008; VILLALONGA & MCGAHAN, 2005); esta variável está baseada em que experiência anterior está associada a retornos anormais positivos.

Para este trabalho, a variável adquirente serial internacional, será definida como: variável binária; 1 caso a firma adquirente tenha executado ao menos 3 F&A *cross border*, durante o período da amostra, e 0, caso contrário.

xv) Aquisição majoritária (AYBAR & FICICI, 2009; CHARI, OUIMET & TESAR, 2004). Essa variável consiste em que aquisições majoritárias (controle das ações ordinárias em mais de 50%) em F&A *cross border*, realizadas por empresas advindas de país emergente, estão relacionadas ao retorno anormal positivo, devido ao maior controle da operação, viabilizando a internalização e melhor exploração dos recursos estratégicos.

Outrossim, coaduna-se com os argumentos anteriores a perspectiva teórica do RBV (PENROSE, 1959), onde somente com controle majoritário é possível ter efetivo acesso aos recursos estratégicos de forma plena, possibilidade de combinação dos ativos da adquirida com os da adquirente, de forma otimizada e internalização dos conhecimentos da adquirida (CHEN, 2008).

Para este trabalho, a variável aquisição majoritária será definida como variável binária: 1, se for aquisição majoritária, e 0, caso contrário.

3.4.4. Descrição das variáveis

Segue a seguir a descrição sucinta e esquematizada das variáveis anteriormente apresentadas.

ID.	Variável Dependente	Descrição
1	Retornos anormais acumulados (CAR em inglês)	É calculado sobre uma janela de evento de 11, 5 e 15 dias, e período de estimação de 120, 240 e 500 dias.
	Variável Independente	
2	Aquisição em país desenvolvido	É uma variável binária 1, se o país da adquirida estiver localizado em país desenvolvido, conforme definição da (OCDE/FMI), e 0, caso contrário.
3	Distância econômica	Razão entre o PIB <i>per capita</i> do (país-target/país-adquirente) das empresas envolvidas, no ano do evento. (Dados extraídos do Banco Mundial e do FMI)
4	Distância institucional	É a razão entre o índice <i>Economic Freedom Index</i> da <i>Heritage Foundation</i> do (país-target/país-adquirente) das empresas envolvidas, no ano do evento.
	Variáveis de Controle	
5	Desempenho passado do adquirente	É medido pela margem de lucro líquido médio de 8 trimestres anteriores ao evento.
6	Tamanho da adquirente	É o logaritmo do ativo total médio dos 8 trimestres anteriores ao evento.
7	Idade do adquirente	É a diferença entre o ano da aquisição e o ano de fundação da firma.
8	Listada em bolsa de valores (adquirida)	Variável binária 1, caso seja listada, e 0, caso contrário.
9	Indústria manufatureira	Variável binária 1, caso adquirente for da indústria manufatureira, e 0, caso contrário.
10	Afiliação em grupo de negócios	Variável binária 1 caso adquirente for pertencente ao grupo de negócio, e 0, caso contrário.
11	Alavancagem financeira da adquirente	Medido pelo logaritmo da razão passivo total/P.L. médio dos dos 8 trimestres anteriores ao evento.
12	Crise e recessão	Variável binária 1, caso a transação for realizada em período de crise ou recessão, e 0, caso contrário.
13	Alianças anteriores	Variável binária 1, caso adquirente houver aliança anterior com a empresa adquirida, e 0, caso contrário.
14	Experiência (adquirente em série)	Variável binária 1, caso a firma tenha executado ao menos 3 F&A <i>cross border</i> , durante o período da amostra, e 0, caso contrário.
15	Aquisição Majoritária	Variável binária 1, se for aquisição majoritária, e 0, caso contrário.

Quadro 1. Descrição das Variáveis
Fonte: Elaborado pelo autor.

4. RESULTADOS

A tabela 3 a seguir fornece um *overview* da distribuição da amostra em termos das indústrias chaves (nomenclaturas utilizadas da *Thomson Platinum Data Base*), países-alvo, classificação do país pela OCDE, setor da indústria (manufatureira ou outros), quantidade acionária adquirida, estratificação regional das aquisições.

Como observa-se na tabela 3, apesar das aquisições internacionais brasileiras no período da amostra terem uma boa amplitude global, isto é, abrangeram todo o globo terrestre, verifica-se concentração em poucos países e alguns tipos de indústria.

Apesar de mais da metade das aquisições *cross-border* de empresas brasileiras serem realizadas em países desenvolvidos perante a classificação da OCDE, apenas 23% aproximadamente foram realizadas dentro dos países de alto PIB-PPC (Produto Interno Bruto com paridade do poder de compra) e alto desenvolvimento econômico. Os países, neste trabalho, considerados como de alto PIB (Produto Interno Bruto) e alto desenvolvimento econômico, dentro da amostra analisada, são EUA, Japão, Inglaterra, França e Itália.

Além disso, quase 50% das aquisições *cross-borders* foram feitas na América do Sul e Central, sobretudo com a Argentina (22,66%). Salienta-se também que quase 70% dos total de aquisições internacionais foram majoritárias na amostra analisada, e as indústrias de maior relevância foram de agronegócios, bancos, alimentos e bebidas, siderurgia, metalurgia e mineração e derivados de petróleo, que correspondem a dois terços do total de aquisições internacionais de empresas brasileiras.

Outrossim, evidencia-se que quase 75% de F&A *cross border* da amostra foram realizadas por empresas brasileiras do setor manufatureiro, segundo classificação SIC (*Standard Industrial Classification*), comparativamente a outros país emergentes, como a Índia (GUBBI *et. al.*, 2010). No Brasil, o setor manufatureiro ainda tem muito peso na economia, pois na Índia esse índice já chega a 50% das transações F&A *cross border*, o restante das F&A *cross border*, na Índia, é liderado pela indústria de serviços, em especial, a de conhecimento especializado em *software*.

Tabela 3. Descrição amostral

Indústria (Thomson)	Número de Eventos	Porcentagem
Agricultura	11	8,59%
Financeira e Investimentos	1	0,78%
Automotiva e componentes	7	5,47%
Bancos	9	7,03%
Química	2	1,56%
Computadores	3	2,34%
Embalagem	2	1,56%
Diversificados	13	10,16%
Alimentos, Bebidas e Fumo	13	10,16%
Maquinaria	3	2,34%
Mineração	31	24,23%
Petróleo e gás	21	16,41%
Imobiliário	1	0,78%
Petroquímica	2	1,56%
Papel	1	0,78%
Serviços	3	2,34%
Telecomunicação	1	0,78%
Têxtil	4	3,13%
Total:	128	100%
Status do país (OECD)		
Desenvolvido	68	53,12%
Emergente	60	46,88%
Total:	128	100%
Aquisição por setor (SIC)		
Manufatureiro	94	73,44%
Outros	34	26,56%
Total:	128	100%
Porcentagem Adquirido		
Majoritário	89	69,53%
não majoritário	39	30,47%
Total:	128	100%
Aquisição por Região do planeta		
África	6	5%
Leste Asiático	3	2%
Europa	24	19%
América do Sul e Central	58	45%
América do Norte	35	27%
Oceania	2	2%
Total:	128	100%
País-alvo	Número de Eventos	Porcentagem
Argentina	29	22,66%
Austrália	2	1,56%
Bahamas	1	0,78%
Bélgica	3	2,34%
Benin	1	0,78%
Bolívia	1	0,78%
Canadá	6	4,69%
Cayman	1	0,78%
Chile	3	2,34%

Continuação da Tabela 3. Descrição amostral

Colômbia	5	3,91%
Costa Rica	2	1,56%
República Dominicana	1	0,78%
Equador	1	0,78%
França	1	0,78%
Guatemala	1	0,78%
Itália	4	3,12%
Japão	3	2,34%
México	10	7,81%
Mozambique	1	0,78%
Namíbia	3	2,34%
Holanda	1	0,78%
Noruega	2	1,56%
Paraguai	3	2,34%
Peru	3	2,34%
Portugal	7	5,47%
Senegal	1	0,78%
Espanha	2	1,56%
Turquia	2	1,56%
Inglaterra	2	1,56%
EUA	19	14,84%
Uruguai	6	4,69%
Venezuela	1	0,78%
Total:	128	100%

Fonte: Elaborado pelo autor.

A estatística descritiva e o quadro de correlação entre as variáveis são reportados nas tabelas 4 e 5 a seguir. Salientam-se alguns resultados observados nesses quadros, como por exemplo, o desempenho passado médio das empresas adquirentes foi de 10,9% de margem de lucro líquido; o tamanho médio das empresas adquirentes é de aproximadamente R\$ 16,5 bilhões de reais. Outrossim, observa-se que a idade média das empresas adquirentes brasileiras é alta, de 64 anos, sendo que a idade média das empresas multinacionais indianas é menos da metade das brasileiras, aproximadamente 26 anos (GUBBI *et al.* 2010).

Tabela 4. Estatística descritiva

	CAR_11_240	Aquisição em país OCDE	Aquisição país FMI	Distância econômica Banco Mundial	Distância econômica FMI	Distância institucional	Desempenho passado	Tamanho da firma	Idade da firma	Listada	Manufatureira	Afiliada a grupo	Alavancagem	Crise	Aliança	Adquirente em série	Majoritária
Média	-0.01	0.53	0.40	2.24	0.54	1.14	10.9	16.5	64.2	0.55	0.73	0.66	0.52	0.75	0.16	0.79	0.70
Desvio padrão	0.11	0.50	0.49	1.44	0.77	0.17	10.7	1.92	31.6	0.50	0.44	0.48	1.13	0.43	0.37	0.41	0.46
Erro padrão	0.01	0.04	0.04	0.13	0.07	0.01	0.95	0.17	2.8	0.04	0.04	0.04	0.10	0.04	0.03	0.04	0.04
Mediana	-0.01	1.00	0.00	1.44	0.36	1.12	12.2	16.8	60	1.00	1.00	0.00	0.43	0.00	0.00	1.00	1.00
Variância	0.01	0.25	0.24	2.09	0.60	0.03	116	3.68	1004	0.25	0.20	0.23	1.27	0.19	0.14	0.17	0.21
Curtose	11.7	1.02	1.15	1.94	4.51	2.05	3.85	1.82	4.51	1.04	2.13	1.43	6.46	2.33	4.29	3.01	1.72
Assimetria	-1.16	-0.13	0.38	0.58	-0.83	0.29	0.17	-0.02	0.67	-0.19	-1.06	-0.66	-0.72	-1.15	1.81	-1.42	-0.84
Mínimo	-0.52	0.00	0.00	0.08	-2.45	0.85	-13.7	12.9	7.00	0.00	0.00	0.00	-3.64	0.00	0.00	0.00	0.00
Máximo	0.39	1.00	1.00	5.09	1.71	1.46	51.6	20.1	201	1.00	1.00	1.00	2.97	1.00	1.00	1.00	1.00
Contagem	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128
Intervalo de Confiança (95%)	[-.02; .01]	[.44; .61]	[.32; .49]	[.98; .49]	[.40; .67]	[1.1; 1.16]	[9; 12.7]	[16; 16.8]	[58; 69.8]	[.45; .63]	[.45; .63]	[.57; .73]	[.32; .72]	[.67; .82]	[.09; .22]	[.7; .86]	[.6; .77]

As variáveis tamanho da firma, alavancagem e distância econômica, estão em logaritmo; e a variável tamanho da firma está em milhares.

Continuação da Tabela 4. Estatística descritiva

Fonte: Elaborado pelo autor.

Ainda referente à estatística descritiva da Tabela 4 acima, observa-se que 55% das firmas adquiridas da amostra são públicas (listadas em bolsa de valores). Esse fato, conforme já abordado e argumentado na seção das variáveis, pode trazer implicações negativas aos retornos das transações de fusões e aquisições (F&A) *cross border*.

Verifica-se que 66% das empresas brasileiras têm afiliação a grupo de negócios, podendo, conforme já abordado e argumentado na seção das variáveis, afetar o desempenho da transação de F&A *cross border* devido à influência da *holding* sobre a afiliada.

Salienta-se também a variável alavancagem média das empresas adquirentes, podendo-se inferir que as empresas brasileiras têm um menor grau de alavancagem financeira (0,52) em comparação, por exemplo, com a Índia (0,76), conforme reportado no artigo de Gubbi *et al.* (2010), o que resulta em menor oportunidade de investimento e folga financeira para as empresas brasileiras, na média. Evidencia-se ainda que 75% do total de aquisições internacionais foram realizados em períodos de crises ou recessões internacionais. Igualmente que em apenas 16% da amostra havia aliança anterior e/ou conhecimento prévio da empresa adquirida pela adquirente; por outro lado, quase 80% da amostra de aquisições internacionais foram feitas por adquirentes em série.

As variáveis distância econômica do Banco Mundial e do FMI (2.24 e 0.54, respectivamente) evidenciam que, na média, as aquisições internacionais se deram em países com boa diferença em termos de desenvolvimento econômico em relação ao Brasil.

Vale aqui salientar que a variável, distância econômica, têm como *proxy* o PIB (Produto Interno Bruto) *per capita* dos países envolvidos nas transações de fusões e aquisições *cross border*. Esse *proxy* é divulgado pelos organismos internacionais (Banco Mundial e FMI). Informa-se que, em relação ao PIB *per capita* extraído da base de dados do Banco Mundial, foi ajustado ao índice de paridade do poder de compra (PPC) de cada país da amostra da pesquisa.

Outrossim, assim como faz Gubbi *et al.* (2010), para a base de dados de PIB *per capita*, extraído do FMI, não foi ajustado ao índice de paridade de poder de compra (PPC) de cada país analisado. Entretanto, nesse caso, ao calcular os índices de distância econômica utilizando a base do FMI, foi aplicado o logaritmo normal, nos índices de cada país da amostra.

Tabela 5. Matriz de Correlação das Variáveis

	CAR_11_240	País desenvolvido_OCDE	País desenvolvido_FMI	Distância econômica Banco Mundial – PPC	Distância econômica_FMI	Distância institucional	Desempenho passado	Tamanho da firma	Idade da firma	Listada	Manufatureira	Afiliada a grupo	Alavancagem	Crise e Recessão	Aliança Anterior	Adquirente serial	Majoritária
CAR_11_240	1																
País desenvolvido_OCDE	.08	1															
País desenvolvido_FMI	-.01	.7**	1														
Distância econômica Banco Mundial – PPC	.04	.7**	.8**	1													
Distância econômica_FMI	.15	.6**	.7**	.9**	1												
Distância institucional	.06	.6**	.6**	.7**	.6**	1											
Desempenho passado	.18	.09	-.03	.09	.12	.01	1										
Tamanho da firma	.018	.16	.15	.11	.05	.17	.4**	1									
Idade da firma	.03	-.09	-.12	-.10	-.06	-.23	.27*	.22	1								

Continuação da Tabela 5. Matriz de Correlação das Variáveis

Listada	.066	.24	.17	.15	.19	.15	.14	.26*	.17	1							
Manufatureira	.045	-.06	-.11	-.16	-.14	-.01	-.3*	-.3*	.11	-.01	1						
Afilhada a grupo	.062	.14	.29*	.27*	.3*	.12	-.07	-.24	-.01	0.1	-.4**	1					
Alavancagem	.073	.22	.20	.24	0.2*	.15	.20	.3**	.2	.2	-.4**	0.03	1				
Crise e Recessão	-.06	-.07	.03	-.02	.001	.04	-.4**	-.24	-.1	-.1	.06	0.11	-.1	1			
Aliança Anterior	.068	-.09	.02	-.001	.041	-.12	.04	-.02	.2*	.11	.03	0.1	-.05	-.04	1		
Adquirente serial	.04	.08	.03	.02	.027	.07	.22	.4**	.23	.07	.08	-.02	-.02	-.08	.02	1	
Majoritária	.12	.02	.06	.15	.2	.12	.11	.01	-.004	.11	.02	0.12	-.02	-.03	.1	-.01	1

As variáveis tamanho da firma, alavancagem e distância econômica estão em logaritmo; e a variável tamanho da firma está em milhares; $\dagger p < 0,10$, $*p < 0,05$, $**p < 0,01$; CAR: cumulative abnormal return, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na tabela 5, é interessante evidenciar que a distância econômica, apesar de não significativa estatisticamente, tem boa relação positiva com o CAR_11_240.

Infere-se das demais variáveis que o fato de ser país desenvolvido, independentemente de ser classificado pelo FMI ou pelo OCDE, tem relação positiva e significativa com as variáveis distância econômica e distância institucional.

Evidencia-se ainda que apesar das variáveis dependentes terem relação positiva e significativa entre si. No teste de verificação de multicolinearidade (VIF - *Variance Inflation Factor*), não se resultou em multicolinearidade, em nenhuma variável da pesquisa. Informa-se que os índices VIF das variáveis dependentes ficaram entre (2.3 – 2.65) e, de acordo com Gujarati (2006) e Gubbi *et al.* (2010), é considerado livre de multicolinearidade, modelo com VIF abaixo de 5.

Evidencia-se ainda que a variável afiliada a grupo de negócios tem relação positiva e significativa com as variáveis dependentes desta pesquisa.

Encontrou-se também que as variáveis alavancagem e distância econômica (FMI) são relacionadas significativamente e positivamente.

Outrossim, que a variável desempenho passado é relacionada positivamente com o tamanho e a idade da firma. Por outro lado, é negativamente relacionada com as variáveis manufatureiras e crise.

Outras variáveis que tiveram resultados significantes, na análise da matriz de correlação, foram:

- Tamanho da firma que tem relação positiva com as variáveis listadas, alavancagem e adquirente serial; e relação negativa com a variável manufatureira;
- Idade da firma que tem relação positiva com a variável aliança anterior;
- Indústria manufatureira tem relação negativa com as variáveis afiliadas a grupo de negócios e alavancagem.

4.1. Resultados do Estudo de Eventos das Aquisições Cross Borders

Serão testadas as hipóteses 1 e 2 aplicando a metodologia de estudo de eventos. A hipótese nula em um teste de estudo de eventos é se o ACAR (*Average Cumulative Abnormal Return* – retornos anormais acumulados médio) obtido, em relação a todos os eventos da amostra estratificada ou não, é igual a zero. Foi aplicado teste *t-student* para verificar a significância estatística dos resultados, bem como foi realizado um teste não paramétrico *Wilcoxon signed-rank test* (MCWILLIAMS & SIEGEL, 1997 *apud* GUBBI *et al.*, 2010), para maior robustez da pesquisa. Esse teste tem como premissa que a mediana de determinada amostra seja igual a zero.

Também foi utilizada a técnica de *bootstrap*, onde assume-se que o erro padrão *bootstrap*, com 10.000 replicações realizadas pelo software estatístico STATA/MP 12.1, tem maior robustez, pois não necessita de premissas fortes, como por exemplo, a assunção de normalidade da amostra, pois, assim como na simulação de Monte Carlo, a amostra é replicada inúmeras vezes, seguindo a própria função distribuição de probabilidade intrínseca visando à obtenção de maior fiabilidade dos resultados gerados.

A tabela 6, a seguir, fornece o CAR (*cumulative abnormal return*) para cada evento de fusão e aquisição cross border da amostra da pesquisa.

Conforme já colocado na seção que explica sobre a metodologia de estudo de eventos, foram calculadas as janelas de eventos de 5, 11 e 15 dias, e janelas de estimação de 120, 240 e 500 dias, a fim de enrobustecer os resultados, mitigar erro na mensuração de retornos anormais, e melhor identificar, caso haja:

- Problemas de assimetria de informação, decorrentes da antecipação de ações no mercado referente ao evento;
- Ocorrência de ineficiência de mercado decorrente ao anúncio de fusões e aquisições;
- Ocorrência de outros eventos concomitantes que possam mascarar ou confundir os resultados, gerando ruídos ao evento analisado.

Evidencia-se que não foi encontrado nenhum ruído significativo que possa interferir nos resultados obtidos dos retornos anormais dos eventos de fusão e aquisição *cross border* analisados.

Caso tivesse sido encontrado algum ruído significativo, informa-se que o procedimento do estudo de eventos seria simplesmente averiguar e analisar se houve algumas das hipóteses citadas anteriormente que possam enfraquecer o resultado obtido. Desse modo, como solução, seria retirar da amostra o evento com ruído significativo, como alternativa preponderante. Ou se viável e respaldado pela análise e investigação, *a priori* realizada, pode-se modificar a data zero para a data que se indicou e comprovou-se materialmente, como a real data zero do evento analisado.

Entretanto, ratifica-se que para esse estudo, não foi observado nenhum ruído significativo que possa interferir na mensuração dos retornos anormais dos eventos da amostra.

Tabela 6. Cumulative Abnormal Return (CAR) - Janela de eventos de 11, 15 e 5 dias, e janela de estimação de 120, 240 e 500 dias

FA_ID	Data_Anúncio	Adquirente	CAR_11_120	CAR_15_120	CAR_5_120	CAR_11_240	CAR_15_240	CAR_5_240	CAR_11_500	CAR_15_500	CAR_5_500
1	10/2/08	Acúcar Guarani SA	-.4965	-.5799	-.0686	-.5218	-.6076	-.0811	n.d.	n.d.	n.d.
2	10/2/08	Acúcar Guarani SA	-.4965	-.5799	-.0686	-.5218	-.6076	-.0811	n.d.	n.d.	n.d.
3	12/22/07	AmBev	-.0114	-.0087	-.0056	-.0210	-.0216	-.0097	-.0228	-.0346	-.0137
4	4/13/06	AmBev	.0115	.0207	-.0056	.0063	.0101	-.0102	.0103	.0493	.0327
5	3/3/04	AmBev	-.2586	-.2494	-.2817	-.2627	-.2622	-.2799	-.2701	-.2856	-.1511
6	12/3/03	AmBev	-.0633	-.0807	-.0305	-.0621	-.0769	-.0294	-.0675	-.0406	-.0311
7	10/14/03	AmBev	-.0525	-.0662	-.0229	-.0481	-.0593	-.0234	-.0569	-.0794	-.0260
8	5/1/02	AmBev	.0669	.0756	.0343	.0730	.0917	.0426	.0426	.0503	.0255
9	5/21/01	AmBev	-.0760	-.0266	.0684	-.0877	-.0497	.0612	-.0807	-.0172	-.0750
10	12/22/05	Arcelor Brasil SA	.0546	.0715	.0515	.0638	.0916	.0578	.0454	.0679	.0371
11	12/22/05	Arcelor Brasil SA	.0546	.0715	.0515	.0638	.0916	.0578	.0454	.0679	.0371
12	1/22/10	Banco Bradesco SA	.0021	-.0034	.0158	.0025	-.0047	.0182	.0050	-.0015	-.0020
13	4/20/09	Banco Bradesco SA	-.0386	.0084	-.0121	-.0521	-.0043	-.0218	-.0478	-.0305	-.0206
14	11/21/00	Banco Bradesco SA	.1027	.1707	.1309	.1065	.1700	.1333	.1006	.1546	.0249
15	12/15/09	Banco Brasil	-.0716	-.0608	-.0313	-.0673	-.0538	-.0269	-.0493	-.0402	-.0333
16	11/3/08	Banco Itau SA	.2265	.1191	.0946	.2355	.1292	.1026	.2423	.1258	-.0007
17	4/12/07	Banco Itau SA	.0475	.0314	.0166	.0586	.0407	.0227	.0568	.0648	.0510
18	12/26/06	Banco Itau SA	.0009	.0342	-.0031	-.0040	.0348	-.0044	.0002	.0031	-.0058
19	11/28/06	Banco Itau SA	-.0139	.0053	-.0023	-.0217	-.0019	-.0034	-.0100	-.0749	-.0249
20	11/28/06	Banco Itau SA	-.0139	.0053	-.0023	-.0217	-.0019	-.0034	-.0100	-.0749	-.0249
21	8/3/06	Banco Itau SA	-.0491	-.0614	-.0430	-.0451	-.0582	-.0435	-.0496	-.0197	.0145
22	4/24/06	Banco Itau SA	-.0098	.0276	.0017	-.0093	.0262	.0005	-.0136	-.0429	.0008
23	6/13/00	Banco Itau SA	.0123	.0802	-.0626	-.0101	.0523	-.0695	-.0069	.0277	.0368
24	7/31/08	Bematech SA	.1203	.1565	.0652	.1263	.1641	.0704	.1280	.1382	.0618
25	7/27/11	Braskem SA	-.1851	-.2380	-.0548	-.1864	-.2331	-.0602	-.1784	-.1735	-.1200
26	2/1/10	Braskem SA	-.0445	-.1009	.0195	-.0381	-.0832	.0201	-.0233	-.0195	.0146
27	9/21/10	Cia Vale do Rio Doce SA	.0634	.0620	.0095	.0532	.0495	.0060	.0592	.0393	.0485
28	4/22/09	Cia Vale do Rio Doce SA	-.0461	-.0017	.0031	-.0474	-.0092	.0037	-.0520	-.0121	-.0331
29	1/30/09	Cia Vale do Rio Doce SA	.0870	.0764	.0015	.0974	.0923	.0082	.0892	.1033	.0502
30	12/23/08	Cia Vale do Rio Doce SA	-.0048	.0022	.0053	-.0050	.0012	.0078	-.0116	.0185	-.0049
31	12/15/08	Cia Vale do Rio Doce SA	.0565	.0064	.0197	.0534	.0053	.0178	.0413	-.0433	-.0051
32	2/26/07	Cia Vale do Rio Doce SA	-.0115	.0220	.0047	-.0186	.0202	.0007	-.0124	.0164	-.0260
33	11/3/06	Cia Vale do Rio Doce SA	.0295	-.0005	.0044	.0360	.0115	.0113	.0289	.0546	.0153
34	8/11/06	Cia Vale do Rio Doce SA	-.0830	-.0663	-.0774	-.0755	-.0607	-.0744	-.0815	-.0684	-.0301
35	9/15/05	Cia Vale do Rio Doce SA	.0654	.0684	.0296	.0599	.0599	.0255	.0675	.0788	.0553
36	1/22/03	Cia Vale do Rio Doce SA	.0011	-.0173	-.0044	.0133	.0045	.0091	.0357	-.0276	-.0244
37	1/17/03	Cia Vale do Rio Doce SA	-.0537	-.0610	.0249	-.0427	-.0503	.0318	-.0205	-.0672	.0236
38	4/5/11	Contax Participacoes SA	.0650	.1112	.0373	.0511	.0926	.0296	.0565	.0370	.0604
39	5/14/04	Coteminas	-.0135	.0314	.0224	-.0056	.0334	.0302	-.0234	-.0401	.0072
40	5/10/06	CSN	.0238	.0189	-.0195	.0367	.0355	-.0139	.0310	.0277	.0284
41	4/22/03	CSN	-.0571	-.0443	-.0128	-.0679	-.0670	.0131	-.0581	-.0051	.0237
42	6/21/01	CSN	-.0510	.0120	-.0029	-.0421	.0301	.0041	-.0371	.0699	-.0563
43	6/30/09	Cyrela Brazil Realty SA	.1516	.0377	.0478	.1712	.0928	.0494	.1585	.1356	.0060
44	8/23/10	Dixie Toga SA	-.0099	-.0175	-.0021	-.0048	-.0205	.0013	.0142	.0195	.0093
45	3/17/10	Dixie Toga SA	-.0040	-.0218	-.0114	.0070	-.0087	-.0054	.0192	.0139	.0206

Continuação da Tabela 6. *Cumulative Abnormal Return (CAR)* - Janela de eventos de 11, 15 e 5 dias, e janela de estimação de 120, 240 e 500 dias.

46	8/12/10	Gerdau SA	-.0822	-.0328	-.0474	-.0795	-.0322	-.0455	-.0751	-.0583	-.0521
47	12/19/08	Gerdau SA	-.0006	-.0180	.0149	-.0275	-.0532	.0004	-.0246	.0190	-.0224
48	10/10/08	Gerdau SA	-.0397	-.0521	-.1143	-.0649	-.0832	-.1150	-.0740	-.1521	-.0724
49	4/21/08	Gerdau SA	-.0099	-.0059	.0007	-.0009	.0064	.0054	.0019	-.0191	.0181
50	11/19/07	Gerdau SA	-.0348	-.0592	-.0134	-.0239	-.0538	-.0063	-.0205	-.0849	-.0330
51	10/19/07	Gerdau SA	-.0277	-.0155	-.0114	-.0282	-.0148	-.0134	-.0315	.0073	-.0290
52	6/18/07	Gerdau SA	-.0056	.0009	-.0271	.0059	.0162	-.0212	-.0034	.0133	.0115
53	5/25/07	Gerdau SA	.0111	.0442	.0046	.0152	.0497	.0062	.0059	.0196	.0220
54	5/2/07	Gerdau SA	-.0127	-.0388	-.0077	-.0103	-.0346	-.0059	-.0186	-.0244	-.0079
55	3/28/07	Gerdau SA	.0192	.0156	0.0031	0.0248	.0221	.0055	.0156	.0060	.0111
56	11/16/06	Gerdau SA	-.0169	.0177	-.0150	-.0229	.0052	-.0195	-.0187	-.0133	.0023
57	6/28/06	Gerdau SA	.0307	.0207	0.0150	.0245	.0132	.0130	.0376	.0195	.0045
58	12/24/04	Gerdau SA	-.0056	-.0372	-.0151	-.0171	-.0527	-.0219	-.0140	-.0145	.0011
59	10/19/00	Gerdau SA	-.0520	-.0315	.0292	-.0688	-.0454	.0149	-.0762	-.0846	-.0272
60	7/26/11	GP Investimentos Ltda	.0551	-.0404	.0200	.0426	-.0663	.0137	.0428	-.0467	.0266
61	7/20/11	HRT Africa Petróleo SA	-.0883	-.0425	-.0295	-.1121	-.0723	-.0437	-.1121	-.0778	-.0443
62	7/20/11	HRT Africa Petróleo SA	-.0883	-.0425	-.0295	-.1121	-.0723	-.0437	-.1121	-.0778	-.0443
63	6/20/11	HRT Africa Petróleo SA	.0389	.0697	.0313	.0173	.0372	.0213	.0173	.0392	-.0214
64	2/24/11	HRT Africa Petróleo SA	-.0124	-.0064	-.0777	-.0124	-.0064	-.0777	-.0124	-.0025	-.0185
65	2/4/10	Indústrias Romi SA	.0379	.0721	-.0008	.0165	.0515	-.0083	.0505	.1231	.0212
66	6/1/11	Iochpe Maxion SA	.0502	.0310	.0008	.0359	.0103	-.0029	.0272	.0051	-.0143
67	11/16/10	Iochpe Maxion SA	-.0618	-.0785	-.0434	-.0234	-.0350	-.0356	-.0352	-.0114	.0258
68	8/4/09	Iochpe Maxion SA	.0818	.0393	.1406	.1450	.1192	.1634	.1358	.1596	.0109
69	8/4/09	Iochpe Maxion SA	.0818	.0393	.1406	.1450	.1192	.1634	.1358	.1596	.0109
70	7/3/06	Itautec SA	-.0462	-.0569	.0211	-.0458	-.0471	.0214	-.0563	-.0654	.0381
71	3/4/11	JBS SA	.0511	.0668	-.0238	.0459	.0592	-.0259	.0430	.0381	.0468
72	12/14/10	JBS SA	.1246	.1609	.0753	.1205	.1541	.0732	.1104	.0961	.0642
73	11/9/10	JBS SA	-.0173	-.0343	.0238	-.0154	-.0364	.0288	-.0310	-.0660	-.0661
74	7/14/10	JBS SA	-.0404	-.0106	.0254	-.0519	-.0237	.0221	-.0529	-.0198	-.0493
75	7/14/10	JBS SA	-.0404	-.0106	.0254	-.0519	-.0237	.0221	-.0529	-.0198	-.0493
76	7/14/10	JBS SA	-.0404	-.0106	.0254	-.0519	-.0237	.0221	-.0529	-.0198	-.0493
77	3/5/08	JBS SA	.1559	.2909	.0121	.1309	.2515	.0060	.1309	.2472	-.0050
78	3/5/08	JBS SA	.1559	.2909	.0121	.1309	.2515	.0060	.1309	.2472	-.0050
79	12/6/07	JBS SA	-.0665	-.1948	-.0800	-.0714	-.2016	-.0752	-.0714	-.0777	-.0309
80	8/21/07	Localiza Rent A Car SA	.0078	.0166	-.0252	-.0020	-.0009	-.0149	-.0059	.0314	.0283
81	9/15/10	Lupatech SA	-.0125	.0852	-.0461	-.0153	.0752	-.0440	-.0104	.0657	.0184
82	9/15/08	Lupatech SA	-.2548	-.3174	-.0360	-.2527	-.3016	-.0187	-.2527	-.3354	-.2250
83	3/16/10	Marcopolo SA	-.0578	-.0590	.0179	-.0617	-.0625	.0130	-.0421	-.0974	-.0154
84	12/1/09	Marcopolo SA	.0140	.0093	-.0209	.0122	-.0006	-.0228	.0282	.0276	.0101
85	12/28/07	Marcopolo SA	.0417	.0036	.0065	.0223	-.0139	-.0020	.0085	-.0739	.0190
86	6/14/10	Marfrig Alimentos SA	-.0485	-.0248	-.0684	-.0433	-.0229	-.0649	-.0395	-.0101	.0043
87	9/22/09	Marfrig Alimentos SA	-.0840	-.2059	-.0344	-.0252	-.1163	-.0085	-.0241	-.0437	-.0279
88	7/28/08	Marfrig Alimentos SA	-.0939	-.0514	-.0308	-.0472	.0015	-.0198	-.0535	-.0550	-.0782
89	6/23/08	Marfrig Alimentos SA	-.0876	-.0432	-.0255	-.0517	.0061	-.0100	-.0555	-.0094	-.0717
90	8/25/08	Metalfrío Solutions SA	.4085	.3601	.1353	.3861	.3362	.1287	.3633	.3356	.2427
91	1/18/11	Minerva SA	.0105	.0136	.0110	.0094	.0166	.0128	-.0138	.0147	.0284
92	8/6/08	Minerva SA	.0075	-.0302	.0190	.0541	.0357	.0384	n.d.	n.d.	n.d.
93	2/22/11	Petrobras	.0600	.0354	.0528	.0734	.0636	.0563	.0722	.0571	.0269
94	1/26/10	Petrobras	-.0314	-.0038	.0214	-.0281	.0001	.0226	-.0295	-.0112	-.0176
95	11/5/09	Petrobras	.0175	.0116	-.0099	.0031	-.0047	-.0178	.0013	.0270	.0185

Continuação da Tabela 6. *Cumulative Abnormal Return* (CAR) - Janela de eventos de 11, 15 e 5 dias, e janela de estimação de 120, 240 e 500 dias.

96	8/8/08	Petrobras	.0054	.0255	.0687	-.0077	.0031	.0606	.0009	-.0001	.0173
97	4/1/08	Petrobras	.0313	.0387	.0046	.0423	.0537	.0097	.0566	.0233	.0259
98	12/18/07	Petrobras	.0794	.0672	.0064	.0952	.0904	.0147	.0984	.1349	.0437
99	11/1/07	Petrobras	.1440	.1770	-.0423	.1614	.1952	-.0358	.1622	.1758	.1223
100	2/7/07	Petrobras	-.0653	-.0602	-.0320	-.0704	-.0720	-.0374	-.0765	-.0802	-.0330
101	2/21/06	Petrobras	.0189	.0040	.0185	.0243	.0033	.0121	.0312	-.0216	.0036
102	2/3/06	Petrobras	-.0691	-.0984	-.0306	-.0821	-.1052	-.0435	-.0803	-.0846	-.0632
103	12/22/05	Petrobras	.0119	.0311	-.0026	.0051	.0225	-.0042	.0082	.0020	.0071
104	12/22/05	Petrobras	.0119	.0311	-.0026	.0051	.0225	-.0042	.0082	.0020	.0071
105	11/1/05	Petrobras	-.0235	-.0013	.0199	-.0195	.0021	.0218	-.0174	.0210	.0005
106	8/13/02	Petrobras	-.0345	-.0217	.0139	-.0275	-.0086	.0003	-.0339	.0087	-.0223
107	7/22/02	Petrobras	-.0600	-.0506	-.0333	-.0659	-.0465	-.0381	-.0634	-.0928	-.0238
108	7/22/02	Petrobras	-.0600	-.0506	-.0333	-.0659	-.0465	-.0381	-.0634	-.0928	-.0238
109	7/27/00	Petrobras	-.0620	-.0390	-.0439	.0615	.0435	.0225	-.0609	-.0724	-.0237
110	6/22/00	Petrobras	.0639	0.0487	.0246	-.0627	-.0398	-.0417	.0580	.0333	.0687
111	8/19/05	Petroquisa	-.0249	-.0521	-.0162	-.0328	-.0632	-.0205	-.0379	.0242	-.0117
112	12/6/10	Positivo Informática SA	-.0098	.0061	.0164	-.0266	-.0241	.0048	-.0308	-.0435	-.0406
113	4/7/11	Sao Paulo Alpargatas SA	.0430	.0513	-.0131	0.0209	.0222	-.0262	.0267	.0225	-.0013
114	10/6/09	Sao Paulo Alpargatas SA	.0250	.0366	.0443	.0174	.0310	.0448	.0557	.0429	.0412
115	10/10/07	Sao Paulo Alpargatas SA	-.0024	-.0438	-.0268	-.0112	-.0537	-.0327	-.0170	-.0663	.0276
116	11/17/08	Spring Wireless	.2095	.1687	.0254	.1567	.0972	.0058	n.d.	n.d.	n.d.
117	5/13/10	Suzano Holding SA	-.1101	-.0606	-.0487	-.1029	-.0394	-.0459	-.1079	-.1335	-.1571
118	7/20/09	Suzano Holding SA	.0731	.0231	.0664	.0962	.0559	.0761	.0955	.1003	.0249
119	6/20/05	Suzano Holding SA	-.0246	-.0885	-.0117	-.0292	-.0928	-.0145	-.0347	-.0220	-.0535
120	7/28/10	Telemar Norte Leste SA	-.1003	-.0668	-.0845	-.1073	-.0817	-.0874	-.0977	-.1025	-.0593
121	5/11/11	WEG SA	.0262	-.0158	.0353	.0037	-.0444	.0259	.0130	-.0360	.0051
122	5/25/10	WEG SA	.0014	.0021	.0318	.0009	.0051	.0207	.0064	.0271	.0382
123	5/25/06	WEG SA	-.0250	-.0223	-.0266	-.0218	-.0198	-.0217	-.0236	-.0245	-.0216
124	4/24/06	WEG SA	-.0094	-.0118	-.0023	-.0022	-.0029	.0002	-.0072	-.0114	-.0030
125	7/31/00	WEG SA	-.0151	-.0205	-.0051	-.0069	-.0095	-.0023	-.0129	-.0177	-.0054
126	7/31/00	WEG SA	-.0151	-.0205	-.0051	-.0069	-.0095	-.0023	-.0129	-.0177	-.0054
127	4/7/00	WEG SA	-.0181	-.0256	-.0089	-.0219	-.0284	-.0080	-.0211	-.0290	-.0110
128	4/30/07	Whirlpool Ltda	.3258	.3157	.0986	.3036	.2892	.0897	.3156	.3068	.1944

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação.
Fonte: Elaborado pelo autor

Foram testadas as hipóteses 1 e 2 utilizando a metodologia de estudo de eventos nas janelas de eventos de 11, 15 e 5 dias e janelas de estimação de 120, 240 e 500 dias, conforme anteriormente argumentado. Outrossim, foi realizada uma análise conjunta de todas as janelas de eventos e de estimação para cada análise estratificada, evidenciadas a seguir. Nas tabelas abaixo, apresentam-se os resultados dos eventos de fusão e aquisição, mensurados pelo CAR (*cumulative abnormal return*) e estratificados por:

- Todas as aquisições *cross-border*;
- Aquisição majoritária e aquisição não majoritária;
- Adquirente serial e não adquirente serial;
- País desenvolvido_OCDE e país não desenvolvido_OCDE;
- País desenvolvido_FMI e país não desenvolvido_FMI;
- Aquisições ocorridas em período de crises e recessões e aquisições ocorridas em períodos de não crise e recessões;
- Eventos de aquisições em que já havia alianças anteriores entre a empresa adquirente e adquirida; e eventos de aquisições onde não havia alianças anteriores entre a empresa adquirente e adquirida;
- Resultados anormais dos eventos de aquisições *cross border* agrupados por cada empresa da amostra.

Tabela 7. Resultados de Estudo de Eventos - Todos Eventos *Cross Border_CAR*

Todos Eventos Cross Border									
	CAR_11_120	CAR_15_120	CAR_5_120	CAR_11_240	CAR_15_240	CAR_5_240	CAR_11_500	CAR_15_500	CAR_5_500
n	128	128	128	128	128	128	124	124	124
Média(ACAR)	-0.49%	-0.42%	-0.006%	-0.55%	-0.44%	-0.002%	0.10%	0.26%	-0.26%
D.P.	0.10	0.12	0.05	0.10	0.12	0.05	0.08	0.09	0.05
t=	-0.58	-0.41	-0.01	-0.58	-0.42	-0.03	0.12	0.32	-0.54
Positivo: Negativo	56:72	62:66	63:65	54:74	62:66	66:62	54:70	58:66	62:62
Sign-Rank Z	-0.91	-0.31	-0.14	-1.11	-0.25	-0.10	-0.92	-0.42	-0.56
E.P. Bootstrap	0.009	0.01	0.004	0.009	0.01	0.004	0.007	0.008	0.004
Bootstrap (Z)	-0.53	-0.41	-0.01	-0.60	-0.43	-0.01	0.13	0.32	-0.54
Replicações	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).

Fonte: Elaborado pelo autor.

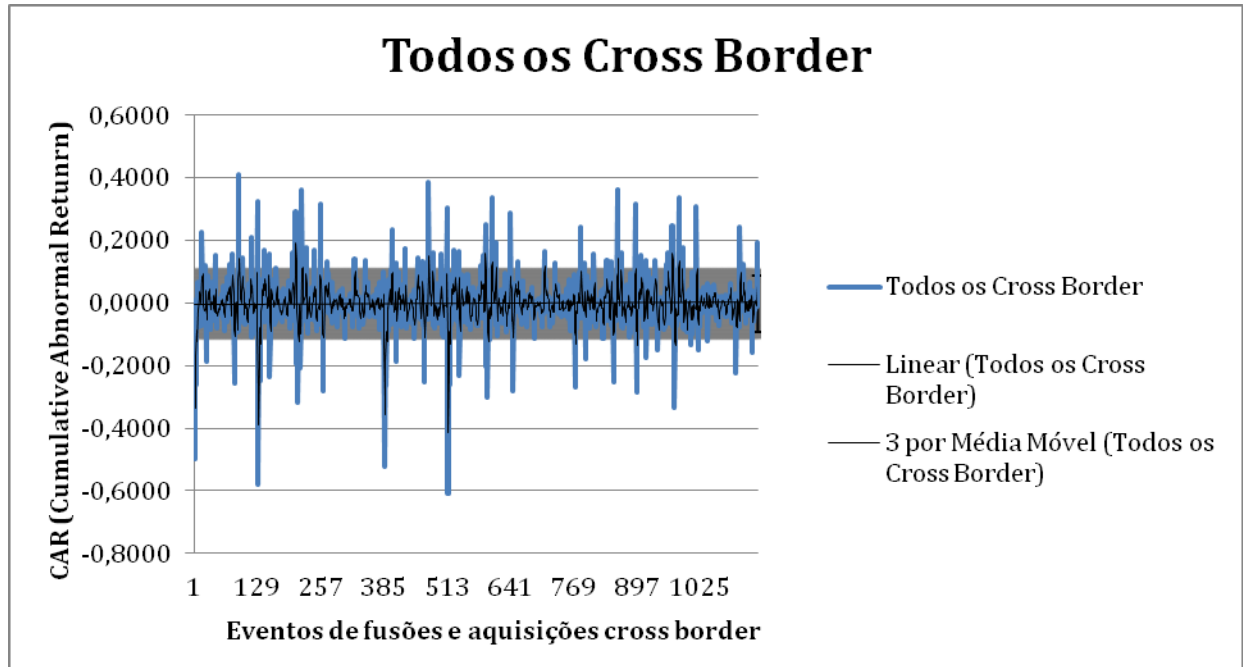
Verifica-se que para todos os eventos *cross border*, na média, não se criou valor para a maioria das janelas de eventos (11, 15 e 5 dias) e janelas de estimação (120, 240 e 500 dias).

Com base no t de *student*, pode-se afirmar que para todas as janelas de eventos e de estimação, não se rejeita a hipótese nula, portanto, os CAR (*cumulative abnormal return*) para todos os eventos *cross border* são, em média, iguais a zero.

Coaduna com os resultados apresentados pelo teste t de *student*, a análise do teste não paramétrico de sinais de Wilcoxon, onde tem como premissa (hipótese zero – H.0) que a mediana de determinada amostra seja igual a zero. Em nenhum caso, pode-se rejeitar H.0, portanto, há evidências de que a realização de fusões e aquisições *cross border* não foi significativa estatisticamente para geração ou destruição de valor anormal para as empresas da amostra.

Como maior teste de robustez, foi realizado teste estatístico não paramétrico *Bootstrap*, para verificar a significância da média das aquisições *cross border*, para cada janela de eventos e de estimação. Reporta-se que, como ocorreu no teste de Wilcoxon, os resultados corroboram com o resultado do teste t de *student*.

A seguir será realizada uma análise conjunta de todas as janelas de eventos (11, 15 e 5 dias) e de estimação (120, 240 e 500 dias) para todas as fusões e aquisições *cross border*.



Área hachurada, em cinza, representa o desvio padrão para todos os eventos de fusões e aquisições internacionais; no eixo das ordenadas (imagem) representa o CAR (*cumulative abnormal return*) auferido para cada evento analisado na amostra da pesquisa; no eixo das abscissas (domínio) representa cada um dos eventos de fusões e aquisições *cross border*, entretanto, por motivo de espaço e de apresentação dos dados, foi apresentado em intervalo de 128 eventos. Não obstante, salienta-se que foram inseridos no gráfico todos os eventos de fusão e aquisição *cross border* analisados na pesquisa de cada janela de evento (11, 15 e 5 dias) e de estimação (120, 240 e 500 dias), oriundos dos 128 eventos bases da amostra de pesquisa, resultando no total 1.140 eventos analisados no trabalho e no gráfico acima (128 x 9, retirados do gráfico apenas os eventos com *missing values* oriundos do CAR com janela de estimação de 500 dias); é relatado no gráfico a linha de tendência resultante de regressão linear; é relatado no gráfico a suavização realizada pela técnica de *moving average* (médias móveis simples) com $r=3$.

Figura 2. CAR (*cumulative abnormal return*) de todas as fusões e aquisições *cross border*

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com intuito de ilustrar e melhor evidenciar os resultados encontrados com o CAR (*cumulative abnormal return*), foi elaborado o gráfico do CAR para todas as janelas de eventos (11, 5 e 15 dias) e de estimação (120, 240 e 500 dias), em todos os eventos de fusões e aquisições *cross border* da amostra desta pesquisa (128 eventos), resultando em 1.140 eventos analisados na pesquisa e evidenciados no gráfico acima. Apenas atenta-se que para os CAR de janela de estimação de 500 dias, houve *missing values*, que resultaram em pequena redução da amostra total (12 eventos não analisados no CAR_500 dias devido aos dados faltantes).

Salienta-se também que, propositalmente, no eixo das abscissas, onde discrimina-se cada evento analisado, foram evidenciados os eventos que iniciam cada janela de evento examinado nesta pesquisa, com exceção dos CAR de janela de estimação de 500 dias, onde se deverá reduzir quatro eventos para cada evento discriminado no gráfico, pois para esta pesquisa, não foi possível a execução de dois intervalos distintos e simultâneos, na apresentação gráfica dos CAR dos eventos de fusão e aquisição *cross border* no eixo das abscissas.

Dessa forma, apresenta-se que:

- Do evento 1 ao evento 128 representam os eventos do CAR_{11_120};
- Do evento 129 ao 256 foram plotados os CAR_{15_120};
- Do evento 257 ao 384 são os resultados CAR_{5_120};
- Do evento 385 ao 512 representam CAR_{11_240};
- Do evento 513 ao 640 foram plotados os CAR_{15_240};
- Do evento 641 ao 768 são os resultados CAR_{5_240};
- Do evento 769 ao 892 representam CAR_{11_500};
- Dos evento 893 ao 1.016 foram plotados os resultados dos CAR_{15_500};
- E, por fim, do evento 1.017 ao 1.140 são os resultados CAR_{5_500}.

Em relação ao gráfico acima, observa-se que, embora tenha tido uma relativa variação dos CAR (*cumulative abnormal return*) na amostra total, grande parte dos eventos de fusão e aquisição *cross border* teve resultados anormais acumulados (CAR em inglês), próximos a zero, e dentro da região hachurada que representa o desvio padrão de todos os eventos *cross border* da amostra.

Pode-se observar ainda que as maiores variações do CAR são das janelas de eventos 11 e 15 e das janelas de estimação 120 e 240. Portanto, infere-se que quanto menor a janela de evento, menor a possibilidade de haver outros fatores que possam interferir e confundir o resultado do evento em análise. Outrossim, quanto maior a janela de estimação, maior a estabilidade dos resultados mensurados pelo CAR.

Segue abaixo a tabela referente a todos os eventos de fusão e aquisição *cross border*, mas agora, agrupados em uma única análise, ou seja, todas as janelas de eventos e de estimação foram agrupadas, visando verificar como é o resultado geral do agrupamento.

Tabela 8. Todos os eventos *cross border* agrupados em única análise

Todos os eventos <i>cross border</i> agrupados em uma única análise	
média (ACAR)	-0.0020
D.P.	0.0902
t =	-0.766047955
n	1.140
Positivo:Negativo	537:603
Signrank-Z	-1.77†
Erro Padrão Bootstrap	0.0026885
Bootstrap (Z)	-0.76
Replicações	10.000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com base na tabala acima, verificou-se que agrupar todos os resultados das janelas de eventos e de estimação, não se altera os resultados encontrados até o momento. Em outras palavras, o resultado não se altera; mesmo quando analisada separadamente cada uma das janelas de estimação e de eventos, ou quando todos agrupados, e analisados simultaneamente. Pois, continua sendo negativo o retorno anormal acumulado médio e, assim como nas análises, em separado, das janelas, e também, continua a não ter significância estatística.

No teste de robustez de sinais de Wilcoxon, há evidência de que a maior parte dos resultados tem sinais negativos, e outrossim, foi encontrado que se rejeita a hipótese nula do teste, com baixa significância estatística ($p < 0,10$). Ou seja, parece que fusões e aquisições *cross border* impactam negativamente nos resultados do CAR das empresas da amostra.

No teste, não paramétrico *bootstrap*, para maior robustez da pesquisa, foi encontrada evidência que corrobora com o resultado do teste t de *student*. Ou seja, não há significância estatística de que o CAR médio, em análise conjunta, para todas das janelas de eventos e de estimação dos 128 eventos bases analisados, seja diferente de zero.

Outrossim, informa-se que por meio da técnica de contagem, verificou-se que foram apenas 160 eventos dos 1.140 totais analisados, de fusões e aquisições *cross border*, que tiveram os resultados extrapolados em $[+1 ; -1]$ desvios padrões da amostra (0.0902). Ou seja, os eventos de fusão e aquisição têm os resultados de CAR (*cumulative abnormal return*) muito concentrados no zero. Ou em outras palavras, os resultados das aquisições internacionais não têm muita dispersão em relação ao zero.

Corroborar-se com o resultado apresentado anteriormente, a análise feita por médias móveis simples, com parâmetro $r = 3$ (média aritmética em r observações). Dessa forma, evidencia-se que com o efeito de suavização, realizado pela técnica de médias móveis simples, é possível a verificação da tendência do CAR (*cumulative abnormal return*) de se concentrar ao zero.

Desse modo, é respondida a hipótese 1, do presente trabalho, que foi definida das seguintes formas:

Hipótese 1_a (H. 1a) - Aquisições *cross-borders* realizadas por firmas brasileiras geram retornos anormais positivos para as firmas adquirentes.

Hipótese 1_b (H. 1b) - Aquisições *cross-borders* realizadas por firmas brasileiras não geram retornos anormais positivos para as firmas adquirentes.

Como resultado, se rejeita a hipótese 1a, ou seja, para as empresas brasileiras da amostra, foi verificado que, na média, não se gera retorno anormal positivo para a firma adquirente, por meio de fusões e aquisições *cross border*.

Apresentam-se a seguir outras análises extraídas do agrupamento dos resultados dos CAR (*cumulative abnormal returns*). Como na análise anterior, em todos os eventos cross border, foram realizados os seguintes testes estatísticos: teste paramétrico t de *student*, teste não paramétrico de sinais de *Wilcoxon*, *Bootstrap* e o agrupamento de todas as janelas de eventos e de estimação, em uma única análise.

Outrossim, informa-se que como não houve diferença significativa nos resultados oriundos do teste não paramétrico *Bootstrap*, e ao agrupamento de todas as janelas de eventos e de estimação, em uma única análise. Optou-se por não reportá-los nos resultados das demais análises estratificadas oriundas do estudo de evento deste trabalho. Dessa forma, é perfeitamente suficiente serem reportados somente os resultados do teste t de *student* e do teste de sinais de *Wilcoxon*, para as análises a seguir.

Tabela 9. Resultados do Estudo de Eventos – CAR_Aquisições Majoritárias

CAR_Aquisições Majoritárias									
	CAR_11_120_ Majoritária	CAR_15_120_ Majoritária	CAR_5_120_ Majoritária	CAR_11_240_ Majoritária	CAR_15_240_ Majoritária	CAR_5_240_ Majoritária	CAR_11_500_ Majoritária	CAR_15_500_ Majoritária	CAR_5_500_ Majoritária
n	89	89	89	89	89	89	86	86	86
Média(ACAR)	0.10%	0.34%	0.13%	0.30%	0.58%	0.28%	0.51%	0.74%	0.00%
D.P.	0.109	0.120	0.053	0.109	0.117	0.054	0.093	0.102	0.060
t=	0.08	0.26	0.24	0.26	0.47	0.48	0.51	0.67	0.003
Positivo:									
Negativo	41:48	44:45	46:43	42:47	46:43	50:39	39:47	43:43	46:40
Sign-Rank Z	-0.276	0.284	0.448	-0.018	0.669	0.845	-0.252	0.261	0.304

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

No caso das aquisições majoritárias, foi encontrado na média, para todas as janelas analisadas, que embora na média, haja retornos anormais positivos em eventos de aquisições internacionais. Esses resultados não são significantes estatisticamente pelo teste t de *student*.

Corroborando-se ao resultado do teste t de *student*, anteriormente citado; o teste não paramétrico de sinais de Wilcoxon, apresenta também, que em todos os casos suas hipóteses nulas, não são rejeitadas. Lembrando que no teste de Wilcoxon, a premissa é que a mediana da amostra seja igual a zero; logo, parece que aquisições majoritárias não influenciam nos resultados dos eventos.

Tabela 10. Resultados do Estudo de Eventos – CAR_Aquisições Não Majoritárias

CAR_Aquisições_Não_Majoritárias									
	CAR_11_120_ Não_Majoritária	CAR_15_120_ Não_Majoritária	CAR_5_120_ Não_Majoritária	CAR_11_240_ Não_Majoritária	CAR_15_240_ Não_Majoritária	CAR_5_240_ Não_Majoritária	CAR_11_500_ Não_Majoritária	CAR_15_500_ Não_Majoritária	CAR_5_500_ Não_Majoritária
n	39	39	39	39	39	39	38	38	38
Média (ACAR)	-1.85%	-2.17%	-0.33%	-2.53%	-2.78%	-0.65%	-0.86%	-0.82%	-0.85%
D.P.	0.10	0.11	0.04	0.10	0.11	0.04	0.06	0.07	0.03
t=	-1.2	-1.2	-0.49	-1.57	-1.50	-0.91	-0.92	-0.76	-1.58
Positivo: Negativo	15:24	18:21	17:22	12:27	16:23	16:23	15:23	15:23	16:22
Sign-Rank Z	-1.16	-1.03	-0.89	-1.94†	-1.53	-1.368	-1.356	-1.167	-1.356

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se em aquisições não majoritárias que em todos os casos, na média, há destruição de valor para empresa adquirente em aquisições *cross border*, embora esses resultados não sejam significantes estatisticamente pelo teste t de *student*.

Corroborando-se com o teste anterior citado (t de *student*), o teste não paramétrico de sinais de Wilcoxon, apresenta também, que em todos os casos suas hipóteses nulas, não são rejeitadas. Lembrando que no teste de Wilcoxon, a premissa é que a mediana da amostra seja igual a zero, logo, parece que aquisições não majoritárias não exercem influência nos resultados dos eventos.

Tabela 11. Resultados do Estudo de Eventos – CAR_Adquirentes Seriais

CAR_Adquirentes_Seriais									
	CAR_11_120_ Serial_3	CAR_15_120_ Serial_3	CAR_5_120_ Serial_3	CAR_11_240_ Serial_3	CAR_15_240_ Serial_3	CAR_5_240_ Serial_3	CAR_11_500_ Serial_3	CAR_15_500_ Serial_3	CAR_5_500_ Serial_3
n	102	102	102	102	102	102	102	102	102
Média (ACAR)	-0.36%	0.10%	-0.20%	-0.33%	0.17%	-0.18%	-0.33%	-0.18%	-0.67%
D.P.	0.07	0.08	0.05	0.07	0.07	0.05	0.07	0.08	0.04
t=	-0.55	0.13	-0.40	-0.49	0.22	-0.36	-0.49	-0.23	-1.68†
Positivo:Negativo	43:58	48:53	48:53	41:60	49:52	50:51	43:58	44:57	45:56
Sign-Rank Z	-1.13	-0.46	-0.60	-1.40	-0.47	-0.60	-1.26	-0.98	-1.55

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento, o segundo valor à janela de estimação, e o terceiro valor refere-se à quantidade de aquisições anteriores como prerrogativa para ser considerado adquirente serial (3); † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

No caso dos adquirentes seriais, foi encontrado, para a maioria dos casos, que, embora na média haja retornos anormais negativos (destruição de valor) em eventos de aquisições internacionais, esses resultados não são significantes estatisticamente pelo teste t de *student*.

Corroborando-se com o teste anterior citado (teste t de *student*), o teste não paramétrico de sinais de Wilcoxon, apresenta também, que em todos os casos suas hipóteses nulas, não são rejeitadas. Lembrando que no teste de Wilcoxon, a premissa é que a mediana da amostra seja igual a zero, logo, parece que ser classificado como adquirente serial, não influencia nos resultados dos eventos de aquisições *cross border*.

Tabela 12. Resultados do Estudo de Eventos – CAR_Não_Aquirentes Seriais

CAR_Não_Aquirentes_Seriais									
	CAR_11_120_ Não_Serial_3	CAR_15_120_ Não_Serial_3	CAR_5_120_ Não_Serial_3	CAR_11_240_ Não_Serial_3	CAR_15_240_ Não_Serial_3	CAR_5_240_ Não_Serial_3	CAR_11_500_ Não_Serial_3	CAR_15_500_ Não_Serial_3	CAR_5_500_ Não_Serial_3
n	27	27	27	27	27	27	23	23	23
Média (ACAR)	-0.7%	-2.1%	0.84%	-1.14%	-2.5%	0.78%	2.21%	2.41%	1.72%
D.P.	0.19	0.21	0.05	0.19	0.21	0.05	0.13	0.14	0.09
t=	-0.18	-0.53	0.86	-0.30	-0.61	0.78	0.8	0.83	0.92
Positivo:Negativo	13:14	14:13	15:12	13:14	13:14	16:11	11:12	14:9	17:6
Sign-Rank Z	0.00	0.04	0.62	0.12	0.19	0.72	0.48	0.79	1.43

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Verifica-se que em adquirentes não seriais não há uma relação prevalente, se há criação ou destruição de valor. Outrossim, esses resultados não são significantes estatisticamente pelo teste t de *student*.

Coadunando-se com o teste anterior citado (teste t de *student*), o teste não paramétrico de sinais de Wilcoxon, apresenta também, que em todos os casos suas hipóteses nulas, não são rejeitadas. Lembrando que no teste de Wilcoxon, a premissa é que a mediana da amostra seja igual a zero, logo, parece que ser classificado como adquirente não serial, não influencia nos resultados dos eventos de aquisições *cross border*.

Tabela 13. Resultados do Estudo de Eventos – CAR_OCDE

CAR_OCDE									
	CAR_11_120_ OCDE	CAR_15_120_ OCDE	CAR_5_120_ OCDE	CAR_11_240_ OCDE	CAR_15_240_ OCDE	CAR_5_240_ OCDE	CAR_11_500_ OCDE	CAR_15_500_ OCDE	CAR_5_500_ OCDE
n	68	68	68	68	68	68	67	67	67
Média (ACAR)	0.20%	0.22%	0.20%	0.28%	0.35%	0.27%	1.17%	1.69%	0.18%
D.P.	0.115	0.125	0.062	0.117	0.126	0.063	0.098	0.101	0.061
t=	0.14	0.14	0.26	0.19	0.23	0.34	0.93	1.37	0.23
Positivo: Negativo	32:36	33:35	35:33	29:39	34:34	39:29	31:36	32:35	34:33
Sign-Rank Z	-0.21	0.10	0.44	-0.25	0.28	0.56	0.13	0.8	0.0

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Verifica-se que para todos os casos da variável país desenvolvido, classificada pela OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico); os adquirentes que realizam aquisições *cross border*, em países desenvolvidos, têm retorno anormal positivo, entretanto, não são significantes estatisticamente no teste t de *student*.

Na análise do teste de sinais de Wilcoxon, verifica-se que não há nenhum caso de rejeição da hipótese nula, portanto, parece que realizar aquisição em país-*target* desenvolvido, classificado pela OCDE, não tem muito efeito nos resultados de fusões e aquisições *cross border*.

Tabela 14. Resultados do Estudo de Eventos – CAR_Não_OCDE

CAR_Não_OCDE									
	CAR_11_120_ Não_OCDE	CAR_15_120_ Não_OCDE	CAR_5_120_ Não_OCDE	CAR_11_240_ Não_OCDE	CAR_15_240_ Não_OCDE	CAR_5_240_ Não_OCDE	CAR_11_500_ Não_OCDE	CAR_15_500_ Não_OCDE	CAR_5_500_ Não_OCDE
n	60	60	60	60	60	60	57	57	57
Média (ACAR)	-1.27%	-1.16%	-0.24%	-1.5%	-1.34%	-0.31%	-1.10%	-1.41%	-0.77%
D.P.	0.09	0.11	0.03	0.09	0.10	0.03	0.06	0.08	0.04
t=	-1.05	-0.83	-0.57	-1.23	-0.98	-0.72	-1.33	-1.37	-1.35
Positivo:Negativo	24:36	29:31	28:32	25:35	28:32	27:33	23:34	26:31	28:29
Sign-Rank Z	-1.10	-0.58	-0.53	-1.26	-0.68	-0.70	-1.54	-1.66†	-0.95

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p<0,10$, * $p<0,05$, ** $p<0,01$; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Quanto ao resultado da variável, não ser país pertencente à classificação OCDE, para todas as variáveis, na média, há destruição de valor, ou seja, tem retorno anormal negativo, entretanto, esses resultados não são significantes estatisticamente no teste t de *student*.

Na análise pelo teste de Wilcoxon, apenas CAR_15_500 é significativa a ($p<0,10$). Os demais não se pode rejeitar a hipótese nula, portanto, nessa análise, parece não haver influência em não ser classificado pela OCDE como país desenvolvido, para o resultado em aquisições *cross border*, de empresas brasileiras da amostra.

Tabela 15. Resultados do Estudo de Eventos – CAR_FMI

CAR_FMI									
	CAR_11_120_ FMI	CAR_15_120_ FMI	CAR_5_120_ FMI	CAR_11_240_ FMI	CAR_15_240_ FMI	CAR_5_240_ FMI	CAR_11_500_ FMI	CAR_15_500_ FMI	CAR_5_500_ FMI
n	52	52	52	52	52	52	51	51	51
Média (ACAR)	-0.56%	0.17%	-0.40%	-0.67%	0.07%	-0.34%	0.53%	1.48%	-0.43%
D.P.	0.12	0.14	0.06	0.12	0.14	0.06	0.09	0.11	0.06
t=	-0.34	0.08	-0.46	-0.41	0.03	-0.38	0.40	0.97	-0.50
Positivo: Negativo	23:29	25:27	27:25	21:31	27:25	30:22	22:29	24:27	24:27
Sign-Rank Z	-0.19	0.2	0.00	-0.23	0.29	0.18	0.26	0.56	-0.61

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p<0,10$, * $p<0,05$, ** $p<0,01$; em caso de diminuição do número de observações reportadas,

salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes), ou simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A variável de classificação de país desenvolvido do FMI (Fundo Monetário Internacional) foi captada como teste de robustez, em relação à outra *proxy* de país desenvolvido, do OECD (Organização para Desenvolvimento Econômico), entretanto, não se pode tirar nenhuma conclusão dessa *proxy*, pois não há sinal prevalente de retorno anormal positivo ou negativo; e por meio da análise do t de *student*, constata-se que não há resultado estatisticamente significativo. Ou seja, há evidências de que os resultados de fusões e aquisições, realizados em países classificados pelo FMI, são estatisticamente iguais a zero.

Por meio ainda da análise do teste de Wilcoxon, verifica-se que, como em todos os casos não se rejeita as hipóteses nulas. Há evidências de que ser classificado como desenvolvido o país-*target* pelo FMI, não influencia nos resultados de aquisições *cross border* para empresas brasileiras da amostra.

Tabela 16. Resultados do Estudo de Eventos – CAR_Não_FMI

CAR_Não_FMI									
	CAR_11_120_ Não_FMI	CAR_15_120_ Não_FMI	CAR_5_120_ Não_FMI	CAR_11_240_ Não_FMI	CAR_15_240_ Não_FMI	CAR_5_240_ Não_FMI	CAR_11_500_ Não_FMI	CAR_15_500_ Não_FMI	CAR_5_500_ Não_FMI
n	76	76	76	76	76	76	73	73	73
Média (ACAR)	-0.49%	-0.83	0.26%	-0.47%	-0.79%	0.22%	-0.20%	-0.58%	-0.14%
D.P.	0.10	0.10	0.04	0.10	0.10	0.04	0.07	0.08	0.05
t=	-0.39	-0.71	0.57	-0.41	-0.68	0.47	-0.23	-0.63	-0.25
Positivo: Negativo	33:43	37:49	36:40	33:43	35:41	36:40	32:41	34:39	38:35
Sign-Rank Z	-0.97	-0.60	-0.08	-1.12	-0.60	-0.25	-1.41	-1.07	-0.24

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Verifica-se que no caso de o país não ser classificado como desenvolvido pelo FMI, na média, para todos os casos, destrói-se o valor, entretanto, não são significantes estatisticamente no teste t de *student*. Dessa forma, há evidências de que as médias sejam iguais a zero.

Na análise do teste de Wilcoxon, como todos os casos não são rejeitados, há evidências de que não ser classificado como desenvolvido o país-*target* pelo FMI, não influencia nos resultados de aquisições *cross border*.

Tabela 17. Resultados do Estudo de Eventos – CAR_Crises

CAR_Crises									
	CAR_11_120_ Crises	CAR_15_120_ Crises	CAR_5_120_ Crises	CAR_11_240_ Crises	CAR_15_240_ Crises	CAR_5_240_ Crises	CAR_11_500_ Crises	CAR_15_500_ Crises	CAR_5_500_ Crises
n	96	96	96	96	96	96	92	92	92
Média (ACAR)	-0.88%	-0.88%	-0.02%	-0.95%	-0.91%	0.00%	-0.04%	0.12%	-0.64%
D.P.	0.12	0.13	0.06	0.12	0.13	0.06	0.09	0.10	0.06
t=	-0.74	-0.66	-0.03	-0.79	-0.68	-0.007	-0.04	0.11	-1.09
Positivo:	41:55	42:54	49:47	39:57	42:54	51:45	39:53	40:52	42:50
Negativo									
Sign-Rank Z	-0.87	-0.65	-0.07	-1.08	-0.60	-0.06	-0.77	-0.50	-1.09

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Verifica-se que fusões e aquisições realizadas em períodos de crise e recessão, na média, há retornos anormais negativos, ou seja, destrói-se o valor, entretanto, não são significantes estatisticamente no teste t de *student*. Dessa forma, há evidências de que as médias sejam iguais a zero.

Na análise do teste de Wilcoxon, como em todos os casos não se rejeita a hipótese nula, há evidências de que crises e recessões não influenciam nos resultados de aquisições *cross border*.

Tabela 18. Resultados do Estudo de Eventos – CAR_Não_Crises

CAR_Não_Crises									
	CAR_11_120_ Não_Crises	CAR_15_120_ Não_Crises	CAR_5_120_ Não_Crises	CAR_11_240_ Não_Crises	CAR_15_240_ Não_Crises	CAR_5_240_ Não_Crises	CAR_11_500_ Não_Crises	CAR_15_500_ Não_Crises	CAR_5_500_ Não_Crises
n	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Média (ACAR)	0.66%	0.94%	0.04%	0.63%	0.96%	0.00%	0.49%	0.68%	0.84%
D.P.	0.07	0.07	0.03	0.07	0.07	0.03	0.07	0.07	0.04
t=	0.54	0.74	0.07	0.53	0.78	0.002	0.404	0.53	1.07
Positivo: Negativo	15:17	20:12	14:18	15:17	20:12	15:17	15:17	18:14	20:12
Sign-Rank Z	-0.15	0.71	-0.243	-0.09	0.86	-0.22	-0.35	-0.05	0.95

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se que para todos os casos analisados, o não período de crise e recessão é relacionado, na média, à magnitude positiva dos CAR (*Cumulative abnormal return*). Entretanto, nenhuma janela de eventos ou de estimação tem significância estatística no teste t de *student*. Dessa forma, há evidências de que as médias sejam iguais a zero.

Na análise do teste de Wilcoxon não se rejeita a hipótese nula em nenhum dos resultados, portanto, parece que períodos de não crise e recessão não influenciam nos resultados de aquisições internacionais.

Tabela 19. Resultados do Estudo de Eventos – CAR__Aliança

CAR_Aliança									
	CAR_11_120_ Aliança	CAR_15_120_ Aliança	CAR_5_120_ Aliança	CAR_11_240_ Aliança	CAR_15_240_ Aliança	CAR_5_240_ Aliança	CAR_11_500_ Aliança	CAR_15_500_ Aliança	CAR_5_500_ Aliança
n	21	21	21	21	21	21	21	21	21
Média (ACAR)	1.29%	1.95%	0.97%	1.10%	1.75%	0.89%	1.17%	1.47%	0.44%
D.P.	0.05	0.06	0.04	0.06	0.06	0.04	0.05	0.07	0.05
t=	1.08	1.59	1.11	0.87	1.27	0.97	0.98	0.94	0.44
Positivo: Negativo	13:8	12:9	11:10	13:8	12:9	12:9	14:7	14:7	14:7
Sign-Rank Z	1.23	1.48	0.82	0.92	0.95	0.54	1.30	1.02	1.44

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Verifica-se que nos casos de aliança anterior à aquisição *cross border*, na média, para todos os casos, há retorno anormal positivo, entretanto, não são significantes estatisticamente no teste t de *student*. Dessa forma, há evidências de que as médias sejam iguais a zero.

Na análise do teste de Wilcoxon, como não se rejeita as hipóteses nulas de todos os resultados, parece que não influi o fato de haver aliança anterior à aquisição internacional.

Tabela 20. Resultados do Estudo de Eventos – CAR_Não__Aliança

CAR_Não_Aliança									
	CAR_11_120_ Não_Aliança	CAR_15_120_ Não_Aliança	CAR_5_120_ Não_Aliança	CAR_11_240_ Não_Aliança	CAR_15_240_ Não_Aliança	CAR_5_240_ Não_Aliança	CAR_11_500_ Não_Aliança	CAR_15_500_ Não_Aliança	CAR_5_500_ Não_Aliança
n	107	107	107	107	107	107	103	103	103
Média (ACAR)	-0.84%	-0.89%	-0.20%	-0.88%	-0.87%	-0.18%	-0.12%	0.02%	-0.40%
D.P.	0.11	0.13	0.05	0.11	0.12	0.05	0.09	0.10	0.06
t=	-0.77	-0.73	-0.39	-0.79	-0.72	-0.34	-0.14	0.02	-0.74
Positivo: Negativo	43:64	50:57	52:55	41:66	50:57	54:53	40:63	44:59	48:55
Sign-Rank Z	-1.57	-0.90	-0.52	-1.66†	-0.70	-0.30	-1.58	-1.06	-1.26

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; em caso de diminuição do número de observações reportadas,

salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Há evidências de que aquisições *cross border*, sem alianças anteriores, geram destruição de valor. Entretanto, estes achados não são significantes estatisticamente no teste t de *student*. Dessa forma, há evidências de que as médias sejam iguais a zero.

Ao analisar o teste de Wilcoxon, verifica-se que a maioria das janela de evento, e de estimação, não rejeita hipótese nula. Portanto, parece que não influencia a ausência de aliança anterior nos resultados de aquisição internacional.

Segue a análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente.

Tabela 21. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Guarani

	Guarani_ CAR_11_120	Guarani_ CAR_15_120	Guarani_ CAR_5_120	Guarani_ CAR_11_240	Guarani_ CAR_15_240	Guarani_ CAR_5_240	Guarani_ CAR_11_500	Guarani_ CAR_15_500	Guarani_ CAR_5_500
n	2	2	2	2	2	2	0	0	0
Média (ACAR)	-49.6%	-58.%	-6.86%	-52.2%	-60.7%	-8.1%	n.d.	n.d.	n.d.
D.P.	0	0	0	0	0	0	n.d.	n.d.	n.d.
t=	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Positivo:Negativo	0:2	0:2	0:2	0:2	0:2	0:2	n.d.	n.d.	n.d.
Sign-Rank Z	-1.41	-1.41	-1.41	-1.41	-1.41	-1.41	n.d.	n.d.	n.d.

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A empresa Guarani S.A. teve poucos eventos de aquisições *cross border*, portanto, não se pode generalizar ou se inferir maiores informações, apenas se pode observar que, na média, a empresa teve alta destruição de valor decorrente à operação de aquisição *cross border*.

Tabela 22. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Ambev

	Ambev_ CAR_11_120	Ambev_ CAR_15_120	Ambev_ CAR_5_120	Ambev_ CAR_11_240	Ambev_ CAR_15_240	Ambev_ CAR_5_240	Ambev_ CAR_11_500	Ambev_ CAR_15_500	Ambev_ CAR_5_500
n	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Média (ACAR)	-5.48%	-4.79%	-3.48%	-5.75%	-5.26%	-3.56%	-6.36%	-5.11%	-3.41%
D.P.	0.10	0.10	0.11	0.10	0.11	0.11	0.10	0.11	0.06
t=	-1.41	-1.22	-0.8	-1.45	-1.28	-0.83	-1.66†	-1.18	-1.43
Positivo: Negativo	2:5	2:5	2:5	2:5	2:5	2:5	2:5	2:5	2:5
Sign-Rank Z	-1.18	-1.18	-0.51	-1.35	-1.18	-0.51	-1.69†	-0.84	-1.18

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Ambev teve destruição de valor, na média, em todas as janelas de evento e de estimação, entretanto, apenas o CAR_11_500 é estatisticamente significativa ($p < 0,10$).

Na análise do teste de Wilcoxon, apesar do CAR_11_500 ser significativa ($p < 0,10$), observa-se que a maioria das janelas de evento e de estimação não rejeita a hipótese nula, portanto, há evidências de que aquisições *cross border* não influem nos resultados da empresa na avaliação do mercado.

Tabela 23. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Arcelor

	Arcelor_ CAR_11_12 0	Arcelor_ CAR_15_12 0	Arcelor_ CAR_5_120	Arcelor_ CAR_11_24 0	Arcelor_ CAR_15_24 0	Arcelor_ CAR_5_240	Arcelor_ CAR_11_50 0	Arcelor_ CAR_15_50 0	Arcelor_ CAR_5_500
n	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Média (ACAR)	5.46%	7.15%	5.15%	6.38%	9.16%	5.78%	4.54%	6.79%	3.71%
D.P.	0	0	0	0	0	0	0	0	0
t=	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Positivo: Negativo	2:0	2:0	2:0	2:0	2:0	2:0	2:0	2:0	2:0
Sign-Rank Z	1.41	1.41	1.41	1.41	1.41	1.41	1.41	1.41	1.41

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Não é possível inferir maiores informações sobre a Arcelor e suas atividades pertinentes à fusão e à aquisição *cross border*, apenas se observa que, na média, a Arcelor auferiu significativa geração de valor em todas as janelas de eventos e de estimação.

Tabela 24. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Bradesco

	Bradesco_ CAR_11_120	Bradesco_ CAR_15_120	Bradesco_ CAR_5_120	Bradesco_ CAR_11_240	Bradesco_ CAR_15_240	Bradesco_ CAR_5_240	Bradesco_ CAR_11_500	Bradesco_ CAR_15_500	Bradesco_ CAR_5_500
n	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Média (ACAR)	2.21%	5.86%	4.48%	1.89%	5.37%	4.32%	1.93%	4.09%	0.08%
D.P.	0.07	0.10	0.08	0.08	0.10	0.08	0.08	0.10	0.02
t=	0.52	1.04	1.02	0.40	0.92	0.92	0.44	0.71	0.05
Positivo: Negativo	2:1	2:1	2:1	2:1	2:1	2:1	2:1	1:2	1:2
Sign-Rank Z	0.53	1.07	1.07	0.53	0.00	0.53	0.53	0.00	0.00

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes), ou simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Pode-se observar que o Bradesco obteve, na média, geração de valor. Entretanto, em todos os casos, não são estatisticamente significantes. Outrossim, com relação ao teste de Wilcoxon, em todos os casos, não se rejeita a hipótese nula. Dessa forma, parece que fusões e aquisições internacionais, não influenciam no resultado da empresa, em relação à visão do mercado.

Tabela 25. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Brasil

	Brasil_ CAR_11_120	Brasil_ CAR_15_120	Brasil_ CAR_5_120	Brasil_ CAR_11_240	Brasil_ CAR_15_240	Brasil_ CAR_5_240	Brasil_ CAR_11_500	Brasil_ CAR_15_500	Brasil_ CAR_5_500
n	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Média (ACAR)	-7.16%	-6.08%	-3.13%	-6.73%	-5.38%	-2.69%	-4.93%	-4.02%	-3.33%
D.P.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
t=	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Positivo: Negativo	0:1	0:1	0:1	0:1	0:1	0:1	0:1	0:1	0:1
Sign-Rank Z	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Não se pode inferir nada em relação ao Banco do Brasil, pois teve apenas um evento de aquisição cross border no período e, vale ressaltar que essa aquisição teve CAR negativo para todas as janelas de eventos e de estimação analisadas.

Tabela 26. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Itaú

	Itaú_ CAR_11_120	Itaú_ CAR_15_120	Itaú_ CAR_5_120	Itaú_ CAR_11_240	Itaú_ CAR_15_240	Itaú_ CAR_5_240	Itaú_ CAR_11_500	Itaú_ CAR_15_500	Itaú_ CAR_5_500
n	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Média (ACAR)	2.51%	3.02%	0.00%	2.28%	2.77%	0.02%	2.61%	0.11%	0.58%
D.P.	0.09	0.05	0.05	0.09	0.05	0.05	0.09	0.07	0.03
t=	0.82	1.59	-0.002	0.7	1.45	0.01	0.80	0.04	0.60
Positivo: Negativo	4:4	7:1	3:5	2:6	5:3	3:5	3:5	4:4	4:4
Sign-Rank Z	0.00	1.68†	-0.56	-0.42	1.12	-0.56	-0.28	-0.14	0.67

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

O Itaú teve geração de valor, na média, para todas as janelas de eventos e de estimação, entretanto, em nenhuma das janelas de evento e de estimação analisadas há significância estatística.

Com relação à análise do teste de Wilcoxon para os resultados do Itaú, verifica-se que em sua maioria, não se rejeita a hipótese nula, portanto, parece que aquisições internacionais não influem no resultado da firma em relação à visão do mercado.

Tabela 27. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Bematech

	Bematech_ CAR_11_120	Bematech_ CAR_15_120	Bematech_ CAR_5_120	Bematech_ CAR_11_240	Bematech_ CAR_15_240	Bematech_ CAR_5_240	Bematech_ CAR_11_500	Bematech_ CAR_15_500	Bematech_ CAR_5_500
n	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Média (ACAR)	12.03%	15.65%	6.52%	12.63%	16.41%	7.04%	12.80%	13.82%	6.18%
D.P.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
t=	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Positivo: Negativo	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0
Sign-Rank Z	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Não é possível inferir maiores informações sobre a Bematech e suas atividades pertinentes à fusão e à aquisição *cross border*, pois houve no período da amostra apenas um evento *cross border* para a Bematech. Verifica-se então para esse determinado evento que a Bematech auferiu geração de valor em todas as janelas de eventos e de estimação.

Tabela 28. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Braskem

	Braskem_ CAR_11_120	Braskem_ CAR_15_120	Braskem_ CAR_5_120	Braskem_ CAR_11_240	Braskem_ CAR_15_240	Braskem_ CAR_5_240	Braskem_ CAR_11_500	Braskem_ CAR_15_500	Braskem_ CAR_5_500
n	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Média (ACAR)	-11.5%	-16.9%	-1.7%	-11.2%	-15.8%	-2%	-10.0%	-9.6%	-5.2%
D.P.	0.10	0.10	0.05	0.10	0.11	0.06	0.11	0.11	0.10
t=	-1.63	-2.47**	-0.475	-1.51	-2.11*	-0.49	-1.3	-1.25	-0.78
Positivo: Negativo	0:2	0:2	1:1	0:2	0:2	1:1	0:2	0:2	1:1
Sign-Rank Z	-1.34	-1.34	-0.44	-1.34	-1.34	-0.44	-1.34	-1.34	-0.44

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Verifica-se que a Braskem, na média, destruiu o valor, entretanto, apenas o CAR_15_120 e o CAR_15_240 são significantes estatisticamente.

Com base na análise do teste de Wilcoxon, em razão de nenhuma janela de eventos ou de estimação ser rejeitada, parece que aquisições internacionais não influem no resultado da empresa em relação à visão do mercado.

Tabela 29. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Vale

	Vale_ CAR_11_120	Vale_ CAR_15_120	Vale_ CAR_5_120	Vale_ CAR_11_240	Vale_ CAR_15_240	Vale_ CAR_5_240	Vale_ CAR_11_500	Vale_ CAR_15_500	Vale_ CAR_5_500
n	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Média (ACAR)	0.94%	0.82%	0.19%	1.13%	1.13%	0.43%	1.31%	0.84%	0.63%
D.P.	0.06	0.05	0.03	0.05	0.04	0.03	0.05	0.06	0.03
t=	0.56	0.57	0.22	0.69	0.83	0.51	0.82	0.48	0.61
Positivo: Negativo	6:5	6:5	9:2	6:5	8:3	10:1	6:5	6:5	5:6
Sign-Rank Z	0.63	0.8	1.6	0.71	0.97	1.96*	0.90	0.44	0.35

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Vale, na média, auferiu geração de valor, entretanto, nenhuma das janelas de evento e de estimação são significantes estatisticamente.

No teste de Wilcoxon, a maioria não rejeita hipótese nula, com exceção do CAR_5_240 significativo ($p < 0,05$), portanto, parece que, para a maioria dos casos, aquisições internacionais não influem nos resultados da Vale, em relação à visão do mercado.

Tabela 30. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Contax

	Contax_ CAR_11_120	Contax_ CAR_15_120	Contax_ CAR_5_120	Contax_ CAR_11_240	Contax_ CAR_15_240	Contax_ CAR_5_240	Contax_ CAR_11_500	Contax_ CAR_15_500	Contax_ CAR_5_500
n	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Média (ACAR)	6.5%	11.1%	3.7%	5.1%	9.2%	2.9%	5.6%	3.7%	6.%
D.P.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
t=	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Positivo: Negativo	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0
Sign-Rank Z	1	1	1	1	1	1	1	1	1

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Não é possível inferir maiores informações sobre a Contax e suas atividades pertinentes à fusão e à aquisição *cross border*, apenas se observa que em todas as janelas de evento e de estimação, a Contax auferiu retornos anormais positivos.

Tabela 31. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Coteminas

	Coteminas_ CAR_11_120	Coteminas_ CAR_15_120	Coteminas_ CAR_5_120	Coteminas_ CAR_11_240	Coteminas_ CAR_15_240	Coteminas_ CAR_5_240	Coteminas_ CAR_11_500	Coteminas_ CAR_15_500	Coteminas_ CAR_5_500
n	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Média (ACAR)	-1.3%	3.1%	2.2%	-0.5%	3.3%	3.0%	-2.3%	-4.%	0.7%
D.P.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
t=	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Positivo:Negativo	0:1	1:0	1:0	0:1	1:0	1:0	0:1	0:1	1:0
Sign-Rank Z	-1.00	1.00	1.00	-1.00	1.00	1.00	-1.00	-1.00	1.00

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Não é possível inferir maiores informações sobre a Coteminas e suas atividades pertinentes à fusão e à aquisição *cross border*, sobretudo porque a Coteminas teve apenas um evento *cross border*, e com magnitudes positivas e negativas em todas as janelas de eventos e de estimação. Dessa forma, não havendo uma magnitude prevalente e, outrossim, nenhum dos resultados são significantes estatisticamente.

Tabela 32. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: CSN

	CSN_ CAR_11_120	CSN_ CAR_15_120	CSN_ CAR_5_120	CSN_ CAR_11_240	CSN_ CAR_15_240	CSN_ CAR_5_240	CSN_ CAR_11_500	CSN_ CAR_15_500	CSN_ CAR_5_500
n	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Média (ACAR)	-2.8%	-0.4%	-1.1%	-2.4%	-0.04%	0.1%	-2.1%	3.0%	-0.1%
D.P.	0.04	0.03	0.01	0.054	0.06	0.01	0.04	0.038	0.05
t=	-1.08	-0.22	-2.4**	-0.77	-0.01	0.13	-0.79	1.41	-0.05
Positivo: Negativo	1:2	2:1	0:3	1:2	2:1	2:1	1:2	2:1	2:1
Sign-Rank Z	-1.07	0.00	-1.60	-1.07	0.00	0.00	-1.07	1.07	0.00

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A CSN teve, em sua maioria, destruição de valor, sendo que uma das janelas de evento e de estimação (CAR_5_120) é altamente significativa estatisticamente ($p < 0,01$).

Com base na análise de Wilcoxon, como nenhuma janela de evento e de estimação é rejeitada, parece que aquisições internacionais não influem no resultado da empresa em relação à visão do mercado.

Tabela 33. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Cyrela

	Cyrela_ CAR_11_120	Cyrela_ CAR_15_120	Cyrela_ CAR_5_120	Cyrela_ CAR_11_240	Cyrela_ CAR_15_240	Cyrela_ CAR_5_240	Cyrela_ CAR_11_500	Cyrela_ CAR_15_500	Cyrela_ CAR_5_500
n	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Média (ACAR)	15.1%	3.7%	4.7%	17.1%	9.2%	4.9%	15.8%	13.5%	0.6%
D.P.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
t=	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Positivo: Negativo	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0
Sign-Rank Z	1	1	1	1	1	1	1	1	1

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Cyrela auferiu, na média, geração de valor em seu único evento *cross border*, para todas as janelas de eventos e de estimação, entretanto, não se pode inferir maiores informações quanto à sua significância estatística, por exemplo.

Tabela 34. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Dixie-Toga

	Dixie_Toga_ CAR_11_120	Dixie_Toga_ CAR_15_120	Dixie_Toga_ CAR_5_120	Dixie_Toga_ CAR_11_240	Dixie_Toga_ CAR_15_240	Dixie_Toga_ CAR_5_240	Dixie_Toga_ CAR_11_500	Dixie_Toga_ CAR_15_500	Dixie_Toga_ CAR_5_500
n	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Média (ACAR)	-0.6%	-1.9%	-0.6%	0.1%	-1.4%	-0.2%	1.6%	1.6%	1.4%
D.P.	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.01
t=	-2.33**	-9.1**	-1.44	0.18	-2.4**	-0.61	6.6**	5.9**	2.6**
Positivo: Negativo	0:2	0:2	0:2	1:1	0:2	1:1	2:0	2:0	2:0
Sign-Rank Z	-1.34	-1.34	-1.34	-0.45	-1.34	-0.45	1.34	1.34	1.34

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Não se pode afirmar se a Dixie-Toga teve geração ou destruição de valor, decorrente da aquisição internacional, pois não há sinal prevalente indicando retorno anormal positivo ou negativo.

Com base no teste de Wilcoxon, nenhuma janela de evento ou de estimação rejeita hipótese nula, portanto, parece que aquisições internacionais não afetam o resultado da Dixie-Toga em relação à visão do mercado.

Tabela 35. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Gerdau

	Gerdau_ CAR_11_120	Gerdau_ CAR_15_120	Gerdau_ CAR_5_120	Gerdau_ CAR_11_240	Gerdau_ CAR_15_240	Gerdau_ CAR_5_240	Gerdau_ CAR_11_500	Gerdau_ CAR_15_500	Gerdau_ CAR_5_500
n	14	14	14	14	14	14	14	14	14
Média (ACAR)	-1.62%	-1.37%	-1.31%	-1.95%	-1.84%	-1.45%	-2.11%	-2.62%	-1.24%
D.P.	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04	0.03	0.03	0.05	0.03
t=	-2.04*	-1.68†	-1.41	-2.19*	-1.81†	-1.63	-2.3*	-1.91†	-1.66†
Positivo:	3:11	5:9	6:8	4:10	6:8	6:8	4:10	6:8	7:7
Negativo									
Sign-Rank Z	-1.85†	-1.47	-1.16	-1.85†	-1.6	-1.6	-2.04*	-1.475	-1.28

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Gerdau, na média, destruiu o valor para todos os casos analisados e, a maioria das janelas de eventos e de estimação é significativa estatisticamente.

O teste de Wilcoxon, nos CAR_11_120; CAR_11_240 e CAR_11_500, corroboram com os resultados da média e do t de student, sendo significantes estatisticamente, rejeita-se a hipótese nula. Dessa forma, para os casos relatados, há evidências de que fusões e aquisições *cross border* influem negativamente nos resultados da Gerdau.

Tabela 36. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: GP Investimentos

	GP_ CAR_11_120	GP_ CAR_15_120	GP_ CAR_5_120	GP_ CAR_11_240	GP_ CAR_15_240	GP_ CAR_5_240	GP_ CAR_11_500	GP_ CAR_15_500	GP_ CAR_5_500
n	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Média (ACAR)	0.06	-0.04	0.02	0.04	-0.07	0.01	0.04	-0.05	0.03
D.P.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
t=	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Positivo:Negativo	1:0	0:1	1:0	1:0	0:1	1:0	1:0	0:1	1:0
Sign-Rank Z	1.00	-1.00	1.00	1.00	-1.00	1.00	1.00	-1.00	1.00

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p<0,10$, * $p<0,05$, ** $p<0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Não é possível inferir maiores informações sobre a GP Investimento referentes à aquisição internacional, porque há apenas um evento realizado no período da amostra, e seus CAR (*cumulative abnormal return*) estão próximos de zero, sem sinal prevalente de criação ou destruição de valor.

Tabela 37. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: HRT Petróleo

	HRT_ CAR_11_120	HRT_ CAR_15_120	HRT_ CAR_5_120	HRT_ CAR_11_240	HRT_ CAR_15_240	HRT_ CAR_5_240	HRT_ CAR_11_500	HRT_ CAR_15_500	HRT_ CAR_5_500
n	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Média (ACAR)	-3.75%	-0.54%	-2.64%	-5.48%	-2.85%	-3.59%	-5.48%	-2.97%	-3.21%
D.P.	0.06	0.05	0.04	0.07	0.05	0.04	0.07	0.06	0.01
t=	-1.20	-0.20	-1.18	-1.63	-1.06	-1.73†	-1.63	-1.02	-4.55**
Positivo:Negativo	1:3	1:3	1:3	1:3	1:3	1:3	1:3	1:3	0:4
Sign-Rank Z	-1.10	-0.36	-0.73	-1.10	-1.10	-1.47	-1.10	-1.10	-1.84†

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p<0,10$, * $p<0,05$, ** $p<0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

O HRT, na média, destrói valor em todas as janelas de evento e de estimação, e com significância em CAR_5_240 ($p < 0.10$) e CAR_5_500 ($p < 0.01$).

No teste de Wilcoxon, a maioria não rejeita a hipótese nula, portanto, parece que aquisições internacionais não influem no resultado da empresa em relação à visão do mercado.

Tabela 38. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Romi

	Romi_ CAR_11_120	Romi_ CAR_15_120	Romi_ CAR_5_120	Romi_ CAR_11_240	Romi_ CAR_15_240	Romi_ CAR_5_240	Romi_ CAR_11_500	Romi_ CAR_15_500	Romi_ CAR_5_500
n	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Média (ACAR)	3.79%	7.21%	-0.08%	1.65%	5.15%	-0.83%	5.05%	12.31%	2.12%
D.P.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
t=	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Positivo:Negativo	1:0	1:0	0:1	1:0	1:0	0:1	1:0	1:0	1:0
Sign-Rank Z	1.00	1.00	-1.00	1.00	1.00	-1.00	1.00	1.00	1.00

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como há apenas um evento *cross border*, no período da amostra para a Romi, não é possível inferir maiores informações, apenas se observa que a maioria de suas janelas apresenta-se com retorno anormal positivo, mas não há como testar sua significância estatística.

Tabela 39. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Iochpe-Maxion

	Iochpe_Maxion_ CAR_11_120	Iochpe_Maxion_ CAR_15_120	Iochpe_Maxion_ CAR_5_120	Iochpe_Maxion_ CAR_11_240	Iochpe_Maxion_ CAR_15_240	Iochpe_Maxion_ CAR_5_240	Iochpe_Maxion_ CAR_11_500	Iochpe_Maxion_ CAR_15_500	Iochpe_Maxion_ CAR_5_500
n	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Média (ACAR)	3.80%	0.77%	5.96%	7.56%	5.34%	7.21%	6.59%	7.82%	0.83%
D.P.	0.07	0.06	0.10	0.08	0.08	0.11	0.08	0.09	0.02
t=	1.11	0.26	1.25	1.8†	1.36	1.35	1.55	1.66†	1.
Positivo:Negativo	3:1	3:1	3:1	3:1	3:1	2:2	3:1	3:1	3:1
Sign-Rank Z	1.10	0.37	1.10	1.47	1.10	0.73	1.10	1.10	0.73

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Iochpe-Maxion, na média, cria valor para todas as janelas de eventos e de estimação, sendo que duas de suas janelas de eventos e de estimação são significantes estatisticamente.

No teste de Wilcoxon, todos não rejeitam a hipótese nula, portanto, parece que aquisições internacionais não influem nos resultados da empresa em relação à visão do mercado.

Tabela 40. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Itaotec

	Itaotec_ CAR_11_120	Itaotec_ CAR_15_120	Itaotec_ CAR_5_120	Itaotec_ CAR_11_240	Itaotec_ CAR_15_240	Itaotec_ CAR_5_240	Itaotec_ CAR_11_500	Itaotec_ CAR_15_500	Itaotec_ CAR_5_500
n	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Média (ACAR)	-4.62%	-5.69%	2.10%	-4.57%	-4.71%	2.13%	-5.63%	-6.54%	3.81%
D.P.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
t=	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Positivo: Negativo	0:1	0:1	1:0	0:1	0:1	1:0	0:1	0:1	1:0
Sign-Rank Z	-1.00	-1.00	1.00	-1.00	-1.00	1.00	-1.00	-1.00	1.00

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número

de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.
Fonte: Elaborado pelo autor.

A Itaotec, na maioria dos casos, destroe valor. Não é possível inferir maiores informações nem testar sua significância, pois há somente um evento para essa firma na amostra.

Tabela 41. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: JBS

	JBS_ CAR_11_120	JBS_ CAR_15_120	JBS_ CAR_5_120	JBS_ CAR_11_240	JBS_ CAR_15_240	JBS_ CAR_5_240	JBS_ CAR_11_500	JBS_ CAR_15_500	JBS_ CAR_5_500
n	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Média (ACAR)	3.14%	6.1%	1.9%	2.9%	4.5%	0.8%	1.7%	4.7%	-1.6%
D.P.	0.09	0.16	0.04	0.09	0.15	0.04	0.09	0.12	0.05
t=	1.02	1.14	0.75	0.71	0.9	0.64	0.59	1.13	-1.04
Positivo:Negativo	4:5	4:5	7:2	4:5	4:5	7:2	4:5	4:5	2:7
Sign-Rank Z	0.77	0.65	1.13	0.41	0.65	0.90	0.41	0.65	-1.25

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes), ou simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.
Fonte: Elaborado pelo autor.

A JBS, na maioria dos casos, gera valor, entretanto, em nenhuma das janelas de eventos ou de estimação são estatisticamente significantes.

No teste de Wilcoxon, todos não rejeitam a hipótese nula, portanto, parece que aquisições internacionais não influem nos resultados da empresa em relação à visão do mercado.

Tabela 42. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Localiza

	Localiza_ CAR_11_120	Localiza_ CAR_15_120	Localiza_ CAR_5_120	Localiza_ CAR_11_240	Localiza_ CAR_15_240	Localiza_ CAR_5_240	Localiza_ CAR_11_500	Localiza_ CAR_15_500	Localiza_ CAR_5_500
n	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Média (ACAR)	0.7%	1.6%	-2.5%	-0.2%	-0.08%	-1.5%	-0.6%	3.1%	2.8%
D.P.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
t=	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Positivo:Negativo	1:0	1:0	0:1	0:1	0:1	0:1	0:1	1:0	1:0
Sign-Rank Z	1.00	1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	1.00	1.00

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Localiza, não há como verificar com maior robustez se cria ou destrói valor, pois existe apenas um evento de aquisição *cross border*, e não há sinais prevalentes de retorno anormal positivo ou negativo.

Tabela 43. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Lupatech

	Lupatech_ CAR_11_120	Lupatech_ CAR_15_120	Lupatech_ CAR_5_120	Lupatech_ CAR_11_240	Lupatech_ CAR_15_240	Lupatech_ CAR_5_240	Lupatech_ CAR_11_500	Lupatech_ CAR_15_500	Lupatech_ CAR_5_500
n	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Média (ACAR)	-13.3%	-11.6%	-4.1%	-13.4%	-11.3%	-3.1%	-13.1%	-13.4%	-10.3%
D.P.	0.17	0.28	0.01	0.17	0.27	0.02	0.17	0.28	0.17
t=	-1.1	-0.57	-8.1**	-1.12	-0.6	-2.47**	-1.08	-0.67	-0.84
Positivo: Negativo	0:2	1:1	0:2	0:2	1:1	0:2	0:2	1:1	1:1
Sign-Rank Z	-1.34	-0.44	-1.34	-1.34	-0.44	-1.34	-1.34	-0.44	-0.44

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Lupatech, na média, para todas as janelas de eventos e de estimação, tem retornos anormais negativos, entretanto, apenas para CAR_5_120 e CAR_5_240 tem alta significância estatística ($p < 0.01$).

No teste de Wilcoxon, todos não rejeitam a hipótese nula, portanto, parece que aquisições internacionais não influem nos resultados da empresa em relação à visão do mercado.

Tabela 44. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Marcopolo

	Marcopolo_ CAR_11_120	Marcopolo_ CAR_15_120	Marcopolo_ CAR_5_120	Marcopolo_ CAR_11_240	Marcopolo_ CAR_15_240	Marcopolo_ CAR_5_240	Marcopolo_ CAR_11_500	Marcopolo_ CAR_15_500	Marcopolo_ CAR_5_500
n	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Média (ACAR)	-0.07%	-1.54%	0.12%	-0.91%	-2.57%	-0.39%	-0.18%	-4.79%	0.46%
D.P.	0.05	0.04	0.02	0.05	0.03	0.02	0.04	0.07	0.02
t=	-0.02	-0.7	0.1	-0.34	-1.36	-0.37	-0.087	-1.24	0.44
Positivo:Negativo	2:1	2:1	2:1	2:1	0:3	1:2	2:1	1:2	2:1
Sign-Rank Z	0.00	0.00	0.00	0.00	-1.60	-0.53	0.00	-1.07	0.53

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Marcopolo, na média, para a maioria das janelas de eventos e de estimação, tem retornos anormais negativos, entretanto, nenhuma janela de evento e de estimação são significantes estatisticamente.

No teste de Wilcoxon, todos não rejeitam a hipótese nula, portanto, parece que aquisições internacionais não influem nos resultados da empresa em relação à visão do mercado.

Tabela 45. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Marfrig

	Marfrig_ CAR_11_120	Marfrig_ CAR_15_120	Marfrig_ CAR_5_120	Marfrig_ CAR_11_240	Marfrig_ CAR_15_240	Marfrig_ CAR_5_240	Marfrig_ CAR_11_500	Marfrig_ CAR_15_500	Marfrig_ CAR_5_500
n	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Média (ACAR)	-7.8%	-8.1%	-3.9%	-4.1%	-3.2%	-2.5%	-4.3%	-2.9%	-4.3%
D.P.	0.02	0.08	0.02	0.01	0.05	0.02	0.01	0.02	0.03
t=	-7.6**	-1.94†	-4.0**	-7.2**	-1.15	-1.94†	-5.9**	-2.5**	-2.2*
Positivo: Negativo	0:4	0:4	0:4	0:4	2:2	0:4	0:4	0:4	1:3
Sign-Rank Z	-1.82†	-1.82†	-1.82†	-1.82†	-0.73	-1.82†	-1.82†	-1.82†	-1.46

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Marfrig, na média, para todas as janelas de eventos e de estimação, tem retornos anormais negativos. Observa-se que a maioria das janelas de eventos e de estimação é altamente significativa estatisticamente.

Para o teste não paramétrico de sinais de Wilcoxon, há evidências de que aquisições *cross border* para a Marfrig influenciam nos resultados da empresa em relação à visão do mercado.

Tabela 46. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Metafrio

	Metafrio_ CAR_11_120	Metafrio_ CAR_15_120	Metafrio_ CAR_5_120	Metafrio_ CAR_11_240	Metafrio_ CAR_15_240	Metafrio_ CAR_5_240	Metafrio_ CAR_11_500	Metafrio_ CAR_15_500	Metafrio_ CAR_5_500
n	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Média (ACAR)	40.8%	36.%	13.5%	38.6%	33.6%	12.8%	36.3%	33.5%	24.2%
D.P.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
t=	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Positivo:Negativo	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0
Sign-Rank Z	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de

observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes), ou simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.
Fonte: Elaborado pelo autor.

A Metalfrio, na maioria das janelas de eventos e de estimação, na média, têm retornos anormais positivos, entretanto, não há como verificar seu nível de significância estatística, pois há apenas um evento de aquisição *cross border*.

Tabela 47. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Minerva

	Minerva_ CAR_11_120	Minerva_ CAR_15_120	Minerva_ CAR_5_120	Minerva_ CAR_11_240	Minerva_ CAR_15_240	Minerva_ CAR_5_240	Minerva_ CAR_11_500	Minerva_ CAR_15_500	Minerva_ CAR_5_500
n	2	2	2	2	2	2	1	1	1
Média (ACAR)	0.90%	-0.83%	1.5%	3.18%	2.6%	2.56%	-1.3%	1.4%	2.8%
D.P.	0.00	0.03	0.01	0.03	0.01	0.02	n.d.	n.d.	n.d.
t=	5.86**	-0.37	3.7**	1.42	2.7**	2.*	n.d.	n.d.	n.d.
Positivo:Negativo	2:0	1:1	2:0	2:0	2:0	2:0	0:1	1:0	1:0
Sign-Rank Z	1.34	-0.447	1.34	1.34	1.34	1.34	-1.00	1.00	1.00

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Evidencia-se que a Minerva, na média, para as janelas de eventos e de estimação, estatisticamente significantes, tem retornos anormais positivos.

No teste de Wilcoxon, todos não rejeitam a hipótese nula, portanto, parece que aquisições internacionais não influem nos resultados da empresa em relação à visão do mercado.

Tabela 48. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Petrobras

	Petrobras_ CAR_11_120	Petrobras_ CAR_15_120	Petrobras_ CAR_5_120	Petrobras_ CAR_11_240	Petrobras_ CAR_15_240	Petrobras_ CAR_5_240	Petrobras_ CAR_11_500	Petrobras_ CAR_15_500	Petrobras_ CAR_5_500
n	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Média (ACAR)	0.21%	0.8%	0.0%	0.23%	0.98%	-0.22%	0.4%	0.16%	0.74%
D.P.	0.06	0.06	0.03	0.07	0.07	0.03	0.07	0.07	0.04
t=	0.15	0.56	0.003	0.14	0.62	-0.28	0.25	0.09	0.74
Positivo:Negativo	10:8	10:8	9:9	9:9	11:7	9:9	10:8	10:8	11:7
Sign-Rank Z	-0.19	0.32	-0.152	-0.19	0.45	0.74	-0.02	0.11	0.50

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Petrobras, na média, para todas as janelas de eventos e de estimação, tem retornos anormais positivos, entretanto, nenhuma janela de evento e de estimação são significantes estatisticamente.

No teste de Wilcoxon, todos não rejeitam a hipótese nula, portanto, parece que aquisições internacionais não influem nos resultados da empresa em relação à visão do mercado.

Tabela 49. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Petroquisa

	Petroquisa_ CAR_11_120	Petroquisa_ CAR_15_120	Petroquisa_ CAR_5_120	Petroquisa_ CAR_11_240	Petroquisa_ CAR_15_240	Petroquisa_ CAR_5_240	Petroquisa_ CAR_11_500	Petroquisa_ CAR_15_500	Petroquisa_ CAR_5_500
n	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Média (ACAR)	-2.5%	-5.2%	-1.6%	-3.2%	-6.3%	-2.%	-3.8%	2.4%	-1.17%
D.P.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
t=	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Positivo:Negativo	0:1	0:1	0:1	0:1	0:1	0:1	0:1	1:0	0:1
Sign-Rank Z	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	1.00	-1.00

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de

observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Petroquisa, na maioria das janelas de eventos e de estimação, na média, tem retornos anormais negativos, entretanto, não há como verificar seu nível de significância estatística, pois, existe apenas um evento de aquisição *cross border*.

Tabela 50. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Positivo

	Positivo_ CAR_11_120	Positivo_ CAR_15_120	Positivo_ CAR_5_120	Positivo_ CAR_11_240	Positivo_ CAR_15_240	Positivo_ CAR_5_240	Positivo_ CAR_11_500	Positivo_ CAR_15_500	Positivo_ CAR_5_500
n	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Média (ACAR)	-0.98%	0.6%	1.63%	-2.66%	-2.41%	0.48%	-3.0%	-4.3%	-4.0%
D.P.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
t=	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Positivo:Negativo	0:1	1:0	1:0	0:1	0:1	1:0	0:1	0:1	0:1
Sign-Rank Z	-1.00	1.00	1.00	-1.00	-1.00	1.00	-1.00	-1.00	-1.00

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Positivo, na maioria das janelas de eventos e de estimação, na média, tem retornos anormais negativos, entretanto, não há como verificar seu nível de significância estatística, pois, existe apenas um evento de aquisição *cross border* na amostra da pesquisa para essa firma.

Tabela 51. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Alpargatas

	Alpargatas_ CAR_11_120	Alpargatas_ CAR_15_120	Alpargatas_ CAR_5_120	Alpargatas_ CAR_11_240	Alpargatas_ CAR_15_240	Alpargatas_ CAR_5_240	Alpargatas_ CAR_11_500	Alpargatas_ CAR_15_500	Alpargatas_ CAR_5_500
n	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Média (ACAR)	2.19%	1.4%	0.1%	0.9%	-0.02%	-0.47%	2.18%	-0.03%	2.25%
D.P.	0.023	0.051	0.038	0.018	0.047	0.043	0.037	0.058	0.022
t=	1.65†	0.49	0.06	0.89	-0.006	-0.18	1.03	-0.008	1.79†
Positivo:Negativo	2:1	2:1	1:2	2:1	2:1	1:2	2:1	2:1	2:1
Sign-Rank Z	1.07	0.53	0.00	1.07	0.00	0.00	1.07	0.00	1.07

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Alpargatas, na média, para a maioria das janelas de eventos e de estimação, tem retornos anormais positivos, entretanto, apenas duas janelas de eventos e de estimação são estatisticamente significantes (CAR_11_120 e CAR_5_500) ($p < 0,10$).

No teste de Wilcoxon, todos não rejeitam a hipótese nula, portanto, parece que aquisições internacionais não influem nos resultados da empresa em relação à visão do mercado.

Tabela 52. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Spring

	Spring_ CAR_11_120	Spring_ CAR_15_120	Spring_ CAR_5_120	Spring_ CAR_11_240	Spring_ CAR_15_240	Spring_ CAR_5_240	Spring_ CAR_11_500	Spring_ CAR_15_500	Spring_ CAR_5_500
n	1	1	1	1	1	1	0	0	0
Média (ACAR)	0.21	0.17	0.03	0.16	0.10	0.01	n.d.	n.d.	n.d.
D.P.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
t=	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Positivo:Negativo	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0
Sign-Rank Z	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de

observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Spring, na maioria das janelas de eventos e de estimação, na média, tem retornos anormais positivos, entretanto, não há como verificar seu nível de significância estatística, pois existe apenas um evento de aquisição *cross border* na amostra da pesquisa para a empresa Spring.

Tabela 53. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Suzano

	Suzano_ CAR_11_120	Suzano_ CAR_15_120	Suzano_ CAR_5_120	Suzano_ CAR_11_240	Suzano_ CAR_15_240	Suzano_ CAR_5_240	Suzano_ CAR_11_500	Suzano_ CAR_15_500	Suzano_ CAR_5_500
n	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Média (ACAR)	-2.9%	-4.2%	0.2%	-1.2%	-2.5%	0.53%	-1.57%	-1.8%	-6.19%
D.P.	0.09	0.06	0.06	0.10	0.08	0.06	0.10	0.12	0.09
t=	-0.38	-1.25	0.05	-0.2	-0.58	0.14	-0.26	-0.27	-1.17
Positivo:Negativo	1:2	1:2	1:2	1:2	1:2	1:2	1:2	1:2	1:2
Sign-Rank Z	-0.53	-1.07	0.00	-0.53	-0.53	0.00	-0.53	-0.53	-1.07

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Suzano, na média, para todas as janelas de eventos e de estimação, tem retornos anormais negativos, entretanto, nenhuma janela de eventos e de estimação são estatisticamente significantes.

No teste de Wilcoxon, todos não rejeitam a hipótese nula, portanto, parece que aquisições internacionais não influem nos resultados da empresa em relação à visão do mercado.

Tabela 54. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Telemar Norte Leste

	Telemar_ NL_CAR_11_120	Telemar_ NL_CAR_15_120	Telemar_ NL_CAR_5_120	Telemar_ NL_CAR_11_240	Telemar_ NL_CAR_15_240	Telemar_ NL_CAR_5_240	Telemar_ NL_CAR_11_500	Telemar_ NL_CAR_15_500	Telemar_ NL_CAR_5_500
n	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Média (ACAR)	-10.0%	-6.6%	-8.4%	-10.7%	-8.1%	-8.7%	-9.7%	-10.2%	-5.9%
D.P.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
t=	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Positivo:Negativo	0:1	0:1	0:1	0:1	0:1	0:1	0:1	0:1	0:1
Sign-Rank Z	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Telemar, na maioria das janelas de eventos e de estimação, na média, destrói valor, entretanto, não há como verificar seu nível de significância estatística, pois, existe apenas um evento de aquisição *cross border* na amostra da pesquisa para a referida empresa.

Tabela 55. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: WEG

	WEG_ CAR_11_120	WEG_ CAR_15_120	WEG_ CAR_5_120	WEG_ CAR_11_240	WEG_ CAR_15_240	WEG_ CAR_5_240	WEG_ CAR_11_500	WEG_ CAR_15_500	WEG_ CAR_5_500
n	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Média (ACAR)	-0.7%	-1.6%	0.2%	-0.79%	-1.5%	-0.2%	-0.8%	-1.56%	-0.05%
D.P.	0.02	0.01	0.02	0.01	0.02	0.02	0.01	0.02	0.02
t=	-1.21	-4.6**	0.32	-2.03*	-2.4**	-0.28	-1.61	-2.01*	-0.06
Positivo:Negativo	2:5	1:6	2:5	2:5	1:6	3:4	2:5	1:6	2:5
Sign-Rank Z	-1.01	-2.2*	-0.17	-1.7†	-2.0*	-1.7†	-1.35	-1.524	-0.84

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Weg, na média, para a maioria das janelas de eventos e de estimação, significantes estatisticamente, tem retornos anormais negativos.

Para o teste não paramétrico de sinais de Wilcoxon, há evidências significantes de que aquisições *cross border* para a Weg influencia negativamente nos resultados da empresa em relação à visão do mercado.

Tabela 56. Análise dos resultados dos eventos de fusões e aquisições agrupados por empresa adquirente: Whirpool

	Whirpool_ CAR_11_120	Whirpool_ CAR_15_120	Whirpool_ CAR_5_120	Whirpool_ CAR_11_240	Whirpool_ CAR_15_240	Whirpool_ CAR_5_240	Whirpool_ CAR_11_500	Whirpool_ CAR_15_500	Whirpool_ CAR_5_500
n	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Média (ACAR)	32.5%	31.5%	9.8%	30.3%	28.9%	8.9%	31.5%	30.6%	19.4%
D.P.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
t=	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Positivo:Negativo	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0	1:0
Sign-Rank Z	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação; † $p < 0,10$, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$; n.d. significa valor não disponível; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes) ou, simplesmente, decorrente do processo de classificação e estratificação da amostra para determinada análise em específico.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Whirpool, na maioria das janelas de eventos e de estimação, na média, tem retornos anormais positivos, entretanto, não há como verificar seu nível de significância estatística, pois, existe apenas um evento de aquisição *cross border* na amostra da pesquisa para a aludida firma.

4.2. Resultado das Regressões

Para testar a hipótese 2, utilizou-se o modelo de regressão por mínimos quadrados ordinário (MQO), onde o CAR (*cumulative abnormal return*) foi regredido contra as variáveis independentes, conforme já argumentado anteriormente.

Para garantir que não há multicolinearidade, foi utilizado o método *variance inflation factor* (VIF) para cada variável utilizada nos modelos. Os valores de VIF foram de 1.10 a 3.00, com média de 1.74. De acordo com Gujarati (2006) e Gubbi *et al.* (2010), são considerados livres de multicolinearidades VIFs abaixo de 5. Portanto, o fator multicolinearidade não representa um fator de risco que possa causar problemas aos achados desta pesquisa.

Mesmo assim, prudentemente, a fim de mitigar os riscos de multicolinearidade nos testes, foram regredidas as variáveis independentes, em diferentes modelos, que serão abordados a seguir.

- ✓ Modelo 1 - Conta somente com as variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return*):

Modelo de regressão múltipla 1: (2)

$$CAR(J_1;J_2)_i = \alpha_i + \beta_1 (Desempenho\ Passado)_i + \beta_2 (Tamanho\ da\ Firma)_i + \beta_3 (Idade\ da\ Firma)_i + \beta_4 (Listada\ na\ Bolsa_Target)_i + \beta_5 (Manufatureira)_i + \beta_6 (Afiliada)_i + \beta_7 (Alavancagem)_i + \beta_8 (Crise)_i + \beta_9 (Aliança\ Anterior)_i + \beta_{10} (Adquirente_Serial)_i + \beta_{11} (Aquisição\ Majoritária)_i + \beta_{12} (Ano_2011)_i + \beta_{13} (Ano_2010)_i + \beta_{14} (Ano_2009)_i + \beta_{15} (Ano_2008)_i + \beta_{16} (Ano_2007)_i + \beta_{17} (Ano_2006)_i + \beta_{18} (Ano_2005)_i + \beta_{19} (Ano_2004)_i + \beta_{20} (Ano_2003)_i + \beta_{21} (Ano_2002)_i + \beta_{22} (Ano_2001)_i + \beta_{23} (Ano_2000)_i + \varepsilon_i$$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)_i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (J_1) e janela de estimação (J_2), de um determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

α_i é o intercepto da regressão de determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável ($\#$), anteriormente definida, na seção variáveis em determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

ε_i é o termo de erro aleatório para um determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*.

- ✓ Modelo 2 - Conta como variável explicativa a variável aquisição em países desenvolvidos, classificados pelo OCDE, regressada sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return*):

Modelo de regressão múltipla 2: (3)

$$\begin{aligned} CAR(J_1;J_2)_i = & \alpha_i + \beta_1 (Pais_Desenvolvido_OCDE)_i + \beta_2 (Desempenho_Passado)_i + \beta_3 (Tamanho \\ & da\ Firma)_i + \beta_4 (Idade\ da\ Firma)_i + \beta_5 (Listada\ na\ Bolsa_Target)_i + \beta_6 (Manufatureira)_i + \beta_7 \\ & (Afiliada)_i + \beta_8 (Alavancagem)_i + \beta_9 (Crise)_i + \beta_{10} (Aliança\ Anterior)_i + \beta_{11} (Adquirente_Serial)_i \\ & + \beta_{12} (Aquisição\ Majoritária)_i + \beta_{13} (Ano_2011)_i + \beta_{14} (Ano_2010)_i + \beta_{15} (Ano_2009)_i + \beta_{16} \\ & (Ano_2008)_i + \beta_{17} (Ano_2007)_i + \beta_{18} (Ano_2006)_i + \beta_{19} (Ano_2005)_i + \beta_{20} (Ano_2004)_i + \beta_{21} \\ & (Ano_2003)_i + \beta_{22} (Ano_2002)_i + \beta_{23} (Ano_2001)_i + \beta_{24} (Ano_2000)_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)_i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (J_1) e janela de estimação (J_2), de um determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

α_i é o intercepto da regressão de determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável ($\#$), anteriormente definida, na seção variáveis em determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

ε_i é o termo de erro aleatório para um determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*.

- ✓ Modelo 3 - Conta como variável explicativa a variável aquisição em países desenvolvidos, classificados pelo FMI (teste de robustez), regressada sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return*):

Modelo de regressão múltipla 3: (4)

$$\begin{aligned} CAR(J_1;J_2)_i = & \alpha_i + \beta_1 (Pais_Desenvolvido_FMI)_i + \beta_2 (Desempenho_Passado)_i + \beta_3 (Tamanho\ da \\ & Firma)_i + \beta_4 (Idade\ da\ Firma)_i + \beta_5 (Listada\ na\ Bolsa_Target)_i + \beta_6 (Manufatureira)_i + \beta_7 \\ & (Afiliada)_i + \beta_8 (Alavancagem)_i + \beta_9 (Crise)_i + \beta_{10} (Aliança\ Anterior)_i + \beta_{11} (Adquirente_Serial)_i \\ & + \beta_{12} (Aquisição\ Majoritária)_i + \beta_{13} (Ano_2011)_i + \beta_{14} (Ano_2010)_i + \beta_{15} (Ano_2009)_i + \beta_{16} \\ & (Ano_2008)_i + \beta_{17} (Ano_2007)_i + \beta_{18} (Ano_2006)_i + \beta_{19} (Ano_2005)_i + \beta_{20} (Ano_2004)_i + \beta_{21} \\ & (Ano_2003)_i + \beta_{22} (Ano_2002)_i + \beta_{23} (Ano_2001)_i + \beta_{24} (Ano_2000)_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)_i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (J_1) e janela de estimação (J_2), de um determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

α_i é o intercepto da regressão de determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável ($\#$), anteriormente definida, na seção variáveis em determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

ε_i é o termo de erro aleatório para um determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*.

- ✓ Modelo 4 - Conta como variável explicativa a variável distância econômica, extraída do banco de dados do Banco Mundial, regressada sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return*):

Modelo de regressão múltipla 4: (5)

$$\begin{aligned} CAR(J_1;J_2)_i = & \alpha_i + \beta_1 (Distância\ Econômica_Banco\ Mundial)_i + \beta_2 (Desempenho\ Passado)_i + \beta_3 \\ & (Tamanho\ da\ Firma)_i + \beta_4 (Idade\ da\ Firma)_i + \beta_5 (Listada\ na\ Bolsa_Target)_i + \beta_6 (Manufatureira)_i \\ & + \beta_7 (Afiliada)_i + \beta_8 (Alavancagem)_i + \beta_9 (Crise)_i + \beta_{10} (Aliança\ Anterior)_i + \beta_{11} \\ & (Adquirente_Serial)_i + \beta_{12} (Aquisição\ Majoritária)_i + \beta_{13} (Ano_2011)_i + \beta_{14} (Ano_2010)_i + \beta_{15} \\ & (Ano_2009)_i + \beta_{16} (Ano_2008)_i + \beta_{17} (Ano_2007)_i + \beta_{18} (Ano_2006)_i + \beta_{19} (Ano_2005)_i + \beta_{20} \\ & (Ano_2004)_i + \beta_{21} (Ano_2003)_i + \beta_{22} (Ano_2002)_i + \beta_{23} (Ano_2001)_i + \beta_{24} (Ano_2000)_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)_i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (J_1) e janela de estimação (J_2), de um determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

α_i é o intercepto da regressão de determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis em determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

ε_i é o termo de erro aleatório para um determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*.

- ✓ Modelo 5 - Conta como variável explicativa a variável distância econômica, extraída do banco de dados do FMI (teste de robustez), regressada sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return*):

Modelo de regressão múltipla 5: (6)

$$\begin{aligned} CAR(J_1;J_2)_i = & \alpha_i + \beta_1 (Distância\ Econômica_FMI)_i + \beta_2 (Desempenho\ Passado)_i + \beta_3 (Tamanho \\ & da\ Firma)_i + \beta_4 (Idade\ da\ Firma)_i + \beta_5 (Listada\ na\ Bolsa_Target)_i + \beta_6 (Manufatureira)_i + \beta_7 \\ & (Afiliada)_i + \beta_8 (Alavancagem)_i + \beta_9 (Crise)_i + \beta_{10} (Aliança\ Anterior)_i + \beta_{11} \\ & (Adquirente_Serial)_i + \beta_{12} (Aquisição\ Majoritária)_i + \beta_{13} (Ano_2011)_i + \beta_{14} (Ano_2010)_i + \beta_{15} \\ & (Ano_2009)_i + \beta_{16} (Ano_2008)_i + \beta_{17} (Ano_2007)_i + \beta_{18} (Ano_2006)_i + \beta_{19} (Ano_2005)_i + \beta_{20} \\ & (Ano_2004)_i + \beta_{21} (Ano_2003)_i + \beta_{22} (Ano_2002)_i + \beta_{23} (Ano_2001)_i + \beta_{24} (Ano_2000)_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)_i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (J_1) e janela de estimação (J_2), de um determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

α_i é o intercepto da regressão de determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis em determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

ε_i é o termo de erro aleatório para um determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*.

- ✓ Modelo 6 - Conta como variável explicativa a variável distância institucional, extraída do banco de dados da *Heritage Foundation*, regressada sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return*):

Modelo de regressão múltipla 6: (7)

$$\begin{aligned} CAR(J_1;J_2)_i = & \alpha_i + \beta_1 (Distância\ Institucional)_i + \beta_2 (Desempenho\ Passado)_i + \beta_3 (Tamanho\ da \\ & Firma)_i + \beta_4 (Idade\ da\ Firma)_i + \beta_5 (Listada\ na\ Bolsa_Target)_i + \beta_6 (Manufatureira)_i + \beta_7 \\ & (Afiliada)_i + \beta_8 (Alavancagem)_i + \beta_9 (Crise)_i + \beta_{10} (Aliança\ Anterior)_i + \beta_{11} (Adquirente_Serial)_i \\ & + \beta_{12} (Aquisição\ Majoritária)_i + \beta_{13} (Ano_2011)_i + \beta_{14} (Ano_2010)_i + \beta_{15} (Ano_2009)_i + \beta_{16} \\ & (Ano_2008)_i + \beta_{17} (Ano_2007)_i + \beta_{18} (Ano_2006)_i + \beta_{19} (Ano_2005)_i + \beta_{20} (Ano_2004)_i + \beta_{21} \\ & (Ano_2003)_i + \beta_{22} (Ano_2002)_i + \beta_{23} (Ano_2001)_i + \beta_{24} (Ano_2000)_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)_i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (J_1) e janela de estimação (J_2), de um determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

α_i é o intercepto da regressão de determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável ($\#$), anteriormente definida, na seção variáveis em determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

ε_i é o termo de erro aleatório para um determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*.

- ✓ Modelo 7 - É regredido o modelo completo. As variáveis explicativas definidas para esse modelo são País desenvolvido_OCDE, Distância Econômica_Banco Mundial e Distância Institucional (*cumulative abnormal return*):

Modelo de regressão múltipla 7: (8)

$$CAR(J_1;J_2)_i = \alpha_i + \beta_1 (País_Desenvolvido_OCDE)_i + \beta_2 (Distância\ Econômica_Banco\ Mundial)_i + \beta_3 (Distância\ Institucional)_i + \beta_4 (Desempenho\ Passado)_i + \beta_5 (Tamanho\ da\ Firma)_i + \beta_6 (Idade\ da\ Firma)_i + \beta_7 (Listada\ na\ Bolsa_Target)_i + \beta_8 (Manufatureira)_i + \beta_9 (Afiliada)_i + \beta_{10} (Alavancagem)_i + \beta_{11} (Crise)_i + \beta_{12} (Aliança\ Anterior)_i + \beta_{13} (Adquirente_Serial)_i + \beta_{14} (Aquisição\ Majoritária)_i + \beta_{15} (Ano_2011)_i + \beta_{16} (Ano_2010)_i + \beta_{17} (Ano_2009)_i + \beta_{18} (Ano_2008)_i + \beta_{19} (Ano_2007)_i + \beta_{20} (Ano_2006)_i + \beta_{21} (Ano_2005)_i + \beta_{22} (Ano_2004)_i + \beta_{23} (Ano_2003)_i + \beta_{24} (Ano_2002)_i + \beta_{25} (Ano_2001)_i + \beta_{26} (Ano_2000)_i + \varepsilon_i$$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)_i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (J_1) e janela de estimação (J_2), de um determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

α_i é o intercepto da regressão de determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável ($\#$), anteriormente definida, na seção variáveis em determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

ε_i é o termo de erro aleatório para um determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*.

- ✓ Modelo 8 - É regredido novamente o modelo completo, mas as variáveis explicativas são combinadas de forma distinta, como teste de robustez. As variáveis explicativas são País desenvolvido_FMI, Distância Econômica_Banco Mundial e Distância Institucional (*cumulative abnormal return*):

Modelo de regressão múltipla 8: (9)

$$CAR(J_1;J_2)_i = \alpha_i + \beta_1 (País_Desenvolvido_FMI)_i + \beta_2 (Distância\ Econômica_Banco\ Mundial)_i + \beta_3 (Distância\ Institucional)_i + \beta_4 (Desempenho\ Passado)_i + \beta_5 (Tamanho\ da\ Firma)_i + \beta_6 (Idade\ da\ Firma)_i + \beta_7 (Listada\ na\ Bolsa_Target)_i + \beta_8 (Manufatureira)_i + \beta_9 (Afiliada)_i + \beta_{10} (Alavancagem)_i + \beta_{11} (Crise)_i + \beta_{12} (Aliança\ Anterior)_i + \beta_{13} (Adquirente_Serial)_i + \beta_{14} (Aquisição\ Majoritária)_i + \beta_{15} (Ano_2011)_i + \beta_{16} (Ano_2010)_i + \beta_{17} (Ano_2009)_i + \beta_{18} (Ano_2008)_i + \beta_{19} (Ano_2007)_i + \beta_{20} (Ano_2006)_i + \beta_{21} (Ano_2005)_i + \beta_{22} (Ano_2004)_i + \beta_{23} (Ano_2003)_i + \beta_{24} (Ano_2002)_i + \beta_{25} (Ano_2001)_i + \beta_{26} (Ano_2000)_i + \varepsilon_i$$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)_i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (J_1) e janela de estimação (J_2), de um determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

α_i é o intercepto da regressão de determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável ($\#$), anteriormente definida, na seção variáveis em determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

ε_i é o termo de erro aleatório para um determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*.

- ✓ Modelo 9 - É regredido novamente o modelo completo, mas as variáveis explicativas são também combinadas de forma distinta, como teste de robustez. As variáveis explicativas são País desenvolvido_OCDE, Distância Econômica_FMI e Distância Institucional (*cumulative abnormal return*):

Modelo de regressão múltipla 9: (10)

$$\begin{aligned} CAR(J_1;J_2)_i = & \alpha_i + \beta_1 (País_Desenvolvido_OCDE)_i + \beta_2 (Distância_Econômica_FMI)_i + \beta_3 \\ & (Distância_Institucional)_i + \beta_4 (Desempenho_Passado)_i + \beta_5 (Tamanho_da_Firma)_i + \beta_6 (Idade_da \\ & Firma)_i + \beta_7 (Listada_na_Bolsa_Target)_i + \beta_8 (Manufatureira)_i + \beta_9 (Afiliada)_i + \beta_{10} (Alavancagem)_i \\ & + \beta_{11} (Crise)_i + \beta_{12} (Aliança_Anterior)_i + \beta_{13} (Adquirente_Serial)_i + \beta_{14} (Aquisição_Majoritária)_i + \\ & \beta_{15} (Ano_2011)_i + \beta_{16} (Ano_2010)_i + \beta_{17} (Ano_2009)_i + \beta_{18} (Ano_2008)_i + \beta_{19} (Ano_2007)_i + \beta_{20} \\ & (Ano_2006)_i + \beta_{21} (Ano_2005)_i + \beta_{22} (Ano_2004)_i + \beta_{23} (Ano_2003)_i + \beta_{24} (Ano_2002)_i + \beta_{25} \\ & (Ano_2001)_i + \beta_{26} (Ano_2000)_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (J_1) e janela de estimação (J_2), de um determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

α_i é o intercepto da regressão de determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável ($\#$), anteriormente definida, na seção variáveis em determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

ε_i é o termo de erro aleatório para um determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*.

- ✓ Modelo 10 - É regredido o modelo completo, mas as variáveis explicativas são novamente combinadas de forma distinta, como teste de robustez. As variáveis explicativas são País desenvolvido_FMI, Distância Econômica_FMI e Distância Institucional (*cumulative abnormal return*):

Modelo de regressão múltipla 10: (11)

$$\begin{aligned} CAR(J_1;J_2)i = & \alpha_i + \beta_1 (País_Desenvolvido_FMI)i + \beta_2 (Distância_Econômica_FMI)i + \beta_3 \\ & (Distância_Institucional)i + \beta_4 (Desempenho_Passado)i + \beta_5 (Tamanho_da_Firma)i + \beta_6 \\ & (Idade_da_Firma)i + \beta_7 (Listada_na_Bolsa_Target)i + \beta_8 (Manufatureira)i + \beta_9 (Afiliada)i + \\ & \beta_{10} (Alavancagem)i + \beta_{11} (Crise)i + \beta_{12} (Aliança_Anterior)i + \beta_{13} (Adquirente_Serial)i + \\ & \beta_{14} (Aquisição_Majoritária)i + \beta_{15} (Ano_2011)i + \beta_{16} (Ano_2010)i + \beta_{17} (Ano_2009)i + \beta_{18} \\ & (Ano_2008)i + \beta_{19} (Ano_2007)i + \beta_{20} (Ano_2006)i + \beta_{21} (Ano_2005)i + \beta_{22} (Ano_2004)i \\ & + \beta_{23} (Ano_2003)i + \beta_{24} (Ano_2002)i + \beta_{25} (Ano_2001)i + \beta_{26} (Ano_2000)i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (J_1) e janela de estimação (J_2), de um determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

α_i é o intercepto da regressão de determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis em determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*;

ε_i é o termo de erro aleatório para um determinado evento (i) de fusão e aquisição *cross border*.

As tabelas a seguir, apresentarão os resultados das regressões em mínimos quadrados ordinário (MQO) para as janelas de estimação de 120, 240 e 500 dias, em todos os modelos da pesquisa. E como teste de robustez, assim como no estudo de eventos, também será utilizada a técnica de *bootstrap*, com 10.000 replicações para cada regressão realizada, a fim de se obter o erro padrão *bootstrap*, que é considerado uma técnica estatística com resultado mais robusto.

Tabela 57. Resultado das Regressões por MQO: CAR_11_120

Regressão por Mínimos Quadrados Ordinário											
ID.	Variável	Variável Dependente: CAR_11_120									
		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
		Variáveis Controle	Aquisição_País_OCDE	Aquisição_País_FMI	Distância_Econômica_Banco_Mundial	Distância_Econômica_FMI	Distância_Institucional	Modelo Completo: País_OCDE_ Distância_Econômica_Banco_Mundial	Modelo Completo: País_FMI_ Distância_Econômica_Banco_Mundial	Modelo Completo: País_OCDE_ Distância_Econômica_FMI	Modelo Completo: País_FMI_ Distância_Econômica_FMI
Variáveis Independentes											
2	Aquisição em países desenvolvidos (H.2)		.005	-.007				.01	-.02	-.001	-.001
			(.02)	(.02)				(.03)	(.05)	(.03)	(.03)
3	Distância econômica (H.2)				-.0005	.01		.002	.012	.03	.03
					(.007)	(.01)		(.012)	(.01)	(.02)	(.02)
4	Distância institucional (H.2)						-.03	-.08	-.069	-.1	-.12
							(.0681)	(.102)	(.099)	(.092)	(.09)
Variáveis de Controle											
5	Desempenho passado	.0298*	.0029*	.0029*	.0029*	.0028*	.003**	.003*	.002*	.002*	.002*

Continuação da Tabela 57. Resultado das Regressões por MQO: CAR_11_120

		(.0012)	(.0013)	(.0013)	(.0013)	(.001)	(.0013)	(.0013)	(.0013)	(.0013)	(.0013)
6	Tamanho da firma	-.002	-.0021	-.0014	-.0019	-.0017	-.001	-.0005	.0005	.0018	.0018
		(.0076)	(.0076)	(.0078)	(.0077)	(.0076)	(.007)	(.007)	(.0083)	(.008)	(.008)
7	Idade da firma	-.0001	-.0001	-.0002	-.0001	-.0001	-.0002	-.0002	-.0002	-.0002	-.0002
		(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)
8	Listada (Target)	.0059	.0051	.006	.0059	.0038	.005	.003	.0059	.0012	.0012
		(.022)	(.022)	(.022)	(.022)	(.022)	(.022)	(.023)	(.022)	(.023)	(.023)
9	Manufatureira	.0563†	.054†	.0578†	.056†	.053†	.0612†	.061†	.0645*	.0667*	.0667*
		(.031)	(.0317)	(.0315)	(.0314)	(.0312)	(.0323)	(.0329)	(.0329)	(.0325)	(.0325)
10	Afilhada a grupo	.0346	.0335	.037	.0351	.0290	.038	.0374	.039	.035	.035
		(.0279)	(.028)	(.0294)	(.0289)	(.0285)	(.0288)	(.0292)	(.029)	(.028)	(.0288)
11	Alavancagem financeira	.009	.0087	.0098	.009	.0068	.009	.008	.0088	.0061	.0061
		(.0107)	(.0109)	(.0109)	(.0109)	(.0110)	(.010)	(.0110)	(.011)	(.0110)	(.011)
12	Crise e recessão	-.0123	-.012	-.011	-.011	-.019	-.01	-.011	-.016	-.025	-.025
		(.0535)	(.0537)	(.053)	(.054)	(.0541)	(.053)	(.0545)	(.0547)	(.0545)	(.0545)
13	Aliança Anterior	.0115	.0118	.0123	.0116	.0110	.010	.0089	.0105	.0054	.0054
		(.0298)	(.03)	(.03)	(.03)	(.0299)	(.03)	(.030)	(.03)	(.030)	(.030)
14	Adquirente em série	.0004	-.0001	.0005	.0004	-.0014	.001	.0002	.0014	-.0012	-.0012

Continuação da Tabela 57. Resultado das Regressões por MQO: CAR_11_120

		(.0294)	(.0296)	(.029)	(.0296)	(.0295)	(.029)	(.029)	(.029)	(.0295)	(.0295)
15	Majoritária	.0158	.0159	.015	.0160	.0122	.0174	.0189	.0149	.0125	.0125
		(.0219)	(.022)	(.022)	(.0221)	(.0223)	(.0221)	(.0225)	(.0227)	(.0227)	(.0227)
	Intercepto	-.094	-.0916	-.1042	-.095	-.091	-.076	-.041	-.08	-.026	-.026
		(.143)	(.145)	(.147)	(.144)	(.144)	(.147)	(.157)	(.166)	(.153)	(.153)
	Dummy_Ano (2000-2011)	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
	R ²	.14	.14	.14	.14	.148	.144	.148	.148	.165	.1659
	n	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128
	Teste F	.7362	.75	.75	.74	.79	.76	.71	.71	.81	.81

†p<0,10, *p<0,05, **p<0,01 níveis de significância. Coeficientes das regressões são reportados em negrito. Erro padrão é dado em parênteses; CAR: *cumulative abnormal return*; MQO: mínimos quadrados ordinário; em CAR, o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na regressão por mínimos quadrados ordinário, da variável dependente CAR_11_120 (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 11 dias e janela de estimação de 120 dias), sobre as variáveis ora estipuladas; obteve-se que o desempenho passado é altamente significativo estatisticamente, em todos os modelos (p<0.05 e p<0.01).

Nesses modelos, o fator desempenho passado tem relação positiva com o CAR_11_120, ou seja, quanto maior o desempenho passado, maior o CAR_11_120.

Verifica-se também que a variável *dummy*, manufatureira, definida, por meio da classificação SIC (*Standard Industrial Classification*), é estatisticamente significativa (p<0.10 e p<0.05) e seu coeficiente de regressão tem magnitude positiva em todos os modelos.

Portanto, ser classificada como indústria manufatureira tem relação significativa e positiva com o CAR_{11_120}.

Tabela 58. Resultado das Regressões por MQO: CAR_{15_120}

Regressão por Mínimos Quadrados Ordinário											
ID.	Variável	Variável Dependente: CAR _{15_120}									
		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
		Variáveis Controle	Aquisição_País_OCDE	Aquisição_País_FMI	Distância_Econômica_Banco_Mundial	Distância_Econômica_FMI	Distância_Institucional	Modelo Completo: País_OCDE_ Distância_Econômica_Banco_Mundial	Modelo Completo: País_FMI_ Distância_Econômica_Banco_Mundial	Modelo Completo: País_OCDE_ Distância_Econômica_FMI	Modelo Completo: País_FMI_ Distância_Econômica_FMI
Variáveis Independentes											
2	Aquisição em países desenvolvidos (H.2)		-.002	.0012				-.006	-.006	-.028	-.053
			(.025)	(.026)				(.035)	(.057)	(.035)	(.046)
3	Distância econômica (H.2)				.0011	.018		.005	.006	.042†	.055*
					(.0087)	(.016)		(.014)	(.02)	(.0235)	(.028)
4	Distância institucional (H.2)						-.01	-.04	-.044	-.089	-.074
							(.077)	(.11)	(.11)	(.104)	(.1052)

Continuação da Tabela 58. Resultado das Regressões por MQO: CAR_15_120

Variáveis de Controle											
5	Desempenho passado	.002†	.0025†	.002†	.002†	.002	.002†	.0025†	.002	.002†	.0018
		(.001)	(.001)	(.001)	(.001)	(.001)	(.001)	(.001)	(.001)	(.001)	(.001)
6	Tamanho da firma	-.001	-.0011	-.001	-.0013	-.0009	-.0008	-.0006	-.0002	.0025	.0058
		(.008)	(.008)	(.008)	(.008)	(.008)	(.008)	(.009)	(.009)	(.009)	(.009)
7	Idade da firma	-.0002	-.0002	-.0002	-.0002	-.0001	-.0002	-.0002	-.0002	-.00031	-.0002
		(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)
8	Listada (Target)	.022	.023	.0227	.022	.0199	.0227	.023	.022	.020	.017
		(.025)	(.025)	(.025)	(.025)	(.025)	(.025)	(.026)	(.026)	(.025)	(.025)
9	Manufatureira	.053	.054	.053	.053	.0499	.055	.057	.057	.063†	.06†
		(.035)	(.035)	(.035)	(.035)	(.035)	(.036)	(.03)	(.037)	(.036)	(.036)
10	Afilhada a grupo	.03	.03	.02	.0289	.022	.03	.0299	.030	.027	.035
		(.031)	(.032)	(.033)	(.032)	(.032)	(.032)	(.033)	(.033)	(.032)	(.033)
11	Alavancagem financeira	.006	.007	.0066	.0064	.0034	.0070	.006	.006	.003	.002
		(.012)	(.012)	(.012)	(.01)	(.01)	(.01)	(.012)	(.01)	(.01)	(.012)
12	Crise e recessão	-.037	-.0373	-.037	-.0381	-.0477	-.036	-.039	-.039	-.057	-.061
		(.06)	(.06)	(.06)	(.06)	(.06)	(.06)	(.06)	(.06)	(.06)	(.06)
13	Aliança Anterior	.017	.0175	.017	.0175	.0169	.017	.015	.016	.0113	.018
		(.033)	(.033)	(.034)	(.033)	(.033)	(.034)	(.034)	(.035)	(.034)	(.034)

Continuação da Tabela 58. Resultado das Regressões por MQO: CAR_15_120

14	Adquirente em série	.019	.020	.019	.019	.01	.020	.02	.02	.018	.014
		(.033)	(.033)	(.033)	(.033)	(.033)	(.033)	(.033)	(.033)	(.033)	(.033)
15	Majoritária	.0171	.017	.0171	.016	.0121	.017	.0169	.0169	.008	.005
		(.024)	(.024)	(.025)	(.025)	(.025)	(.025)	(.025)	(.025)	(.025)	(.025)
	Intercepto	-.111	-.11	-.109	-.110	-.106	-.104	-.08	-.092	-.0735	-.134
		(.16)	(.16)	(.16)	(.16)	(.16)	(.16)	(.18)	(.18)	(.17)	(.18)
	Dummy_Ano (2000-2011)	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
	R ²	.11	.111	.11	.11	.12	.11	.11	.11	.139	.14
	n	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128
	Teste F	.6	.57	.57	.57	.63	.57	.52	.52	.66	.69

†p<0,10, *p<0,05, **p<0,01 níveis de significância. Coeficientes das regressões são reportados em negrito. Erro padrão é dado em parênteses; CAR: *cumulative abnormal return*; MQO: mínimos quadrados ordinário; em CAR, o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na regressão por mínimos quadrados ordinário da variável dependente CAR_15_120 (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 15 dias e janela de estimação de 120 dias), sobre as variáveis ora estipuladas; obteve-se que a distância econômica, nos modelos 9 e 10, é significativa estatisticamente (p<0.10 e p<0.05, respectivamente).

Dessa forma, o fator distância econômica, obtido da classificação do FMI (Fundo Monetário Internacional), tem relação positiva e significativa, ou seja, quanto maior a distância econômica, maior o CAR_15_120.

Nesse aspecto, há evidências de que o resultado corrobora com a literatura pertinente relativa à maior potencialidade de retornos anormais positivos, oriundos de fusões e aquisições *cross border* realizadas em locais/países mais desenvolvidos, e com maior abundância de recursos estratégicos, como citam, por exemplo, Gubbi *et al.* (2010) e Aybar e Ficici (2009).

Um dado que coaduna com a afirmação anterior realizada, é que se verifica, na seção da estatística descritiva da amostra da pesquisa, que as médias obtidas da variável distância econômica (Banco Mundial e FMI – este último, aplicado logaritmo normal) são altas (2.24 e 0.54, respectivamente). Salienta-se que essa variável é medida por meio da razão entre o PIB *per capita* do país-*target*/país-adquirente, no ano do anúncio do evento, evidenciando que os resultados indicam que as empresas brasileiras, na média, realizaram eventos com países desenvolvidos com significativa distância econômica. Esse resultado, bem como outros encontrados, serão reiteradamente ratificados por outras regressões reportadas a seguir.

Observa-se também que para CAR_15_120, o desempenho passado continua estatisticamente significativo ($p < 0.10$), para grande parte dos modelos, e seu coeficiente de regressão tem magnitude positiva. Portanto, para CAR_15_120, quanto maior o desempenho passado da empresa, maior CAR_15_120.

Verifica-se ainda para CAR_15_120, que ser classificado como indústria manufatureira, tem relação positiva e significativa ($p < 0.10$), entretanto, diferentemente do CAR_11_120, apenas os modelos 9 e 10 tiveram a variável manufatureira como fator significativo.

Continuação da Tabela 59. Resultado das Regressões por MQO: CAR_5_120

6	Tamanho da firma	-.002	-.002	-.001	-.002	-.002	-.002	-.002	-.001	-.002	-.001
		(.003)	(.003)	(.008)	(.003)	(.003)	(.003)	(.003)	(.003)	(.003)	(.003)
7	Idade da firma	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001
		(.0001)	(.0001)	(.0001)	(.0001)	(.0001)	(.0001)	(.0001)	(.0001)	(.0001)	(.0001)
8	Listada (Target)	.007	.006	.007	.007	.007	.007	.005	.007	.005	.007
		(.010)	(.010)	(.010)	(.010)	(.010)	(.010)	(.010)	(.010)	(.010)	(.010)
9	Manufatureira	.011	.010	.013	.012	.012	.013	.011	.013	.011	.013
		(.014)	(.014)	(.014)	(.014)	(.014)	(.015)	(.015)	(.015)	(.015)	(.015)
10	Afilhada a grupo	.005	.004	.009	.007	.007	.006	.007	.009	.007	.009
		(.012)	(.013)	(.01)	(.01)	(.013)	(.013)	(.013)	(.013)	(.013)	(.013)
11	Alavancagem financeira	.002	.002	.003	.003	.003	.002	.002	.002	.002	.002
		(.004)	(.005)	(.005)	(.005)	(.005)	(.005)	(.005)	(.005)	(.001)	(0.005)
12	Crise e recessão	-0.03	-0.030	-0.029	-0.02	-0.02	-0.03	-0.027	-0.031	-0.025	-0.031
		(.024)	(.024)	(.02)	(.02)	(.025)	(.024)	(.025)	(.025)	(.025)	(.025)
13	Aliança Anterior	.012	.012	.012	.012	.012	.011	.01	.013	.012	.01
		(.013)	(.013)	(.013)	(.013)	(.013)	(.013)	(.014)	(.014)	(.014)	(.014)
14	Adquirente em série	-.006	-.006	-.006	-.006	-.005	-.006	-.007	-.006	-.006	-.006
		(.01)	(.01)	(.013)	(.01)	(.013)	(.013)	(.013)	(.01)	(.013)	(.01)

Continuação da Tabela 59. Resultado das Regressões por MQO: CAR_5_120

15	Majoritária	.0036	.0037	.003	.004	.0047	.004	.005	.002	.007	.002
		(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)
	Intercepto	.03	.03	.02	.03	.03	.04	.04	.01	.05	.013
		(.066)	(.067)	(.068)	(.067)	(.067)	(.068)	(.072)	(.077)	(.071)	(.077)
	Dummy_Ano (2000-2011)	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
	R ²	.183	.185	.189	.18	.186	.185	.196	.19	.19	.077
	n	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128
	Teste F	1.07	1.03	1.06	1.04	1.03	1.03	1	0.96	1	0.96

†p<0,10, *p<0,05, **p<0,01 níveis de significância. Coeficientes das regressões são reportados em negrito. Erro padrão é dado em parênteses; CAR: *cumulative abnormal return*; MQO: mínimos quadrados ordinário.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para o CAR_5_120, não foi encontrada nenhuma variável que explique e/ou tenha relação com a referida variável dependente.

Tabela 60. Resultado das Regressões por MQO: CAR_11_240

Regressão por Mínimos Quadrados Ordinário											
ID.	Variável	Variável Dependente: CAR_11_240									
		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
		Variáveis Controle	Aquisição_País_OCDE	Aquisição_País_FMI	Distância_Econômica_Banco_Mundial	Distância_Econômica_FMI	Distância_Institucional	Modelo Completo: País_OCDE_ Distância_Econômica_Banco_Mundial	Modelo Completo: País_FMI_ Distância_Econômica_Banco_Mundial	Modelo Completo: País_OCDE_ Distância_Econômica_FMI	Modelo Completo: País_FMI_ Distância_Econômica_FMI
Variáveis Independentes											
2	Aquisição em países desenvolvidos (H.2)		0.005	-0.009				0.019	-0.028	0.0005	-0.062
			(.022)	(.022)				(.030)	(.05)	(.03)	(.04)
3	Distância econômica (H.2)				-.001	.012		.0001	.011	.028	.053*
					(.007)	(.014)		(.012)	(.018)	(.020)	(.02)
4	Distância institucional (H.2)						-0.033	-0.070	-0.05	-0.118	-0.070
							(.067)	(.10)	(.098)	(.091)	(.091)

Continuação da Tabela 60. Resultado das Regressões por MQO: CAR_11_240

15	Majoritária	.025	.0254	.025	.0256	.021	.026	.028	.024	.02	.013
		(.021)	(.021)	(.021)	(.021)	(.021)	(.021)	(.022)	(.022)	(.022)	(.022)
	Intercepto	-.111	-.108	-.123	-.112	-.10	-.095	-.067	-.11	-.047	-.148
		(.14)	(-.76)	(.14)	(.14)	(.14)	(.14)	(.15)	(.16)	(.15)	(.16)
	Dummy_Ano (2000-2011)	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
	R ²	.1891	.1896	.1904	.1892	.195	.1911	.1949	.1943	.2095	.227
	n	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128
	Teste F	1.11	1.06	1.06	1.06	1.1	1.07	.99	.98	1.08	1.2

†p<0,10, *p<0,05, **p<0,01 níveis de significância. Coeficientes das regressões são reportados em negrito. Erro padrão é dado em parênteses; CAR: *cumulative abnormal return*; MQO: mínimos quadrados ordinário.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na regressão por mínimos quadrados ordinário da variável dependente CAR_11_240 (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 11 dias e janela de estimação de 240 dias), sobre as variáveis ora estipuladas; obteve-se que a distância econômica é significativa estatisticamente ($p<0.05$) para o modelo 10 somente. Nessa regressão, a distância econômica tem relação positiva e significativa com o CAR_11_240, bem como também ocorre no CAR_15_120.

Verifica-se ainda que as variáveis desempenho passado e indústria manufatureira são altamente significantes estatisticamente ($p<0.05$ e $p<0.01$), corroborando com os achados já divulgados nos outros *cumulative abnormal returns* (CAR) prévios.

Continuação da Tabela 61. Resultado das Regressões por MQO: CAR_15_240

6	Tamanho da firma	-.002	-.001	-.002	-.002	-.001	-.001	-.001	-.001	.001	.004
		(.008)	(.008)	(.008)	(.008)	(.008)	(.008)	(.008)	(.009)	(.008)	(.009)
7	Idade da firma	-.0003	-.0003	-.0003	-.0003	-.0002	-.0003	-.0003	-.0003	-.0004	-.0004
		(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)
8	Listada (Target)	.012	.013	.012	.012	.010	.012	.013	.012	.011	.008
		(.024)	(.025)	(.025)	(.025)	(.025)	(.025)	(.025)	(.025)	(.025)	(.024)
9	Manufatureira	.078*	.07*	.078*	.077*	.074*	.078*	.079*	.08*	.086	.085*
		(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)
10	Afiliada a grupo	.03	.038	.038	.037	.031	.038	.038	.039	.035	.043
		(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)
11	Alavancagem financeira	.011	.011	.011	.011	.008	.011	.011	.01	.008	.007
		(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
12	Crise e recessão	-0.037	-0.037	-0.03	-0.037	-0.046	-0.03	-0.038	-0.039	-0.05	-0.05
		(0.06)	(0.06)	(0.06)	(0.06)	(0.06)	(0.06)	(0.06)	(0.06)	(0.06)	(0.06)
13	Aliança Anterior	.015	.015	.015	.015	.015	.015	.014	.015	.01	.01
		(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)
14	Adquirente em série	.021	.021	.021	.021	.018	.021	.021	.02	.02	.015
		(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)
15	Majoritária	.026	.026	.026	.0262	0.021	.026	.026	.025	.018	.014
		(.024)	(.024)	(.024)	(.024)	(.024)	(.024)	(.025)	(.025)	(.025)	(.025)

Continuação da Tabela 61. Resultado das Regressões por MQO: CAR_15_240

	Intercepto	-.13	-.137	-.137	-.136	-.132	-.134	-.12	-.136	-.11	-.17
		(0.16)	(0.16)	(0.16)	(0.16)	(0.16)	(0.16)	(0.17)	(0.18)	(0.17)	(0.18)
	Dummy_Ano (2000-2011)	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
	R²	.158	.158	.158	.158	.167	.158	.158	.158	.179	.186
	n	128,00	128	128	128	128	128	128	128	128	128
	Teste F	.9	.85	.85	.85	.91	.85	.77	.77	.89	.94

†p<0,10, *p<0,05, **p<0,01 níveis de significância. Coeficientes das regressões são reportados em negrito. Erro padrão é dado em parênteses; CAR: *cumulative abnormal return*; MQO: mínimos quadrados ordinário; em CAR, o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para CAR_15_240, a variável distância econômica para o modelo 10 é significativa estatisticamente (p<0.10), corroborando com os achados já divulgados, a priori, em outras janelas de eventos e de estimação do *cumulative abnormal return* (CAR).

Verifica-se também que as variáveis desempenho passado e indústria manufatureira são significantes estatisticamente (p<0.05) para praticamente todos os modelos utilizados neste trabalho. Resultado este, que coaduna com os outros resultados para outras janelas de eventos e de estimação dos *cumulative abnormal return* (CAR), anteriormente apresentados.

Continuação da Tabela 62. Resultado das Regressões por MQO: CAR_5_240

	Intercepto	.027	.03	.015	.025	.026	.033	.035	.0057	.043	.004
		(.07)	(.07)	(.07)	(.07)	(.07)	(.07)	(.07)	(.07)	(.07)	(.07)
	Dummy_Ano (2000-2011)	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
	R²	.2077	.2091	.213	.2103	.2092	.2089	.22	.214	.2179	.2143
	n	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128
	Teste F	1.25	1.2	1.22	1.2	1.2	1.19	1.15	1.11	1.14	1.11

†p<0,10, *p<0,05, **p<0,01 níveis de significância. Coeficientes das regressões são reportados em negrito. Erro padrão é dado em parênteses; CAR: *cumulative abnormal return*; MQO: mínimos quadrados ordinário; em CAR o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para a regressão com variável dependente CAR_5_240, não foi encontrada nenhuma variável que tenha relação e/ou que explique a referida variável dependente.

Tabela 63. Resultado das Regressões por MQO: CAR_11_500

Regressão por Mínimos Quadrados Ordinário											
ID.	Variável	Variável Dependente: CAR_11_500									
		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
		Variáveis Controle	Aquisição_País_OCDE	Aquisição_País_FMI	Distância_Econômica_Banco_Mundial	Distância_Econômica_FMI	Distância_Institucional	Modelo Completo: País_OCDE_ Distância_Econômica_Banco_Mundial	Modelo Completo: País_FMI_ Distância_Econômica_Banco_Mundial	Modelo Completo: País_OCDE_ Distância_Econômica_FMI	Modelo Completo: País_FMI_ Distância_Econômica_FMI
Variáveis Independentes											
2	Aquisição em países desenvolvidos (H.2)		.021	.002				.041*	0.013	.051*	.024
			(.017)	(.018)				(.02)	(.039)	(.02)	(.03)
3	Distância econômica (H.2)				.00008	-.002		-.003	.00008	-.016	-.009
					(.006)	(.0123)		(.009)	(.014)	(.018)	(.023)
4	Distância institucional (H.2)						-.023	-.081	-.050	-.069	-.043
							(.053)	(.078)	(.077)	(.072)	(.073)
Variáveis de Controle											
5	Desempenho passado	.0004	.0002	.0004	.0004	.0004	.0005	.0002	.0006	.0002	.0007
		(.001)	(.001)	(.001)	(.001)	(.001)	(.001)	(.001)	(.001)	(.001)	(.001)
6	Tamanho da firma	-.0023	-.003	-.0026	-.0023	-.002	-.001	-.0012	-.0022	-.0022	-.0033

Continuação da Tabela 63. Resultado das Regressões por MQO: CAR_11_500

		(.006)	(.006)	(.006)	(.006)	(.006)	(.006)	(.006)	(.006)	(.006)	(.007)
7	Idade da firma	-.0001	-.00005	-.00014	-.0001	-.00016	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001
		(.01)	(.0003)	(.0003)	(.0003)	(.0003)	(.0003)	(.0003)	(.0003)	(.0003)	(.0003)
8	Listada (Target)	.013	.010	.0131	0.013	.0133	.012	.0075	.012	.008	.013
		(.017)	(.017)	(.017)	(.017)	(.017)	(.017)	(.017)	(.017)	(.017)	(.017)
9	Manufatureira	.0035	-.003	.002	.003	.0037	.0063	.0008	.0066	-.002	.0046
		(.026)	(.027)	(.027)	(.026)	(.026)	(.027)	(.0276)	(.028)	(.027)	(.028)
10	Afiliada a grupo	.024	.018	.0229	.02	.025	.026	.025	.023	.026	.023
		(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)
11	Alavancagem financeira	.002	.0008	.002	.0028	.003	.003	.001	.002	.001	.003
		(.008)	(.008)	(.008)	(.008)	(.008)	(.008)	(.008)	(.008)	(.008)	(.008)
12	Crise e recessão	-.025	-.025	-.025	-.025	-.023	-.024	-.020	-.024	-.015	-.020
		(.04)	(.04)	(.04)	(.04)	(.04)	(.04)	(.04)	(.04)	(.04)	(.04)
13	Aliança Anterior	.010	.011	.010	.010	.011	.010	.009	.007	.011	.007
		(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)
14	Adquirente em série	-.019	-.021	-.019	-.019	-.019	-.019	-.023	-.019	-.023	-.018
		(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)
15	Majoritária	.0159	.0164	.01	.015	.016	.0168	.0214	.018	.02	.019
		(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)
	Intercepto	-.025	.0375	-.021	-.025	.022	-.0136	.037	.018	.026	.0761
		(.13)	(.11)	(.13)	(.13)	(.11)	(.13)	(.14)	(.14)	(.14)	(.13)

Continuação da Tabela 63. Resultado das Regressões por MQO: CAR_11_500

	Dummy_Ano (2000-2011)	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
R²		.2032	.2155	.2034	.2032	.2035	.2047	.2333	.15	.2384	.2088
n		124	124	124	124	124	124	124	128	124	124
Teste F		1.17	1.19	1.11	1.11	1.11	1.12	1.19	1.66	1.23	1.03

†p<0,10, *p<0,05, **p<0,01 níveis de significância. Coeficientes das regressões são reportados em negrito. Erro padrão é dado em parênteses; CAR: *cumulative abnormal return*; MQO: mínimos quadrados ordinário; em CAR, o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na regressão por mínimos quadrados ordinário, da variável dependente CAR_11_500 (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 11 dias, e janela de estimação de 500 dias), sobre as variáveis ora estipuladas; obteve-se, nos modelos 7 e 9, que aquisições realizadas em países desenvolvidos, obtidos, por meio da classificação da OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico), são significantes estatisticamente ($p<0.05$). Dessa forma, o CAR_11_500 tem relação positiva e significativa com aquisições feitas em países desenvolvidos classificados pela OCDE.

Esse resultado corrobora com a literatura pertinente a fusões e aquisições *cross border*, conforme evidenciam Gubbi *et al.* (2010) e Aybar e Ficici (2009), pois, devido a maiores condições internas oriundas de um mercado mais desenvolvido, gera-se maior potencial de internalização dos recursos estratégicos; e por conseguinte, maior potencial de geração de valor à empresa adquirente.

Tabela 64. Resultado das Regressões por MQO: CAR_15_500

Regressão por Mínimos Quadrados Ordinário											
ID.	Variável	Variável Dependente: CAR_15_500									
		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
		Variáveis Controle	Aquisição_País_OCDE	Aquisição_País_FMI	Distância_Econômica_Banco_Mundial	Distância_Econômica_FMI	Distância_Institucional	Modelo Completo: País_OCDE _ Distância_Econômica_Banco_Mundial	Modelo Completo: País_FMI_ Distância_Econômica_Banco_Mundial	Modelo Completo: País_OCDE _Distância_Econômica_FMI	Modelo Completo: País_FMI_ Distância_Econômica_FMI
Variáveis Independentes											
2	Aquisição em países desenvolvidos (H.2)		.0307	.0178			.038	.045†	.0549	.051†	.046
			(.018)	(.019)			(.057)	(.02)	(.042)	(.026)	(.037)
3	Distância econômica (H.2)				.002	.002		-.0093	-.017	-.024	-.028
					(.006)	(.013)		(.010)	(.0156)	(.019)	(.0251)
4	Distância institucional (H.2)							.014	.0417	.014	.028
								(.084)	(.083)	(.078)	(.079)
Variáveis de Controle											
5	Desempenho passado	.0002	-.00005	.0003	.0002	.0002	.0001	-.0001	.0005	-.0001	.0005
		(.001)	(.001)	(.001)	(.001)	(.001)	(.001)	(.001)	(.001)	(.001)	(.001)
6	Tamanho da firma	-.0015	-.002	-.003	-.0018	-.0015	-.002	-.002	-.0053	-.003	-.006

Continuação da Tabela 64. Resultado das Regressões por MQO: CAR_15_500

		(.006)	(.006)	(.006)	(.006)	(.006)	(.006)	(.006)	(.007)	(.006)	(.007)
7	Idade da firma	-.0002	-.0001	-.0002	-.0002	-.0002	-.0002	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001
		(.0003)	(.0003)	(.0003)	(.0003)	(.0003)	(.0003)	(.0003)	(.0003)	(.0003)	(.0003)
8	Listada (Target)	.0253	.022	.025	.025	.0252	.0257	.020	.0247	.021	.026
		(.0193)	(.0193)	(.0193)	(.0193)	(.0193)	(.0193)	(.0193)	(.0193)	(.0193)	(.0193)
9	Manufatureira	.026	.016	.022	.024	.0257	.021	.0139	.0172	.010	.015
		(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)
10	Afiliada a grupo	.0362	.0287	.0286	.0339	.0352	.0321	.0331	.0266	.033	.026
		(.023)	(.023)	(.024)	(.024)	(.024)	(.024)	(.024)	(.025)	(.024)	(.025)
11	Alavancagem financeira	.00007	-.0028	-.0013	-.0005	-.0002	-.0005	-.001	.0001	-.001	.0005
		(.0092)	(.0093)	(.0093)	(.0094)	(.0095)	(.0093)	(.0094)	(.0095)	(.0094)	(.0095)
12	Crise e recessão	-.043	-.0432	-.0443	-.0444	-.0441	-.0441	-.0377	-.037	-.0313	-.0327
		(.0448)	(.0444)	(.0448)	(.045)	(.045)	(.0449)	(.045)	(.0455)	(.0454)	(.0461)
13	Aliança Anterior	.0135	.0146	.0115	.0132	.0133	.0148	.0165	.0108	.0172	.011
		(.0249)	(.0247)	(.025)	(.0251)	(.0251)	(.0251)	(.025)	(.0256)	(.025)	(.0256)
14	Adquirente em série	-.0198	-.0224	-.0195	-.0196	-.019	-.020	-.0245	-.0205	-.0243	-.019
		(.0254)	(.0252)	(.0254)	(.0255)	(.0255)	(.0254)	(.0254)	(.0255)	(.0253)	(.025)
15	Majoritária	.0137	.0145	.0137	.0131	.0132	.0121	.0169	.0169	.020	.019
		(.0185)	(.0184)	(.0186)	(.0187)	(.0189)	(.0188)	(.0188)	(.0192)	(.0190)	(.0195)
	Intercepto	.0357	.0308	.0585	.0378	.0108	.0162	.0444	.0687	.0388	.0585
		(.143)	(.121)	(.145)	(.143)	(.122)	(.146)	(.152)	(.159)	(.151)	(.141)

Continuação da Tabela 64. Resultado das Regressões por MQO: CAR_15_500

	Dummy_Ano (2000-2011)										
		SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
	R ²	.2173	.2374	.2237	.2182	.2175	.2206	.2448	.2337	.2502	.2339
	n	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124
	Teste F	1.27	1.35	1.25	1.21	1.21	1.23	1.27	1.2	1.31	1.2

†p<0,10, *p<0,05, **p<0,01 níveis de significância. Coeficientes das regressões são reportados em negrito. Erro padrão é dado em parênteses; CAR: *cumulative abnormal return*; MQO: mínimos quadrados ordinário; em CAR, o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na regressão por mínimos quadrados ordinário, da variável dependente CAR_15_500 (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 15 dias e janela de estimação de 500 dias), sobre as variáveis ora estipuladas; obteve-se, nos modelos 7 e 9, que aquisições realizadas em países desenvolvidos, de acordo com a classificação da OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico), são significantes estatisticamente ($p<0.10$), e com magnitude positiva. Desse modo, corroborando com o CAR_11_500 e com a literatura pertinente a fusões e aquisições *cross border*, conforme já argumentado anteriormente no trabalho, na seção de fundamentação teórica, e também, novamente, no próprio resultado anterior, do CAR_11_500.

Tabela 65. Resultado das Regressões por MQO: CAR_5_500

Regressão por Mínimos Quadrados Ordinário											
ID.	Variável	Variável Dependente: CAR_5_500									
		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
		Variáveis Controle	Aquisição_País_OCDE	Aquisição_País_FMI	Distância_Econômica_Banco_Mundial	Distância_Econômica_FMI	Distância_Institucional	Modelo Completo: País_OCDE_ Distância_Econômica_Banco_Mundial	Modelo Completo: País_FMI_ Distância_Econômica_Banco_Mundial	Modelo Completo: País_OCDE_ Distância_Econômica_FMI	Modelo Completo: País_FMI_ Distância_Econômica_FMI

Continuação da Tabela 65. Resultado das Regressões por MQO: CAR_5_500

10	Afilhada a grupo	.0102	.0072	.0122	.0138	.0140	.0143	.014	.012	.015	.0121
		(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)
11	Alavancagem financeira	-.0044	-.0056	-.0041	-.003	-.0031	-.0038	-.0049	-.0035	-.0043	-.0031
		(.005)	(.005)	(.005)	(.005)	(.005)	(.005)	(.005)	(.005)	(.005)	(.005)
12	Crise e recessão	-.0148	-.0149	-.0144	-.0125	-.0107	-.0137	-.0087	-.0107	-.0036	-.008
		(.027)	(.027)	(.027)	(.027)	(.027)	(.027)	(.027)	(.027)	(.027)	(.027)
13	Aliança Anterior	.0049	.0053	.005	.0052	.0053	.0035	.0047	.0019	.005	.001
		(.015)	(.015)	(.015)	(.015)	(.015)	(.015)	(.015)	(.015)	(.015)	(.015)
14	Adquirente em série	-.028†	-.029†	-.029†	-.029†	-.002†	-.028†	-.032†	-.029†	-.032*	-.028†
		(.015)	(.015)	(.015)	(.015)	(.015)	(.015)	(.015)	(.015)	(.015)	(.015)
15	Majoritária	.011	.0113	.0110	.0120	.012	.0126	.016	.014	.019†	.0159
		(.011)	(.011)	(.011)	(.011)	(.011)	(.011)	(.011)	(.011)	(.011)	(.011)
	Intercepto	-.045	.0138	-.0517	-.0487	.0048	-.0262	-.0008	-.006	-.005	.052
		(.08)	(.07)	(.08)	(.08)	(.07)	(.08)	(.09)	(.09)	(.08)	(.08)
	Dummy_Ano (2000-2011)	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
	R ²	.1599	.1692	.1613	.1663	.1681	.1696	.2169	.1758	.227	.1784
	n	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124
	Teste F	.87	.89	.84	.87	.88	.89	1.09	.84	1.15	.85

†p<0,10, *p<0,05, **p<0,01 níveis de significância. Coeficientes das regressões são reportados em negrito. Erro padrão é dado em parênteses; CAR: *cumulative abnormal return*; MQO: mínimos quadrados ordinário; em CAR, o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na regressão por mínimos quadrados ordinário (MQO), da variável dependente CAR_5_500 (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 5 dias e janela de estimação de 500 dias), sobre as variáveis ora estipuladas; obteve-se, nos modelos 7 e 9, que aquisições realizadas em países desenvolvidos, de acordo com a classificação da OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico), são significantes estatisticamente ($p < 0.01$ e $p < 0.10$, respectivamente), e com magnitude positiva. Desse modo, corroborando com os outros achados anteriores relatados neste trabalho, por exemplo, o CAR_11_500, CAR_15_500.

Outrossim, verifica-se como resultado da regressão por MQO, da variável dependente CAR_5_500, em relação às variáveis independentes e de controle estabelecidos, que o fator adquirente serial é significativo estatisticamente ($p < 0.10$ e $p < 0.05$), e com magnitude negativa para todos os modelos do presente trabalho. Desse modo, o fato da firma ser considerada adquirente serial, em aquisições *cross border*, está relacionado a menores CAR_5_500.

A seguir, são reportadas as regressões dos modelos anteriores, utilizando agora o método de erro padrão *bootstrap*, visando à robustez dos resultados da pesquisa. Vale esclarecer que as regressões foram obtidas pelo software Stata/MP 12.1. Definiu-se 10.000 como quantidade padrão solicitada ao software de replicação para cada regressão realizada.

Continuação da Tabela 66. Resultado das Regressões por Mínimos Quadrados Ordinário com Erro Padrão *Bootstrap*: CAR_11_120

6	Tamanho da firma	-.002	-.0021	-.0014	-.0019	-.0017	-.0010	-.0005	.0005	.0018	.0056
		(.006)	(.007)	(.007)	(.007)	(.007)	(.007)	(.007)	(.007)	(.007)	(.008)
7	Idade da firma	-.0001	-.0001	-.0002	-.0001	-.0001	-.0002	-.0002	-.0002	-.0002	-.0003
		(.0003)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)	(.0004)
8	Listada (Target)	.0059	.0051	.0063	.0059	.0038	.0059	.003	.0059	.001	.0008
		(.023)	(.022)	(.023)	(.023)	(.023)	(.023)	(.023)	(.023)	(.023)	(.023)
9	Manufatureira	.0563	.0549	.0578	.0565	.0537	.0612	.061	.0645	.0667	.0683
		(.051)	(.053)	(.053)	(.052)	(.052)	(.052)	(.055)	(.054)	(.054)	(.053)
10	Afiada a grupo	.0346	.033	.0375	.0351	.0290	.0385	.0374	.0398	.0350	.0435
		(.027)	(.027)	(.029)	(.028)	(.029)	(.028)	(.0303)	(.0313)	(.030)	(.031)
11	Alavancagem financeira	.0092	.0087	.0098	.0093	.0068	.0099	.008	.0088	.0061	.0056
		(.011)	(.011)	(.011)	(.011)	(.011)	(.011)	(.012)	(.011)	(.011)	(.011)
12	Crise e recessão	-.0123	-.0123	-.0117	-.0119	-.0197	-.0110	-.0111	-.0164	-.0250	-.034
		(.05)	(.053)	(.056)	(.055)	(.054)	(.055)	(.054)	(.054)	(.056)	(.056)
13	Alianças	.0115	.0118	.0123	.0116	.0110	.0101	.0089	.0105	.0054	.0119
		(.021)	(.021)	(.022)	(.022)	(.021)	(.021)	(.022)	(.024)	(.022)	(.024)
14	Adquirente em série	.0004	-.0001	.0005	.0004	-.0014	.0011	.0002	.0014	-.0012	-.0043
		(.038)	(.039)	(.038)	(.038)	(.037)	(.038)	(.040)	(.038)	(.039)	(.038)

Continuação da Tabela 66. Resultado das Regressões por Mínimos Quadrados Ordinário com Erro Padrão *Bootstrap*: CAR_11_120

15	Majoritária	.0158	.0159	.015	.0160	.0122	.0174	.0189	.0149	.0125	.0048
		(.022)	(.022)	(.022)	(.021)	(.019)	(.022)	(.023)	(.022)	(.021)	(.020)
	Intercepto	-.049	-.047	-.058	-.0497	-.042	-.027	.007	-.028	.039	-.042
		(.135)	(.138)	(.140)	(.136)	(.138)	(.145)	(.163)	(.167)	(.163)	(.168)
	Dummy_Ano	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
	R ²	.1414	.1418	.1422	.1414	.1482	.144	.1485	.148	.1659	.1813
	n	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128
	Wald chi2(23)	38.72	39.5	32.52	28.43	23.86	34.8	28.5	25.22	21.88	21.08
	Replicações	7999	8018	8068	8059	8036	7990	8048	8145	8022	7950

†p<0,10, *p<0,05, **p<0,01 níveis de significância. Coeficientes das regressões são reportados em negrito. Erro padrão *Bootstrap* é dado em parênteses; CAR: *cumulative abnormal return*; MQO: mínimos quadrados ordinário; em CAR, o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para a regressão com erro padrão *bootstrap*, com variável dependente CAR_11_120, não foi encontrada nenhuma variável que tenha relação e/ou que explique a referida variável dependente.

Continuação da Tabela 67. Resultado das Regressões por Mínimos Quadrados Ordinário com Erro Padrão *Bootstrap*: CAR_5_120

15	Majoritária	.0036	.0037	.0037	.0043	.0047	.004	.0059	.0028	.0070	.0029
		(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)
	Intercepto	.0629	.064	.0520	.0610	.061	.0709	.0715	.0444	.076	.045
		(.060)	(.061)	(.061)	(.059)	(.060)	(.065)	(.068)	(.071)	(.068)	(.071)
	Dummy_Ano	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
	R ²	.1837	.1851	.1894	.1865	.1862	.1852	.1967	.1904	.1965	.1899
	n	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128
	Wald chi2(23)	16.95	16.72	17.29	16.62	17.24	16.64	15.66	16.08	16.07	16.96
	Replicações	7970	8020	8067	8025	7985	8064	7920	8013	7990	8061

†p<0,10, *p<0,05, **p<0,01 níveis de significância. Coeficientes das regressões são reportados em negrito. Erro padrão Bootstrap é dado em parênteses; CAR: *cumulative abnormal return*; MQO: mínimos quadrados ordinário; em CAR, o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Na regressão por mínimos quadrados ordinário com erro padrão *bootstrap*, da variável dependente CAR_5_120 (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 5 dias e janela de estimação de 120 dias), sobre as variáveis ora estipuladas; obteve-se, nos modelos 1, 2 e 8, que aquisições realizadas em períodos de crise e recessão são significantes estatisticamente (p<0.10), e com magnitude negativa de seu coeficiente de regressão. Desse modo, se um determinado tempo (t) estiver em período de crise e recessão, menor será o CAR_5_120 da amostra do presente trabalho.

Tabela 68. Resultado das Regressões por Mínimos Quadrados Ordinário com Erro Padrão *Bootstrap*: CAR_15_240

Regressão por Mínimos Quadrados Ordinário com Erro Padrão <i>Bootstrap</i>											
ID.	Variável	Variável Dependente: CAR_15_240									
		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
		Variáveis Controle	Aquisição_País_OCDE	Aquisição_País_FMI	Distância_Econômica_Banco_Mundial	Distância_Econômica_FMI	Distância_Institucional	Modelo Completo: País_OCDE_ Distância_Econômica_Banco_Mundial	Modelo Completo: País_FMI_ Distância_Econômica_Banco_Mundial	Modelo Completo: País_OCDE_ Distância_Econômica_FMI	Modelo Completo: País_FMI_ Distância_Econômica_FMI
Variáveis Independentes											
2	Aquisição em países desenvolvidos (H.2)		-.0018	-.0003				-.004	-.0088	-.026	-.055
			(.03)	(.02)				(.04)	(.05)	(.05)	(.05)
3	Distância econômica (H.2)				.0005	.0167		.0027	.0045	.0366	.0515
					(.008)	(.02)		(.012)	(.018)	(.03)	(.05)
4	Distância institucional (H.2)						-.0044	-.0139	-.0159	-.0659	-.046
							(.071)	(.109)	(.096)	(.119)	(.101)
Variáveis de Controle											
5	Desempenho passado	.0032	.0032	.0032	.0032	.0030	.0032	.0033	.0032	.0032	.0025

Continuação da Tabela 68. Resultado das Regressões por Mínimos Quadrados Ordinário com Erro Padrão *Bootstrap*: CAR_15_240

15	Majoritária	.0263	.0263	.0263	.0262	.0217	.0265	.0260	.0256	.0184	.0143
		(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)
	Intercepto	-.0559	-.0566	-.056	-.0554	-.0475	-.053	-.0470	-.0534	-.009	-.0707
		(.16)	(.16)	(.17)	(.17)	(.16)	(.17)	(.18)	(.2)	(.2)	(.2)
	Dummy_Ano	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
	R ²	.1585	.1585	.1585	.1585	.1674	.1585	.1588	.1589	.1791	.1865
	n	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128
	Wald chi2(23)	15.13	14.18	14.02	0.9266	15.97	14.85	13.75	14.15	15.03	15.51
	Replicações	8027	8007	8062	8000	8049	8055	8075	8079	8006	8075

†p<0,10, *p<0,05, **p<0,01 níveis de significância. Coeficientes das regressões são reportados em negrito. Erro padrão Bootstrap é dado em parênteses; CAR: *cumulative abnormal return*; MQO: mínimos quadrados ordinário; em CAR, o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para a regressão com erro padrão *bootstrap*, com variável dependente CAR_15_240, não foi encontrada nenhuma variável que tenha relação e/ou que explique a referida variável dependente.

Continuação da Tabela 69. Resultado das Regressões por Mínimos Quadrados Ordinário com Erro Padrão *Bootstrap*: CAR_11_500

6	Tamanho da firma	-.0023	-.0031	-.0026	-.0023	-.0023	-.0017	-.0012	-.002	-.0022	-.0033
		(.006)	(.006)	(.006)	(.006)	(.006)	(.006)	(.006)	(.006)	(.006)	(.006)
7	Idade da firma	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001
		(.0003)	(.0003)	(.0003)	(.0003)	(.0003)	(.0003)	(.0003)	(.0003)	(.0003)	(.0003)
8	Listada (Target)	.0131	.0108	.0131	.0131	.0133	.012	.0075	.0124	.0080	.0130
		(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)
9	Manufatureira	.0035	-.0036	.0028	.0034	.0037	.0063	.0008	.0066	-.0025	.0046
		(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)	(.03)
10	Afiliada a grupo	.0241	.0188	.0229	.024	.0252	.0266	.0256	.0236	.0268	.0231
		(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)
11	Alavancagem financeira	.0029	.0008	.0026	.0028	.003	.0033	.0011	.0026	.0019	.00331
		(.008)	(.008)	(.008)	(.008)	(.008)	(.008)	(.008)	(.008)	(.008)	(.008)
12	Crise e recessão	-.0251	-.0252	-.0253	-.025	-.023	-.0244	-.0208	-.024	-.0152	-.0207
		(.05)	(.05)	(.05)	(.05)	(.05)	(.05)	(.05)	(.05)	(.05)	(.05)
13	Alianças	.0109	.0117	.0106	.0109	.01111	.0101	.0098	.0076	.0111	.00732
		(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.02)
14	Adquirente em série	-.019	-.0214	-.0195	-.019	-.0195	-.0194	-.0232	-.0190	-.0236	-.0189
		(.033)	(.034)	(.034)	(.034)	(.034)	(.034)	(.034)	(.034)	(.034)	(.034)
15	Majoritária	.0159	.0164	.01	.015	.0164	.0168	.0214	.01804	.0238	.0199
		(.017)	(.018)	(.018)	(.017)	(.017)	(.018)	(.018)	(.018)	(.018)	(.018)

Continuação da Tabela 69. Resultado das Regressões por Mínimos Quadrados Ordinário com Erro Padrão *Bootstrap*: CAR_11_500

	Intercepto	.0500	.059	.0534	.0501	.0493	.0636	.114	.096	.1076	.1015
		(.13)	(.13)	(.13)	(.13)	(.13)	(.14)	(.14)	(.14)	(.14)	(.14)
	Dummy Ano	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
	R²	.2032	.2155	.2034	.2032	.2035	.2047	.2333	.2074	.2384	.2088
	n	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124
	Wald chi2(23)	30.58	36.28	28.76	27.6	26.81	26.68	29.59	27.32	26.14	26.12
	Replicações	8062	8101	8025	7987	8064	8022	8065	8103	8137	8069

†p<0,10, *p<0,05, **p<0,01 níveis de significância. Coeficientes das regressões são reportados em negrito. Erro padrão Bootstrap é dado em parênteses; CAR: *cumulative abnormal return*; MQO: mínimos quadrados ordinário; em CAR, o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na regressão por mínimos quadrados ordinário com erro padrão *bootstrap*, da variável dependente CAR_11_500 (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 11 dias e janela de estimação de 500 dias), sobre as variáveis ora estipuladas; obteve-se, no modelo 9, que aquisições realizadas em países desenvolvidos têm significância estatística (p<0.10) e magnitude positiva. Esse resultado corrobora com os recorrentes achados anteriores do modelo simples de regressão por mínimos quadrados ordinário.

Tabela 70. Resultado das Regressões por Mínimos Quadrados Ordinário com Erro Padrão *Bootstrap*: CAR_5_500

Regressão por Mínimos Quadrados Ordinário com Erro Padrão Bootstrap												
ID.	Variável	Variável Dependente: CAR_5_500										
		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10	
		Variáveis Controle	Aquisição_País_OCDE	Aquisição_País_FMI	Distância_Econômica_Banco_Mundial	Distância_Econômica_FMI	Distância_Institucional	Modelo Completo: País_OCDE	Distância_Econômica_Banco_Mundial	Modelo Completo: País_FMI_Distância_Econômica_Banco_Mundial	Modelo Completo: País_OCDE_Distância_Econômica_FMI	Modelo Completo: País_FMI_Distância_Econômica_FMI
Variáveis Independentes												
2	Aquisição em países desenvolvidos (H.2)		.00442					.0163	-.0166	.0165	-.0130	
			(.01)					(.01)	(.02)	(.01)	(.02)	
3	Distância econômica (H.2)			-.0090	-.0021	-.0037		-.0048	.0027	-.0080	.0021	
				(.0122)	(.0041)	(-.003)		(.0058)	(.0083)	(.0118)	(.0141)	
4	Distância institucional (H.2)						-.0139	-.01277	.0016	-.0201	.005	
							(.0360)	(.0464)	(.0457)	(.0460)	(.0448)	
Variáveis de Controle												
5	Desempenho passado	.00050	.00047	.00047	.00053	.00055	.00054	.00049	.0004	.0005	.00042	
		(.0007)	(.0007)	(.0007)	(.0007)	(.0007)	(.0007)	(.0007)	(.0007)	(.0007)	(.0007)	

Continuação da Tabela 70. Resultado das Regressões por Mínimos Quadrados Ordinário com Erro Padrão *Bootstrap*: CAR_5_500

6	Tamanho da firma	-.00245	-.00259	-.0017	.00223	-.00251	-.00209	-.00213	-.00142	-.00257	-.00150
		.0035	.003	.0037	.0036	.0036	.0037	.0038	.0038	.00392	.0042
7	Idade da firma	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001	-.0001
		(.0002)	(.0002)	(.0002)	(.0002)	(.0002)	(.0002)	(.0002)	(.0002)	(.0002)	(.0002)
8	Listada (Target)	.007	.00651	.00769	.0074	.00776	.00718	.005	.00782	.0059	.0075
		(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)
9	Manufatureira	.011	.0104	.0134	.01254	.0123	.0133	.0111	.01356	.0114	.01314
		(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)
10	Afiliada a grupo	.0055	.00461	.0091	.00757	.0071	.00699	.00799	.00946	.00750	.0093
		(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)	(.01)
11	Alavancagem financeira	.00239	.0020	.00311	.00300	.00307	.0026	.0024	.0028	.00282	.00293
		(.005)	(.005)	(.005)	(.005)	(.005)	(.005)	(.005)	(.005)	(.005)	(.005)
12	Crise e recessão	-.0307	-.0307	-.0299	-.0292	-.0286	-.0302	-.02704	-.0312†	-.02556	-.03101
		(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)	(.02)
13	Alianças	.01202	.01221	.01292	.01217	.0121	.0114	.0126	.01354	.0122	.01345
		(.0145)	(.0142)	(.0156)	(.0149)	(.015)	(.0141)	(.0150)	(.0155)	(.0144)	(.015)
14	Adquirente em série	-.0064	-.0069	-.0063	-.0063	-.0059	-.0061	-.0075	-.0063	-.0066	-.0066
		(.014)	(.014)	(.014)	(.014)	(.014)	(.014)	(.015)	(.014)	(.015)	(.014)

Continuação da Tabela 70. Resultado das Regressões por Mínimos Quadrados Ordinário com Erro Padrão *Bootstrap*: CAR_5_500

15	Majoritária	.0036	.0037	.0037	.0043	.0047	.0042	.0059	.00287	.0070	.00292
		(.010)	(.010)	(.010)	(.010)	(.010)	(.010)	(.010)	(.010)	(.010)	(.010)
	Intercepto	.06297	.0645	.05208	.0610	.0610	.0709	.07157	.04445	.0762	.0451
		(.06)	(.06)	(.06)	(.06)	(.06)	(.06)	(.07)	(.07)	(.07)	(.07)
	Dummy_Ano	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
	R ²	.1837	.1851	.1894	.1865	.1862	.1852	.1967	.1904	.1965	.1899
	n	128	128	128	128	128	128	128	128	128	128
	Wald chi2(23)	17.01	16.72	17.29	0.8272	17.24	16.64	15.66	16.08	16.07	16.96
	Replicações	8013	8020	8067	8025	7985	8064	7920	8013	7990	8061

†p<0,10, *p<0,05, **p<0,01 níveis de significância. Coeficientes das regressões são reportados em negrito. Erro padrão *Bootstrap* é dado em parênteses; CAR: *cumulative abnormal return*; MQO: mínimos quadrados ordinário; em CAR, o primeiro valor refere-se à janela de evento e o segundo valor à janela de estimação.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na regressão por mínimos quadrados ordinário com erro padrão *bootstrap*, da variável dependente CAR_5_500 (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 5 dias e janela de estimação de 500 dias), sobre as variáveis ora estipuladas; obteve-se, no modelo 8, que aquisições realizadas em períodos de crise e recessão são significantes estatisticamente (p<0.10), e com magnitude negativa de seu coeficiente de regressão. Desse modo, se um determinado tempo (t) estiver em período de crise e recessão, menor será o CAR_5_500 da amostra do presente trabalho. Esse resultado coaduna-se com os achados já reportados anteriormente no CAR_5_120 MQO (mínimos quadrados ordinário), com erro padrão *bootstrap*.

Informa-se que os CAR_15_120, CAR_11_240, CAR_5_240 e CAR_15_500, todos regredidos pelo método de mínimos quadrados ordinário com erro padrão *bootstrap*, realizados com intuito de teste de robustez, não serão reportados neste trabalho, pois não apresentaram resultados diversos dos já encontrados, e aqui reportados; ou seja, não inovam e nem alteram as magnitudes econômicas nem as significâncias estatísticas já encontradas e reportadas neste trabalho.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

De acordo com a hipótese 2 do presente trabalho, é esperado que aquisições *cross-borders* possam gerar ou destruir valor de acordo com o *status* do país-*target* (da empresa adquirida). Portanto, o nível econômico e institucional refletem em potenciais complementariedades de recursos disponíveis.

Em outras palavras, a diferença (distância) econômica e institucional, entre os países das empresas transacionadas, pode gerar, segundo a literatura pertinente, fusões e aquisições *cross border*, citam Gubbi *et al.* (2010); Aybar e Ficici (2009) maior potencial para geração de valor à empresa adquirente; como por exemplo, acesso a novos mercados, possibilidade de arbitragem internacional, diversificação, entre outros.

O presente trabalho encontrou resultados que corroboram, e outrossim, que não corroboram, com a literatura existente. Um resultado que não corrobora com a literatura base (por exemplo, Gubbi *et al.*, 2010, entre outros) é que, por meio do estudo de eventos de fusões e aquisições *cross border* de empresas brasileiras, foi encontrado que para todas as empresas da amostra, na média, não foi criado valor em eventos de aquisições internacionais. Logo, a hipótese 1.a. do presente trabalho não é suportada. Onde testou-se de acordo com a literatura apresentada:

Hipótese 1_a (H. 1a) - Aquisições *cross-borders* realizadas por firmas brasileiras geram retornos anormais positivos para as firmas adquirentes.

*Hipótese 1_b (H. 1b) - Aquisições *cross-borders* realizadas por firmas brasileiras não geram retornos anormais positivos para as firmas adquirentes.

Referente à hipótese 2 do trabalho, diversos resultados coadunam-se. No estudo de evento estratificado, foi encontrado que fusões e aquisições internacionais realizadas, em países classificados como desenvolvidos pela OCDE, têm retornos anormais positivos e, que países classificados como não desenvolvidos têm retornos anormais negativos, entretanto, esses resultados no referido estudo de evento não são significantes estatisticamente.

Ainda sobre a hipótese 2, outras evidências corroboram com os resultados do estudo de evento, anteriormente apresentados. Essas outras evidências são decorrentes dos resultados das regressões, como exemplo:

- Foi encontrado que a variável distância econômica, em diversos modelos, janelas de eventos e de estimação, analisados na regressão por mínimos quadrados ordinário, tem relação positiva e significativa com a variável dependente CAR (*cumulative abnormal return*), ou seja, há evidências de que quanto maior for a distância econômica, maior será o CAR em fusões e aquisições *cross border*;

- Outro achado que coaduna com os resultados reportados anteriormente, é que a variável país desenvolvido, classificado pela OCDE, tem relação positiva e significativa com a variável dependente CAR (*cumulative abnormal return*), resultados estes, obtidos em diversos modelos, janelas de eventos e de estimação, e consistentes tanto nas regressões do método mínimos quadrados ordinário, quanto pelo método de regressão com erro padrão *bootstrap*. Ou seja, há evidências de que se o evento de fusão e aquisição ocorrer em país desenvolvido, maior será o resultado do retorno anormal medido pelo CAR (*cumulative abnormal return*).

Portanto, com base nos resultados apresentados anteriormente, conclui-se que há evidências para se suportar a hipótese 2.a* desta pesquisa. Onde testou-se de acordo com a literatura apresentada:

*Hipótese 2._a (H. 2a): Aquisições *cross-borders* de firmas brasileiras realizadas em país-*target*, classificado como país desenvolvido, gerarão maiores retornos anormais.

Hipótese 2._b (H. 2b): Aquisições *cross-borders* de firmas brasileiras realizadas em país-*target*, classificado como país desenvolvido, não gerarão maiores retornos anormais.

O trabalho ainda encontrou outros achados, como por exemplo, que aquisições majoritárias estão relacionadas a maior CAR. Resultado evidenciado tanto pelo estudo de eventos, quanto pelas regressões, onde aquisições majoritárias, potencializam a internalização dos recursos estratégicos da empresa adquirida, mitiga assimetria de informação gerencial e aumenta o poder de fiscalização e controle sobre a adquirida.

Outro resultado relevante é que adquirentes seriais estão relacionados a menores CAR (*cumulative abnormal return*), resultado evidenciado tanto pelo estudo de eventos quanto pelas regressões, fato que corrobora com a literatura estudada, pois, em firma adquirente serial, o mercado já espera esse tipo de ação, portanto, muitas vezes, a ação já está computada no valor da firma; e/ou talvez o mercado já valorou aquisições internacionais anteriores, não tendo um viés muito favorável para as empresas da amostra.

Outrossim, as crises e recessões estão relacionadas a menores CAR (*cumulative abnormal return*) em eventos de fusões e aquisições internacionais. Resultado este, evidenciado tanto pelo estudo de eventos, quanto pelas regressões.

Outros resultados apresentados pelo estudo de eventos:

- Verifica-se que é mais prudente haver aliança anterior à aquisição internacional, pois nos casos de aquisição *cross border* para empresas que tinham alianças anteriores, o CAR (*cumulative abnormal return*) médio tem retorno anormal positivo, embora não seja estatisticamente significativo. Por outro lado, nos casos de aquisições *cross border* para empresas que não tinham nenhuma aliança anterior ao evento analisado, houve retornos anormais negativos, na média;
- Na análise estratificada por empresas, encontra-se que há empresas que tendem a ter retornos médios anormais positivos, enquanto que em outras firmas, ocorre o oposto, tendem a retornos médios anormais negativos.

Quanto aos resultados apresentados somente pelas regressões:

- Encontrou-se que a variável desempenho passado tem relação positiva e significativa para diversos modelos das regressões analisadas, portanto, há evidências de que quanto maior o desempenho passado, maior será o CAR (*cumulative abnormal return*) em eventos de fusões e aquisições *cross border*;

- Outrossim, que a variável indústria manufatureira têm relação positiva e significativa, portanto, há evidências de que ser classificado como indústria manufatureira representa maior resultado para o CAR (*cumulative abnormal return*) em eventos de fusões e aquisições *cross border*.

Como considerações finais, ainda se observa, por meio das análises da estatística descritiva, que há concentração de poucas empresas e indústrias-chave que fazem aquisições transfronteiras. Além disso, a idade média das empresas brasileiras que realizam expansão internacional é bastante elevada quando comparada com outros países emergentes. Outrossim, verifica-se que as firmas brasileiras fizeram aquisições transfronteiras sobretudo na América do Sul e Central (quase 50% do total das aquisições transfronteiras), e o país-*target* de maior incidência foi a Argentina (quase um quarto do total das aquisições *cross-border*).

A contribuição deste trabalho foi levantar e analisar as aquisições *cross-border* das empresas brasileiras, no período amostral definido. Outrossim, identificar e analisar variáveis que impactam na reação do mercado, gerando retornos anormais positivos ou negativos para as empresas adquirentes, nas referidas transações, proporcionando melhor descrição, explicação e análise dos resultados de fusões e aquisições *cross border* realizados por empresas brasileiras.

Limitações da pesquisa

Como limitação da pesquisa, o fator tempo foi crucial. Apesar de todo o esforço realizado neste trabalho, na parte de levantamento e coleta de dados, verificação de sua consistência e da validade da pesquisa, enriquecimento da revisão literária, obtenção das variáveis explicativas, que poderiam ser significantes como direcionadores para a performance de empresas brasileiras em processos de fusões e aquisições *cross border*, ou seja, do desenvolvimento de modelos que possam explicar os resultados de fusões e aquisições internacionais, ainda há outros métodos de avaliações e modelos que podem ser utilizados, visando corroborar com o presente trabalho aqui apresentado, que serão apresentados na seção seguinte, em sugestões para pesquisas futuras.

Sugestões para novos estudos

Conforme argumentado anteriormente, em toda pesquisa realizada, o assunto tratado dificilmente é esgotado, portanto, abrem-se novas perspectivas para futuros estudos, como por exemplo, sugere-se a busca por outras variáveis explicativas que possam servir como direcionadores da performance de fusões e aquisições *cross border* realizadas por empresas de países emergentes, a fim de contribuir, ainda mais, para o entendimento e análise de como funciona e como o mercado reage, dado o anúncio dos referidos eventos.

Outra sugestão seria estender a análise de fusões e aquisições internacionais para outros países, visando a um entendimento global de fusões e aquisições internacionais.

É interessante que houvesse também, para os próximos estudos, a conciliação de outros modelos de avaliação de resultados de fusões e aquisições *cross border*, utilizando, por exemplo, modelos contábeis para valoração do efeito de fusão e aquisição internacional, confrontando, dessa forma, os resultados inferidos pelo mercado de capitais com o resultado operacional contábil proveniente da operação.

Por fim, sugere-se que haja um estudo combinado dos resultados de ambas as empresas, adquirida e adquirente, que infelizmente, devido ao tempo hábil para conclusão deste trabalho, não foi possível aumentar o âmbito da análise. Dessa forma, focou-se na reação do mercado decorrente ao anúncio de fusões e aquisições *cross border*, apenas para as firmas adquirentes brasileiras. Outrossim, evidencia-se que não seria factível, devido ao tempo determinado, estender tanto a pesquisa. Cabe agora o prosseguimento dessas sugestões a uma nova fase de publicações de artigos, e/ou ao doutorado.

REFERÊNCIAS

- AYBAR, B.; FICICI, A. *Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals*. Journal of International Business Studies, v.40, 1317-1338, 2009.
- AGRAWAL, A., Jaffe, J. F., & Mandelker, G. N. *The post-merger performance of acquiring firms: A reexamination of an anomaly*. Journal of Finance, 47: 1605-1621, 1992.
- ANAND, J., & Delios, A. *Absolute and relative resources as determinants of international acquisitions*. Strategic Management Journal, 23(2): 119–134, 2002.
- ANDRADE, G., Mitchell, M., & Stafford, E. *New evidence and perspectives on mergers*. Journal of Economic Perspectives, 15(2): 103–120, 2001.
- ASQUITH, P. *Merger bids, uncertainty, and stockholder returns*. Journal of Financial Economics, 11: 51-83, 1983
- ASQUITH, P., & Kim, E. H. *The impact of merger bids on the participating firms' security holders*. Journal of Finance, 37: 1209-1228, 1982
- AW, M., Chatterjee, R., *The performance of UK firms acquiring larger cross-border and domestic takeover targets*. Applied Financial Economics 14, 337-439, 2004.
- BAHGAT, S.; Malhotra, S. & Zhu, P. *Emerging country cross-border acquisitions: Characteristics, acquirer returns and cross-sectional determinants*. Emerging Markets Review, 12 (2011) 250-271, 2011.
- BARKEMA, H. G., Bell, H. J. H., & Pennings, J. M. *Foreign entry, cultural barriers, and learning*. Strategic Management Journal, 17(2): 151–166, 1996.
- BARNEY, J. *Firm resources and sustained competitive advantage*. Journal of Management, 17(1): 99–12, 1991.
- BERRY, H. *Shareholder valuation of foreign investment and expansion*. Strategic Management Journal, 27(12): 1123–1140, 2006.
- BESANKO, D; Dranove, D.; Shanley, M.; Schaefer S. *A Economia da Estratégia*, 3ª Edição. Porto Alegre, Bookman, 2006.
- BRADLEY, M., Desai, A., & Kim, E. H. *Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms*. Journal of Financial Economics, 21: 3-40, 1988.
- BREALEY, R.A; Myers, S.C. *Principles of Corporate Finance*. 6ª ed. New York: McGraw-Hill, 2000.
- BROWN, S. J., & Warner, J. B. *Using daily stock returns: The case of event studies*. Journal of Financial Economics, 14(1): 3–31, 1985.
- BRUNER, R. F. *The use of excess cash and debt capacity as a motive for merger*. Journal of

Financial and Quantitative Analysis, 23: 199-217, 1988.

BUCKLEY, P. J., & Casson, M. *The future of the multinational enterprise*. London: Macmillan, 1976.

CAMPBELL, J. Y.; Lo, A. W.; Mackinlay, A. C. *The econometrics of financial markets*. 2.ed. New Jersey: Princeton University Press, 1997.

CAPRON, L., & Shen, J. C. *Acquisitions of private versus public firms: Private information, target selection, and acquirer returns*. *Strategic Management Journal*, 28(9): 891–911, 2007.

CAROW, K., Heron, R., & Saxton, T. *Do early birds get the returns? An empirical investigation of early-mover advantages in acquisitions*. *Strategic Management Journal*, 25: 563-585, 2004.

CAVES, R. E. *International corporations: The industrial economics of foreign investment*. *Economica*, 38(149): 1–27, 1971.

_____. *Research on international business: Problems and prospects*. *Journal of International Business Studies*, 29(1): 5–19, 1998.

CHANDLER. *Scale and Scope*. Cambridge: Havard University Press, 1990.

CHARI, A., Ouimet, P. P., & Tesar, L. *Acquiring control in emerging markets: Evidence from the stock market*, Working Paper 10872, National Bureau of Economic Research, 2004.

CHATTERJEE, S. *Sources of value in takeovers: Synergy or restructuring implications for target and bidder firms*. *Strategic Management Journal*, 13: 267-286, 1992.

CHEN, S.-F. S. *The motives for international acquisitions: Capability procurements, strategic considerations, and the role of ownership structures*. *Journal of International Business Studies*, 39(3): 454–471, 2008.

CHEN, S.; HO, K.; LEE, C., y YEO, G. *Investment opportunities, free cash flow and market reaction to international joint ventures*, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24: 1.747-1.765, 2000.

CHITTOOR, R., Sarkar, M., Ray, S., & Aulakh, P. S. *Thirdworld copycats to emerging multinationals: Institutional changes and organizational transformation in the Indian pharmaceutical industry*. *Organization Science*, 20(1): 187–205, . 2009.

CLICK, R. W., & Harrison, P. *Does multinationality matter? Evidence of value destruction in US multinational corporations*, FEDS Working Paper 2000-21, Federal Reserve System, 2000.

CUERVO-CAZURRA, A., Maloney, M. M., & Manrakhan, S. *Causes of the difficulties in internationalization*. *Journal of International Business Studies*, 38(5): 709–725, 2007.

DATTA, D. K., Pinches, G. E., & Narayanan, V. K. *Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions—A meta-analysis*. *Strategic Management Journal*, 13: 67-84, 1992.

DAWAR, N., & Frost, T. *Competing with giants: Survival strategies for local companies in emerging markets*. Harvard Business Review, 77(2): 119–132, 1999.

DENIS, D. J., Denis, D. K., & Yost, K. *Global diversification, industrial diversification, and firm value*. Journal of Finance, 57(5): 1951–1979, 2001.

DODD, P. *Merger proposals, management discretion and stockholder wealth*. Journal of Financial Economics, 8: 105–137, 1980.

DOUKAS, J., & Travlos, N. *The effect of corporate multinationalism on shareholders' wealth: Evidence from international acquisitions*. Journal of Finance, 43(5): 1161–1175, 1988.

ECKBO, B. E. & Thorburn, K. S. *Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 35 (1), 1–25, 2000.

EDEN, L., & Miller, S. R. *Distance matters: Liability of foreignness, institutional distance and ownership*, Bush School Working Paper 404, Texas A&M University, 2004.

ERRUNZA, V. R., & Senbet, L. W. *The effects of international operations on the market value of the firm: Theory and evidence*. Journal of Finance, 36(2): 401–417, 1981.

EUN, C. S., Kolodny, R., & Scheraga, C. *Cross-border acquisitions and shareholder wealth: Tests of the synergy and internalization hypotheses*. Journal of Banking and Finance, 20(9): 1559–1582, 1996.

FULLER, K., Netter, J., & Stegemoller, M. *What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions*. Journal of Finance, 57(4): 1763–1793, 2002.

GHEMAWAT, P. *Distance still matters: The hard reality of global expansion*. Harvard Business Review, 79(8): 137–147, 2001.

GUARITA, S. *Fusões e aquisições no Brasil*. Revista FAE Business, n.3, p. 24 a 26, set. 2002.

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

GUIMARÃES, E.A. *A decisão de investir na firma*. Rio de Janeiro, Zahar, 1982 a.

_____. *A decisão de investir na firma*. Rio de Janeiro, IEI/UFRJ, 1982 b.

GUJARATI, D. *Econometria Básica*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HALEBLIAN, J., & Finkelstein, S. *The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective*. Administrative Science Quarterly, 44(1): 29–31, 1999.

HALEBLIAN, J., Kim, J., & Rajagopalan, N. *The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: Evidence from the US commercial banking industry*. Academy of Management Journal, 49(2): 357–370, 2006.

HALEBLIAN, J. et al. *Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda*. Journal of Management, Vol. 35 No. 3, 469-502, June, 2009.

HANSEN, R. G., & Lott, J. R. *Externalities and corporate objectives in a world with diversified shareholder consumers*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 31: 43-68, 1996.

HARRISON, J. S., Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., & Ireland, R. D. *Resource complementarity in business combinations: Extending the logic to organizational alliances*. Journal of Management, 27(6): 679-690, 2001.

HARZING, A. *Acquisitions versus greenfield investments: International strategy and management of entry modes*. Strategic Management Journal, 23(3): 211-227, 2002.

HEALY, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. *Does corporate performance improve after mergers*. Journal of Financial Economics, 31: 135-175, 1992

HITT, M. A., Hoskisson, R. E., & Ireland, D. R. *A mid-range theory of the interactive effects of international and product diversification on innovation and performance*. Journal of Management, 20(2): 297-326, 2001a.

HITT, M. A., Ireland, R. D., Camp, S. M., & Sexton, D. L. *Strategic entrepreneurship: Entrepreneurial strategies for wealth creation*. Strategic Management Journal, 22(6-7): 479-491, . 2001b.

HYMER, S. *The international operations of national firms*. Cambridge, MA: MIT Press, 1976.

HOUSTON, J. F., James, C. M., & Ryngaert, M. D. *Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders*. Journal of Financial Economics, 60: 285-331, 2001.

IYER, D.N.; Miller, K.D. *Performance feedback, slack, and the timing of acquisitions*. Academy of Management Journal, v.51, n.4, 2008.

JARRELL, G. A., & Poulsen, A. B. *The returns to acquiring firms in tender offers: Evidence from 3 decades*. Financial Management, 18(3): 12-19, 1989.

KING, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. *Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators*. Strategic Management Journal, 25: 187-200, 2004.

KISSIN, W. D., & Herrera, J. *International mergers and acquisitions*. Journal of Business Strategy, 11(4): 51-54, 1990.

KOGUT, B. *Managing political risk assessment*. Sloan Management Review, 24(4): 71-73, 1983.

KPMG. *Merger and Acquisitions 2012 – 2º quarter*. São Paulo, July 2012. . Access to: <http://www.kpmg.com>. Accessed at Agosto, 09th 2012. 07:00h.

LAAMANEN, T. & Keil, T. *Performance of Serial Acquirers: Toward an Acquisition Program Perspective*. Strategic Management Journal, v.29: 663-672, 2008.

LEMELIN, A. *Relatedness in the patterns of interindustry diversification*. The Review of Economics and Statistics, v.64, p. 645-657, 1982.

LEETH, J. D., & Borg, J. R. *The impact of takeovers on shareholder wealth during the 1920s merger wave*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 35: 217-238, 2000.

LODERER, C., & Martin, K. *Postacquisition performance of acquiring firms*. Financial Management, 21(3): 69-79, 1992.

MACDONALD, J.M. *Research & Development and the directions of diversification*. The Review of Economics and Statistics, v.4, p. 351-374, 1985.

MACKINLAY, A.C. *Event studies in economics and finance*. Journal of Economic Literature, Nashville: American Economic Association, v. 35, n. 1, mar., 1997

MADURA, J. *International Financial Management*. 6th ed. South-Western College Publishing. Cincinnati, 2000.

MALATESTA, P. H. *The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms*. Journal of Financial Economics, 11: 155-181, 1983.

MANTECON, T. *Mitigating Risks in Cross-Border Acquisitions*. Journal of Banking & Finance, 33, pp. 640-651, 2009.

MARKIDES, C. C., & Ittner, C. D. *Shareholder benefits from corporate international diversification: Evidence from US international acquisitions*. Journal of International Business Studies, 25(2): 343-366, 1994.

MCWILLIAMS, A., & Siegel, D. *Event studies in management research: Theoretical and empirical issues*. Academy of Management Journal, 40(3): 626-657, 1997.

MIRANDA, J. C., Martins, L.. *Fusões e aquisições de empresas no Brasil*. Revista Economia e Sociedade, Campinas, p. 67-88, junho, 2000.

MOELLER, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. *Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions?* Research Technology Management, 46(6), 2003.

MOELLER, S. B., & Schlingemann, F. P. *Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions*. Journal of Banking and Finance, 29(3): 533-564, 2005.

MORCK, R. A., & Yeung, B. *Why investors value multinationality*. Journal of Business, 64(2): 165-187, 1991.

_____. *Internalization: An event-study test*. Journal of International Economics, 33(1-2): 41-56, 1992.

OECD. *Emerging multinationals: Who are they? What do they do? What is at stake?* Paris, 2006

PENROSE, E. *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford University Press: New York, 1959.

RASMUSSEN, U. W. *Aquisições, fusões e incorporações empresariais*. 1ª ed. São Paulo: Ed. Aduaneiras, 1989.

ROCHA, F.; Iootty, M.; Ferraz, J.C. *Desempenho das fusões e aquisições e rentabilidade na indústria brasileira na década de 90: A ótica das empresas adquiridas*. Revista de Economia Contemporânea, v.5, p. 69-72, 2001.

ROSSI, S., & Volpin, P. F. *Cross-country determinants of mergers and acquisitions*. Journal of Financial Economics, 74(2): 277–304, 2004.

SAPIENZA, H. J., Autio, E., George, G., & Zahra, S. A. *A capabilities perspective on the effects of early internationalization on firm survival and growth*. Academy of Management Review, 31(4): 914–933, 2006.

SCOTT, J.T. *Purposive diversification and economic performance*. Cambridge; Cambridge University Press. 1983.

SETH, A.. *Value creation in acquisitions: a reexamination of performance issues*. Strategic Management Journal, v.11, p.99-115, 1990a.

SETH, A., Song, K. P., & Pettit, R. R. 2002. *Value creation and destruction in cross-border acquisitions: An empirical analysis of foreign acquisitions of US firms*. Strategic Management Journal, 23(10): 921–940.

SHAN, W., & Song, J.. *Foreign direct investment and the sourcing of technological advantage: Evidence from the biotechnology industry*. Journal of International Business Studies, 28(2): 267–284, 1997.

TEECE, D. *Na economic theory of multiproduct firms*. Journal of Economic Behavior and Organization, v.3, p. 39-63, 1982.

TSANG, E. W. K., & Yip, P. S. L. *Economic distance and the survival of foreign direct investments*. Academy of Management Journal, 50(5): 1156–1168, 2007.

UHLENBRUCK, K.; Hitt, M.A.; Semadeni, M. *Market value effects of acquisitions involving internet firms: a resource-based analysis*. Strategic Management Journal, v.27, n.10, p.899-913, 2006.

VERGARA, Sylvia Constant. *Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração*. 9ª Ed. São Paulo: Atlas, 2007.

VERMEULEN, F., & Barkema, H. *Learning through acquisitions*. Academy of Management Journal, 44(3):457–476, 2001.

VIEIRA, E.. *Nova Geração*. Revista Indústria Brasileira. São Paulo, v. 85, p. 16 – 21, março 2008.

VILLALONGA, B.; McGaham, A.M. *The choice among acquisitions, alliances, and divestitures*. Strategic Management Journal, v.26, n.13, 2005.

WERNERFELT, B. *A resource-based view of the firm*. Strategic Management Journal, 5(2): 171–180, 1984.

WESTON, J. F.; Siu, J.A., Johnson, B.A. *Takeovers, restructuring, and corporate governance*. Prentice-Hall, Inc. 3rd ed., 2001.

WILLIAMSON, O. E. *Transaction-cost economics: The governance of contractual relations*. Journal of Law and Economics, 22(2): 233–261, 1979.

WOOD, A. *Diversification, merger and research expenditure*. Londres, Macmillan, 1971.

WRIGHT, P., Kroll, M., Lado, A., & van Ness, B. *The structure of ownership and corporate acquisition strategies*. Strategic Management Journal, 23: 41-53, 2002.

Outras Referências

Banco de Dados:

ANBID. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Merger & Acquisition Report. Acessado em: http://www.anbid.com.br/institucional/CalandraRedirect/?temp=3&proj=ANBID&pub=T&nome=sec_ESTATISTICAS_FINANCAS_fusoes&db. Dia 29.12.2011 às 08:00h.

BASE DE DADOS SOBRE OS PAÍSES INTEGRANTES DA OCDE. Acesso em: <http://www.oecd.org/general/listofocdmembercountriesratificationoftheconventionontheoecd.htm>. Dia 29.07.2011 às 08:35h.

BASE DE DADOS SOBRE OS PAÍSES DA CIA (Central Intelligence Agency- The World Factbook). Acesso em: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>. Dia 29.07.2011 às 08:40h.

BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo). Acesso em: <http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>. Dia 10.07.2011 às 08:00h.

CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Acesso em: www.cvm.gov.br. Dia 29.07.2011 às 08:20h.

DADOS E INFORMAÇÕES DISPONIBILIZADOS PELA BLOOMBERG. Acesso em: <http://www.bloomberg.com/> no 1º e 2º semestre de 2011.

DATASTREAM DATA BASE. Acesso em FEA USP Biblioteca 2º semestre de 2011.

ECONOMÁTICA SECURITIES FINANCIAL DATA. Acesso em FEA USP Biblioteca 1º semestre de 2012.

SIC – Classificação de setores industriais (Standard Industrial Classification) Acessado em: http://www.documents.dgs.ca.gov/pd/smallbus/std812_SIC_Codes_Mfr.pdf. Dia 29.07.2012 às 18:00h.

THE HERITAGE FOUNDATION WORLD DATA – Economic Freedom Index. Acessado em: <http://www.heritage.org/index/default> . Dia 29.07.2012 às 18:00h.

THOMSON PLATINUM FINANCIAL SECURITIES DATA – Base de dados obtido no dia 27.10.2011 às 16:39h.

THOMSON REUTERS. Acesso em FEA USP Biblioteca 1º semestre de 2012.

UNCTAD. 2006. World investment report: FDI from developing and transition economies: Implications for development. New York/Geneva: United Nations. Acesso em: <http://www.unctad-docs.org/files> . Dia 29.07.2011 às 08:00h.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK (Fundo Monetário Internacional). Acesso em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/index.aspx> . Dia 29.07.2011 às 08:15h.

APÊNDICE

Dados extraídos do banco de dados *Thomson SDC Platinum Database*.

FA_ID	Data_Annuncio	Adquirida	Pais_Target	Adquirente
1	10/2/08	Tereos	França	Açúcar Guarani SA
2	10/2/08	Sena Holdings Ltd	Moçambique	Açúcar Guarani SA
3	12/22/07	Quilmes Industrial SA	Argentina	AmBev
4	4/13/06	Quilmes Industrial SA	Argentina	AmBev
5	3/3/04	John Labatt Ltd	Canadá	AmBev
6	12/3/03	Cerveceria Suramericana SA	Equador	AmBev
7	10/14/03	Rivera-Bottling	Peru	AmBev
8	5/1/02	Quilmes Industrial SA	Argentina	AmBev
9	5/21/01	Cerveceria Internacional SA	Paraguai	AmBev
10	12/22/05	Laminadora Costarricense SA	Costa Rica	Arcelor Brasil SA
11	12/22/05	Trefileria Colima SA	Costa Rica	Arcelor Brasil SA
12	1/22/10	IBI México	México	Banco Bradesco SA
13	4/20/09	Banco Espirito Santo SA	Portugal	Banco Bradesco SA
14	11/21/00	Banco Espirito Santo SA	Portugal	Banco Bradesco SA
15	12/15/09	Banco Patagonia SA	Argentina	Banco Brasil
16	11/3/08	Banco Itau Europa SA Banespa	Cayman	Banco Itau SA
17	4/12/07	ABN Amro Private Banking	EUA	Banco Itau SA
18	12/26/06	Banespa Tokyo Deposit Remit	Japão	Banco Itau SA
19	11/28/06	BankBoston Trust Co Ltd	Bahamas	Banco Itau SA
20	11/28/06	BankBoston International	EUA	Banco Itau SA
21	8/3/06	BankBoston Chile	Chile	Banco Itau SA
22	4/24/06	BankBoston Uruguay	Uruguai	Banco Itau SA
23	6/13/00	America Online Latin America	EUA	Banco Itau SA
24	7/31/08	Logic Controls Inc	EUA	Bematech SA
25	7/27/11	Dow Chemical Polypropylene Bus	EUA	Braskem SA
26	2/1/10	Sunoco Chemicals Inc	EUA	Braskem SA
27	9/21/10	SDCN	Portugal	Cia Vale do Rio Doce SA
28	4/22/09	Undisclosed Coal Assets	Colômbia	Cia Vale do Rio Doce SA
29	1/30/09	Rio Tinto Ltd Potash Assets	Argentina	Cia Vale do Rio Doce SA
30	12/23/08	Cementos Argos SA Coal Mine	Colômbia	Cia Vale do Rio Doce SA
31	12/15/08	TEAL Exploration Mining Inc	Canadá	Cia Vale do Rio Doce SA
32	2/26/07	AMCI Holdings Australia Pty	Austrália	Cia Vale do Rio Doce SA
33	11/3/06	Inco Ltd	Canadá	Cia Vale do Rio Doce SA
34	8/11/06	Inco Ltd	Canadá	Cia Vale do Rio Doce SA
35	9/15/05	Canico Resource Corp	Canadá	Cia Vale do Rio Doce SA
36	1/22/03	Mo i Rana	Noruega	Cia Vale do Rio Doce SA
37	1/17/03	Elkem Rana AS	Noruega	Cia Vale do Rio Doce SA
38	4/5/11	Allus Global BPO Center	Argentina	Contax Participacoes SA
39	5/14/04	Santista Textil Chubut Assets	Argentina	Coteminas
40	5/10/06	Lusosider Projectos	Portugal	CSN
41	4/22/03	Lusosider	Portugal	CSN
42	6/21/01	Heartland Steel Machinery	EUA	CSN
43	6/30/09	Liveck SA	Uruguai	Cyrela Brazil Realty SA
44	8/23/10	American Plast SA	Argentina	Dixie Toga SA
45	3/17/10	American Plast SA	Argentina	Dixie Toga SA
46	8/12/10	Cleary Holdings Corp	Colômbia	Gerdau SA
47	12/19/08	Corporacion Sidenor SA	Espanha	Gerdau SA
48	10/10/08	Canos Cordoba SRL	Argentina	Gerdau SA

Continuação do quadro 2 – Dados da Amostra.

49	4/21/08	Corp Centroamericana del Acero	Guatemala	Gerdau SA
50	11/19/07	Quanex Corp	EUA	Gerdau SA
51	10/19/07	Corsa Controladora	México	Gerdau SA
52	6/18/07	Sizuca Siderurgica Zuliana CA	Venezuela	Gerdau SA
53	5/25/07	Multisteel Business Holdings	Republica Dominicana	Gerdau SA
54	5/2/07	Acerias Paz del Rio SA	Colombia	Gerdau SA
55	3/28/07	Grupo Industrial Feld	México	Gerdau SA
56	11/16/06	Empresa Siderurgica del Peru	Peru	Gerdau SA
57	6/28/06	Empresa Siderurgica del Peru	Peru	Gerdau SA
58	12/24/04	Grupo Siderurgico Diaco SA	Colombia	Gerdau SA
59	10/19/00	FLS Holdings Inc	EUA	Gerdau SA
60	7/26/11	Fogo de Chao Hldg LLC	EUA	GP Investimentos Ltda
61	7/20/11	Acarus Investments Ltd	Namíbia	HRT Africa Petroleo SA
62	7/20/11	Limpet Investments	Namíbia	HRT Africa Petroleo SA
63	6/20/11	Harmony Energy	Namíbia	HRT Africa Petroleo SA
64	2/24/11	UNX Energy Corp	Canadá	HRT Africa Petroleo SA
65	2/4/10	Hardinge Inc	EUA	Industrias Romi SA
66	6/1/11	Montich SA	Argentina	Iochpe Maxion SA
67	11/16/10	Nugar SAPI de CV Steel Wheels	México	Iochpe Maxion SA
68	8/4/09	ArvinMeritor Inc Wheels Plant	México	Iochpe Maxion SA
69	8/4/09	ArvinMeritor Inc Customer	EUA	Iochpe Maxion SA
70	7/3/06	Tallard Technologies Inc	EUA	Itautec SA
71	3/4/11	Rigamonti Salumificio SpA	Itália	JBS SA
72	12/14/10	Rigamonti Salumificio SpA	Itália	JBS SA
73	11/9/10	Pilgrims Pride Corp	EUA	JBS SA
74	7/14/10	Toledo Interfoods BVBA	Bélgica	JBS SA
75	7/14/10	Toledo International NV	Bélgica	JBS SA
76	7/14/10	Toledo Europe BVBA	Bélgica	JBS SA
77	3/5/08	Tasman Group Services	Austrália	JBS SA
78	3/5/08	Smithfield Beef Group Inc	EUA	JBS SA
79	12/6/07	Inalca SpA	Itália	JBS SA
80	8/21/07	Al Rent a Car	Argentina	Localiza Rent A Car SA
81	9/15/10	Vicinay Marine SL	Espanha	Lupatech SA
82	9/15/08	Norpatagonica SRL	Argentina	Lupatech SA
83	3/16/10	Metalpar Argentina SA	Argentina	Marcopolo SA
84	12/1/09	Metalpar Argentina SA	Argentina	Marcopolo SA
85	12/28/07	Loma Hermosa	Argentina	Marcopolo SA
86	6/14/10	Keystone Foods LLC	EUA	Marfrig Alimentos SA
87	9/22/09	Grupo Zenda	Uruguai	Marfrig Alimentos SA
88	7/28/08	Quickfood SA	Argentina	Marfrig Alimentos SA
89	6/23/08	Moy Park Ltd	Reino Unido	Marfrig Alimentos SA
90	8/25/08	Klimasan Klima Sanayi ve	Turquia	Metalfrio Solutions SA
91	1/18/11	Pulsa SA	Uruguai	Minerva SA
92	8/6/08	Friasa SA	Paraguai	Minerva SA
93	2/22/11	Block 4 Benin	Benin	Petrobras
94	1/26/10	Devon Energy Corp Cascade	EUA	Petrobras
95	11/5/09	Chevron Chile SAC	Chile	Petrobras
96	8/8/08	Esso Chile Petrolera Ltda	Chile	Petrobras
97	4/1/08	Tonen General Sekiyu KK Nishih	Japão	Petrobras
98	12/18/07	Pasadena Refining System Inc	EUA	Petrobras
99	11/1/07	Nansei Sekiyu KK	Japão	Petrobras
100	2/7/07	Edison SpA Exploration Block	Senegal	Petrobras

Continuação do quadro 2 – Dados da Amostra.

101	2/21/06	Turkiye Petrolleri AO Oil	Turquia	Petrobras
102	2/3/06	Pasadena Refining System Inc	EUA	Petrobras
103	12/22/05	Royal Dutch Shell Plc Fuel and	Paraguai	Petrobras
104	12/22/05	Royal Dutch Shell Plc-Fuel and	Uruguai	Petrobras
105	11/1/05	Gaseba Uruguay Gaz de FR	Uruguai	Petrobras
106	8/13/02	Petrolera Santa Fe	Argentina	Petrobras
107	7/22/02	Perez Companc SA	Argentina	Petrobras
108	7/22/02	Petrolera Perez Companc SA	Argentina	Petrobras
109	7/27/00	EG3 Astra Cia Argentina	Argentina	Petrobras
110	6/22/00	Gas TransBoliviano SA	Bolívia	Petrobras
111	8/19/05	Explr Blks 53 Gulf of Mexico	México	Petroquisa
112	12/6/10	Informatica Fueguina SA	Argentina	Positivo Informatica SA
113	4/7/11	Alpargatas SAIC	Argentina	Sao Paulo Alpargatas SA
114	10/6/09	Alpargatas SAIC	Argentina	Sao Paulo Alpargatas SA
115	10/10/07	Alpargatas SAIC	Argentina	Sao Paulo Alpargatas SA
116	11/17/08	Syncrologix	Argentina	Spring Wireless
117	5/13/10	FuturaGene PLC	Reino Unido	Suzano Holding SA
118	7/20/09	MDS SGPS SA	Portugal	Suzano Holding SA
119	6/20/05	Basell Polyolefins BV	Holanda	Suzano Holding SA
120	7/28/10	Portugal Telecom SGPS SA	Portugal	Telemar Norte Leste SA
121	5/11/11	Pulverlux SA	Argentina	WEG SA
122	5/25/10	Voltran SA de CV	México	WEG SA
123	5/25/06	Voltran SA de CV	México	WEG SA
124	4/24/06	Voltram	México	WEG SA
125	7/31/00	Intermatic	Argentina	WEG SA
126	7/31/00	BBC Brown Boveri Co Ltd	México	WEG SA
127	4/7/00	Morbe	Argentina	WEG SA
128	4/30/07	Embraco Europe Srl	Itália	Whirlpool Ltda

Quadro 2. Dados da Amostra.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da *Thomson Platinum Financial Securities Data* – Base de dados obtido no dia 27.10.2011 às 16:39h.