

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

DANIEL BARBOSA FEJGELMAN

Conexões políticas e o desempenho empresarial pós-aquisição no Brasil

SÃO PAULO - SP

2016

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

DANIEL BARBOSA FEJGELMAN

Conexões políticas e o desempenho empresarial pós-aquisição no Brasil

Dissertação apresentada à Escola de
Administração de Empresas de São Paulo, da
Fundação Getulio Vargas, em cumprimento
dos requisitos para obtenção do título de
Mestre em Administração Empresas.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Bandeira-de-
Mello

SÃO PAULO - SP

2016

Fejgelman, Daniel Barbosa.

Conexões políticas e o desempenho empresarial pós-aquisição no Brasil / Daniel Barbosa Fejgelman. - 2016.

75 f.

Orientador: Rodrigo Bandeira-de-Mello

Dissertação (mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Empresas - Fusão e incorporação. 2. Empresas - Aspectos políticos. 3. Agências reguladoras de atividades privadas. 4. Conselhos de administradores. 5. Bancos de desenvolvimento. 6. Desempenho. I. Bandeira-de-Mello, Rodrigo. II. Dissertação (mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 65.016.4

DANIEL BARBOSA FEJGELMAN

Conexões políticas e o desempenho empresarial pós-aquisição no Brasil

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo, da Fundação Getúlio Vargas, em cumprimento dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Administração Empresas.

Linha de Pesquisa: Estratégia Empresarial

Data de avaliação: 28/03/2016

Banca examinadora:

Prof. Dr. Rodrigo Bandeira-de-Mello
(Orientador), FGV-EAESP

Prof. Dr. Paulo Roberto Arvate
FGV-EAESP

Profa. Dra. Rosilene Marcon
UNIVALI

À minha esposa e aos meus pais

AGRADECIMENTOS

Agradeço imensamente ao meu orientador cujos *insights* de pesquisa sempre me colocaram muito à frente a cada reunião, em um patamar de pesquisa mais ambicioso. Agradeço muito aos membros da minha banca de qualificação principalmente por suas propostas e questionamentos, sempre muito construtivos.

Agradeço a professora Rosilene Marcon por expandir as minhas possibilidades de pesquisa e me defrontar com dados novos, permitindo construir juntos, bases de dados para o presente e futuro.

Agradeço aos meus colegas de mestrado e doutorado com os quais trilhei dificuldades, aprendizados e vitórias, com a ambição de estar sempre avançando.

Agradeço aos meus pais que me deram um apoio sobre-humano em todos os momentos que puderam em busca da minha felicidade.

Por fim, agradeço a minha esposa que viveu esta dissertação mais do que qualquer um, sempre me apoiando e acreditando em mim.

RESUMO

Este estudo buscou analisar o efeito das conexões políticas das empresas no nível do Conselho de Administração sobre o desempenho, após o processo de aquisição. Estudos anteriores já identificaram esta relação apontando efeitos, de positivos a neutros das conexões políticas sobre o desempenho, além de influenciar a frequência e o tamanho das operações (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013; LIU; WANG; ZHANG, 2013). Esta pesquisa estende tais análises aplicando o modelo para as empresas brasileiras além de incluir informações sobre o tipo de conexão política para avaliar diferentes impactos. Este estudo foi conduzido dentro do âmbito das empresas compradoras listadas na BM&Bovespa entre os anos de 1999 e 2014, utilizando modelos econométricos de *Propensity Score Matching* e dados em painel. Partindo da análise de currículos dos conselheiros, foram codificados os diferentes tipos de conexão, como instituições financeiras públicas e de desenvolvimento e agências reguladoras além das formas tradicionais de conexões políticas (FACCIO, 2006). Com base nos resultados foi encontrada uma associação entre as conexões com agências reguladoras e o desempenho pós-aquisição das empresas adquirentes, bem como indícios de uma relação entre os efeitos das conexões com bancos públicos e de desenvolvimento. Não foi possível apontar resultados para as conexões políticas tradicionais.

Palavras-chave: Atividade política corporativa; conselho de administração; desempenho pós-aquisição; bancos públicos e de desenvolvimento; agências reguladoras.

ABSTRACT

This study analyzed the effect of political connections in the board of directors on the performance post acquisition in Brazil. Prior studies already identified this relation showing positive to neutral effects on performance, frequency and size of deals (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013; LIU; WANG; ZHANG, 2013). This study aims to extend this analysis to Brazilian companies, including information regarding the type of connection in the model to evaluate different impacts. This study focused on listed acquiring companies in BM&FBvespa from 1999 to 2014 using propensity score matching models and panel data. The analysis of resumes from the members of the board allow the study of different connections such as state owned developmental financial institutions and regulatory agencies, going beyond the traditional definition of political connection (FACCIO, 2006). The results pointed towards a strong association between connections with regulatory agencies and performance on post deal performance of the acquirer. It also pointed towards a partial association on the connection with public and development banks. The effect of the traditional types of political connection could not be found.

Keywords: Corporate political activity; board of directors; post-acquisition performance; state-owned and development banks; regulatory agencies.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Ondas de Fusões.....	16
Quadro 2 - Métodos comuns de implementação do nacionalismo nas operações de M&A	23
Quadro 3 - Tipos de Performance.....	27
Quadro 4 - Origem dos Dados	70
Quadro 5 - Dados obtidos a partir das bases da CVM.....	70
Quadro 6 - Estratégia de pesquisa na base de dados Zephyr.....	71
Quadro 7 - Descrição dos tipos de operação	72

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Fusões e aquisições anunciadas - Mundo	15
Figura 3 - Fusões e aquisições anunciadas - Brasil	17
Figura 4 – Deals por origem do capital: Compra de participação acionária	18
Figura 5 - Atividade de Fusões e Aquisições por setor 2014	18
Figura 7 – Influência das variáveis de controle na relação entre APC e performance.....	37
Figura 8 – Número de transações por ano	49

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Informações das transações por tipo de conexão	49
Tabela 2 - Matriz de correlação	50
Tabela 3 – Balancemanto dos covariates	51
Tabela 4 – Resultados das regressões para cada tipo de pareamento	52
Tabela 5 – Resultados das regressões de dados em painel	53
Tabela 6 - Pareamento através de Radius Matching.....	74
Tabela 7 - Pareamento através de Kernel Matching.....	74
Tabela 8 - Pareamento através de Nearest Neighbour Matching	75
Tabela 9 - Resultados do teste Hausman	75

LISTA DE SIGLAS

APC – Atividade Política Corporativa

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CMV – Comissão de Valores Mobiliários

M&A – Mergers and Acquisitions

MTB – Market to Book

ROA – Return on Assets

TDR – Teoria de Dependência de Recursos

TMT – Top Management Team

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO.....	13
1.1.	Apresentação do Tema	13
1.2.	Justificativa do Tema.....	15
1.3.	Objetivos do Trabalho	19
1.4.	Estrutura da Dissertação	20
2.	BASE TEÓRICA.....	21
2.1.	Fusões e Aquisições	21
2.1.1.	Definição, contextualização e caracterização	21
2.1.2.	Fusões e Aquisições no Contexto da Teoria da Dependência de Recursos (TDR).....	24
2.1.3.	Desempenho das Operações de Fusão e Aquisição.....	25
2.2.	Atividade Política Corporativa (APC).....	28
2.2.1.	Definição, contextualização e caracterização	28
2.2.2.	Atividade Política Corporativa no Contexto da TDR.....	29
2.2.3.	Conselho de Administração e sua relevância para a atividade política corporativa.....	31
2.3.	Hipóteses	33
3.	METODOLOGIA.....	38
3.1.	Design da pesquisa	38
3.2.	Fontes de dados	39
3.3.	Variáveis.....	41
3.4.	Modelo e análise estatística	45
3.5.	Robustez	48
4.	ANÁLISE DOS RESULTADOS	49
4.1.	Estatísticas descritivas	49
4.2.	Apresentação dos resultados.....	51
4.3.	Análise dos resultados	54
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	57
5.1.	Conclusões.....	57
5.2.	Implicações práticas	59
5.3.	Limitações e sugestões de pesquisa futura	61
6.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	63
7.	APÊNDICES	70

1. INTRODUÇÃO

1.1. Apresentação do Tema

O tema principal a ser abordado por esta dissertação é a influência das conexões políticas, ou Atividade Política Corporativa (APC), sobre o desempenho financeiro, especificamente o Retorno Sobre Ativos (ROA), das empresas listadas na BM&Fvespa que realizaram aquisições no Brasil, entre os anos de 1999 e 2014. Este período foi escolhido por permitir a obtenção dos dados completos das três diferentes bases de dados utilizadas.

A Atividade Política Corporativa (APC) é um tema que apresenta um intenso debate na sociedade e no mundo acadêmico. A APC impacta o desempenho financeiro e os investimentos das empresas, bem como traz implicações para a sociedade ao colocar as empresas em primeiro plano, quando se trata das decisões do governo, alterando políticas públicas, regulações e outras medidas que beneficiem tais empresas (KEIM; BAYSINGER, 1988; MAHON; MURRAY, 1981). O relacionamento político de empresas com o governo, por meio de doações a campanhas de partidos políticos e candidatos, bem como a associação de atores com experiência política ou relações políticas, é um elemento importante para explicar diferenças no desempenho (CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012; PITTMAN, 1977; YOFFIE, 1988). As conexões

No contexto da APC, o conselho de administração possibilita o acesso a informações sensíveis sobre políticas e oportunidades de mercado, além de estabelecer conexões com órgãos do governo e diminuir a dependência externa, conforme indicado pela Teoria de Dependência de Recursos (TDR) (FACCIO, 2006; PFEFFER; SALANCIK, 1978). Apesar de, geralmente, apresentarem considerações estratégicas, as conexões políticas não são necessariamente visadas como forma de buscar valor ou benefícios às empresas, mas por pressões sociais e vieses dos administradores sobre o setor de atuação (HADANI; SCHULER, 2013).

As operações de Fusão e Aquisição / *Mergers and Acquisitions* (M&A) por sua vez, permitem, entre muitos outros aspectos, a redução da dependência externa, seja pela aquisição de competidores, fornecedores ou clientes, ou até mesmo pela diversificação do portfólio de produtos. Nesse contexto, a conexão política pode exercer um papel relevante para estas transações, permitindo o acesso a informações e oportunidades, como, por exemplo, oportunidades de financiamento.

Pesquisas anteriores sobre o tema mostram que as empresas colhem diferentes frutos dessa associação política na realização dos M&A (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013; DINÇ, 2005). Dessa maneira, este trabalho busca completar tais estudos permitindo uma avaliação dos efeitos dos diferentes tipos de conexão política sobre a performance das empresas.

Para este estudo, será considerada como aquisição a operação que transfere o controle para a empresa compradora, ou seja, que passa a deter 50% ou mais da empresa alvo. A transação pode ser de um total inferior a 50% contanto que a compradora passe, após a transação, a ter o controle.

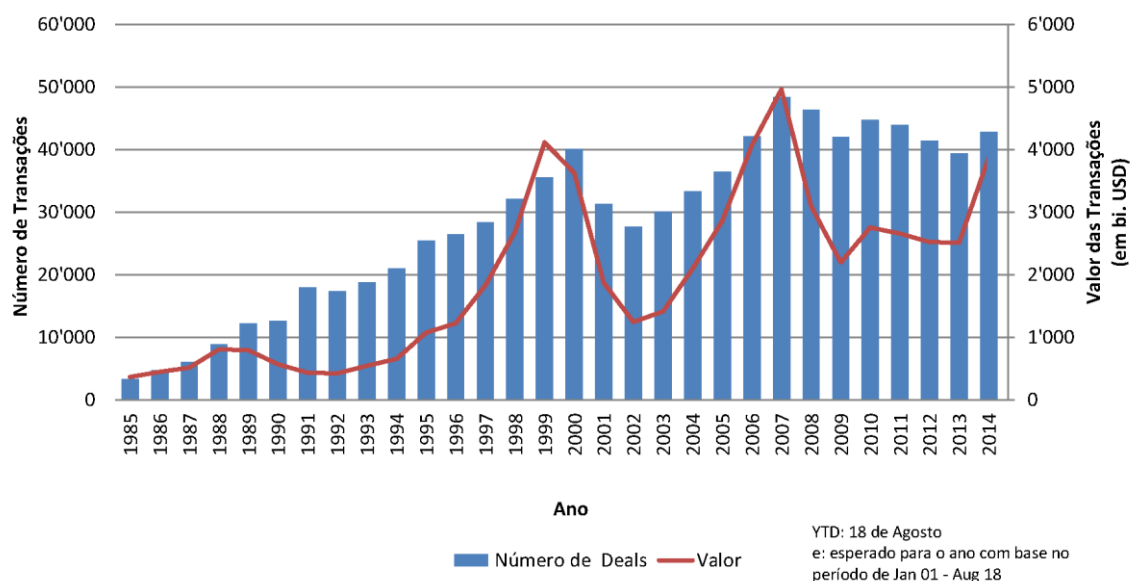
Assim, este estudo busca analisar as diferenças de desempenho das empresas que possuem conselhos politicamente conectados, comparativamente às empresas sem conexões, para avaliar o potencial deste tipo de ação.

1.2. Justificativa do Tema

A justificativa deste estudo compreende dois fenômenos, a Atividade Política Corporativa por meio dos *boards* e os processos de Fusão e Aquisição. Para as empresas, as Fusões e Aquisições podem funcionar como investimentos em diversificação da produção, expansão em novos mercados, como ganhos de eficiência, ou com focos estratégicos na concorrência e fornecimento (AKBULUT; MATSUSAKA, 2010; DEPAMPHILIS, 2013; PFEFFER, 1972b).

Alguns fatores externos podem motivar grandes movimentos de M&A como, excesso de liquidez dos mercados, desregulamentação aliada a movimentos ou alterações econômicas e tecnológicas (HARFORD, 2005). Estes movimentos podem levar o volume de aquisições a ápices ou a ondas, quando caracterizados por períodos mais longos e homogêneos de aquisições (LIPTON, 2006). Globalmente, as operações de fusões e aquisições movimentaram, somente em 2014, mais de 4 trilhões de dólares. A série representada pela Figura 1 apresenta um movimento crescente a partir dos anos 80, tanto em valores quanto em número de operações, até os anos 2000, quando se observa relativa estabilização da atividade de M&A, ainda assim marcado por picos de atividade em 1999-2000, atingindo o patamar de 40 mil transações anunciadas com valor total de 4 trilhões de dólares, e nos anos de 2006-2007 alcançando uma expansão de aproximadamente 20% do número de transações e valores do ápice anterior.

Figura 1 - Fusões e aquisições anunciadas - Mundo



Fonte: Thomson Financial, Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) analysis.

Parte desse movimento é explicado pela existência de ondas de Fusões e Aquisições. Estes fenômenos são influenciados por momentos históricos de oportunidades e outros fatores como crises e volatilidade dos mercados. É possível observar os picos de operações de M&A no Figura 1 acima, entretanto, as ondas de fusões e aquisições são observadas há mais de um século. O Quadro 1 abaixo apresenta as grandes fases que marcaram este período.

Quadro 1 - Ondas de Fusões

Nome	Período	Características Principais
Primeira onda de fusões	1897–1904	Consolidação Horizontal
Segunda onda de fusões	1916–1929	Consolidações Verticais
Terceira onda de fusões	1965–1969	Fusões de diversificação e formação de conglomerados
Quarta onda de fusões	1981–1989	<i>Takeovers</i> hostis, grande alavancagem de compradores financeiros, aquisições transnacionais
Quinta onda de fusões	1992–1999	Grandes operações, transnacionais e fusões estratégicas
Sexta onda de fusões	2003–2008	Aumento da influência de investidores de <i>Private Equity</i> e megafusões horizontais

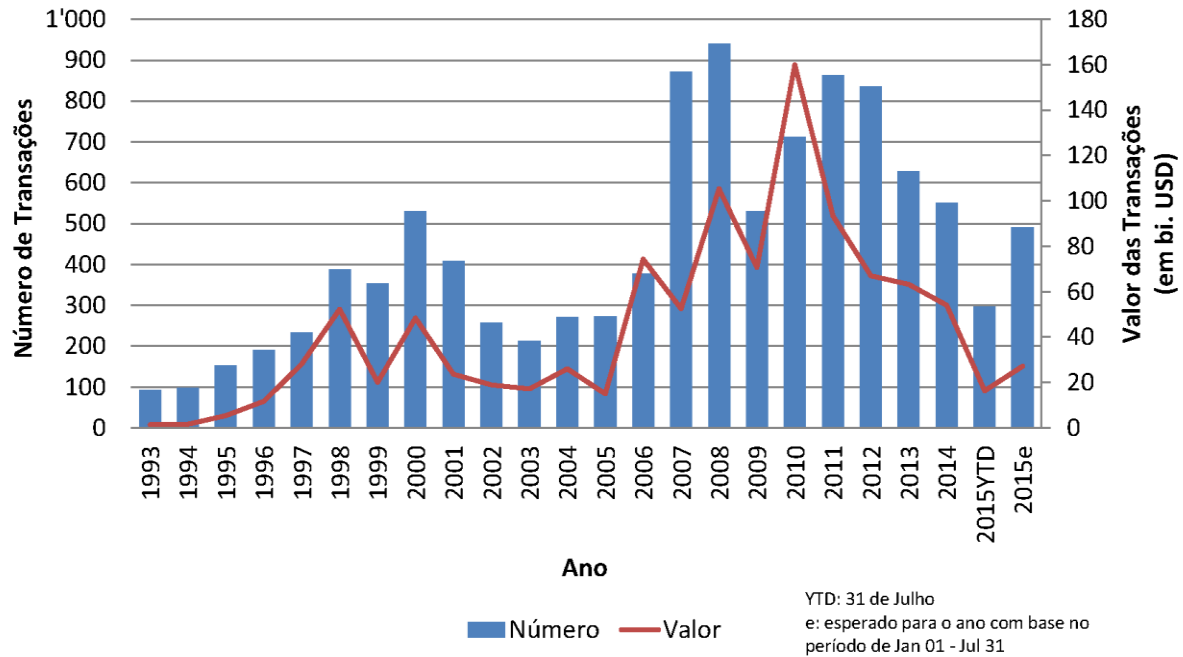
Fonte: (LIPTON, 2006)

No estudo da relação das conexões políticas com o desempenho, o Brasil apresenta um caso de interesse para análise. Primeiro pela existência já verificada das relações entre empresas e elementos políticos (CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012; COSTA; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012) bem como pelo relativo baixo desenvolvimento institucional, comparativamente a países mais desenvolvidos, o que aumenta o valor de tais conexões (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008). Segundo, por permitir a interação entre o estudo das conexões políticas tradicionais (FACCIO, 2006) e as relações com agências reguladoras e bancos públicos e de desenvolvimento (ECCO; CAMILO, 2013; LAZZARINI et al., 2015) na formulação de estratégias das empresas.

O cenário de operações de fusão e aquisição brasileiro observou uma aceleração no período após as medidas de liberalização realizadas durante o governo Collor, que abriu os mercados e promoveu desestatizações (MARION FILHO; VIEIRA, 2006), já partir de 2005, é possível observar uma mudança no padrão das operações que que obtiveram benefícios sobre o cenário

de crescimento global, com crédito amplo e crescimento da economia. Com a mudança do padrão de crescimento e de situação econômica, foi observado um esfriamento do mercado a partir de 2010.

Figura 2 - Fusões e aquisições anunciadas - Brasil

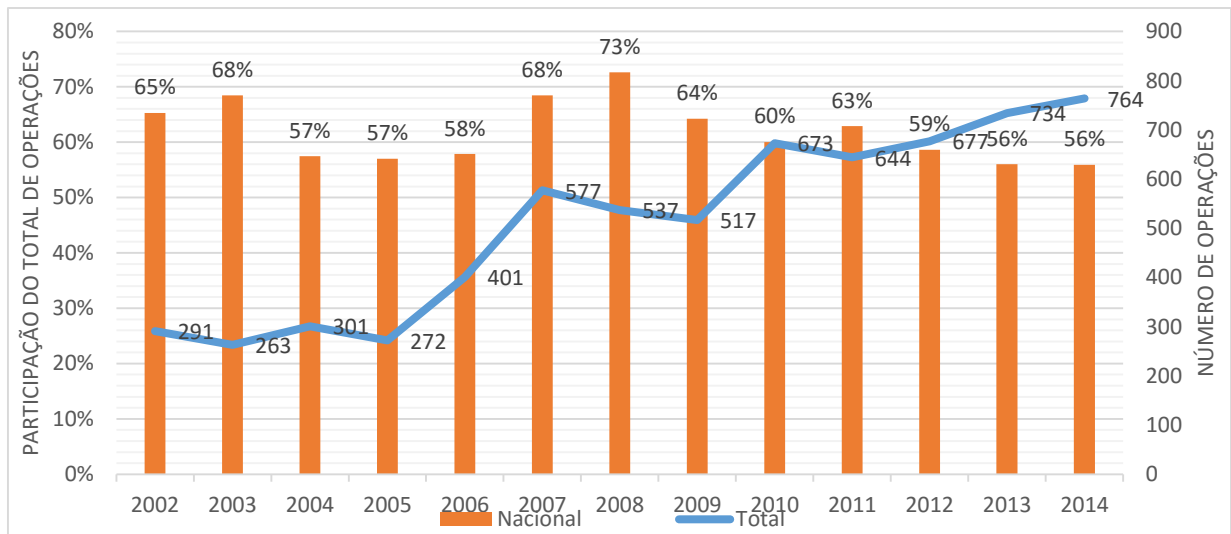


Fonte: Thomson Financial, Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) analysis.

© 2015 IMAA

Esses fatores também são explicados por relativo nacionalismo do governo que passa a incentivar a formação de campeões nacionais, ou seja, fusão de empresas nacionais para ficarem menos suscetíveis a aquisições estrangeiras, financiamento de transações por meio de instituições financeiras públicas ou fundos de pensão e por agir para garantir compradores nacionais para a transação (DINC; EREL, 2013). Ainda assim, é possível observar um elevado volume de transações internacionais, cuja empresa compradora apresenta capital estrangeiro, independentemente de apresentar subsidiária no país, conforme apresentado na Figura 3 abaixo.

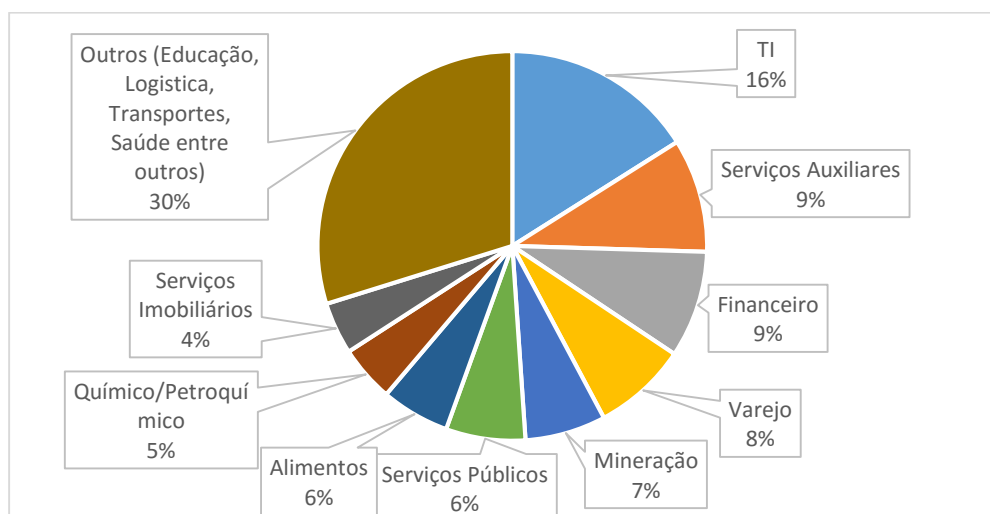
Figura 3 – Deals por origem do capital: Compra de participação acionária



Fonte: PWC, 2015 Nota: Transações divulgadas na imprensa. Não inclui joint-ventures, fusões, cisões e acordos.

As fusões no Brasil apresentam um padrão de diversificação e consolidação em muitos setores. Apesar da prevalência de setores básicos na pauta de exportação nacional, alguns setores mais dinâmicos, como os setores de Tecnologia da Informação, Bancário e de Serviços Auxiliares, apresentam um movimento de consolidação. As atividades em tais setores mostram a dinamicidade do perfil das operações de M&A no Brasil, conforme apresentado na Figura 4 abaixo.

Figura 4 - Atividade de Fusões e Aquisições por setor 2014



Fonte: PWC, 2015 Nota: Transações divulgadas na imprensa. Não inclui joint-ventures, fusões, cisões e acordos.

1.3. Objetivos do Trabalho

O objetivo principal desta dissertação é analisar a relação da Atividade Política Corporativa (APC), no nível dos conselhos de administração e diretoria, no desempenho empresarial pós-aquisição no Brasil, já que esta atividade pode prover um acesso a informações que reduzam a incerteza e a dependência com o ambiente externo (PFEFFER, 1972a). Ao acessar as informações sensíveis sobre regulações, políticas e oportunidades de mercado, as empresas podem realizar melhores operações e transações mais informadas. Ao mesmo tempo, estas transações podem não ser tão benéficas quando envolvem interesses do governo não alinhados aos das empresas (DINC; EREL, 2013; DINÇ, 2005).

Alguns estudos exploraram esta relação de forma ampla e verificaram relações positivas entre a APC e o desempenho pós-aquisição. Liu, Wang e Zhang (2013) encontraram para o caso chinês que as empresas politicamente conectadas apresentavam maior probabilidade de participar de M&A e que estes seriam de maior porte. Também foi encontrado que o impacto das conexões políticas seria positivo em empresas não estatais e negativo em empresas estatais.

A performance pós M&A para países com diferentes arranjos institucionais foi um aspecto investigado por (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013). Este estudo apontou que, nos países com instituições fortes, as empresas com conexões políticas tiveram uma performance inferior e, nos países com arranjos institucionais fracos, as empresas com conexões políticas apresentaram um desempenho pós M&A superior.

O presente estudo pretende investigar, a partir do acesso aos currículos do Conselho de Administração das empresas investigadas, qual o efeito das conexões políticas no desempenho pós-aquisição e mais especificamente, no que implicam os diferentes tipos de conexão dos conselhos de administração e diretoria.

Ao entender a dinâmica por detrás dos diferentes tipos de conexão é possível entender quais os tipos de benefícios e quais deles as empresas buscam na constituição de seus conselhos, bem como entender as implicações dos diferentes conselheiros.

1.4. Estrutura da Dissertação

Esta dissertação apresenta uma revisão teórica sobre a definição de Fusões e Aquisições, dos fatores que motivam tais transações e das suas implicações. Este fenômeno é contextualizado sob a ótica da Teoria de Dependência de Recursos, que apresenta a relação entre as empresas e o ambiente onde elas estão inseridas.

Posteriormente, é analisado o conceito de Atividade Política Corporativa (APC) como ferramenta de formulação de estratégia empresarial e o seu potencial efeito nos resultados das empresas. Dentre as diversas formas de APC possíveis, este estudo irá focar na presença de agentes politicamente conectados nos conselhos de administração e diretoria para estudar a performance pós-aquisição das empresas listadas na BM&FBovespa.

As hipóteses são desenvolvidas com base na literatura levantada e nas relações dos elementos chave deste estudo, ou seja, as conexões políticas, o tipo da conexão, a frequência e o tamanho das operações e o desempenho pós-aquisição.

Após a revisão teórica e a construção das hipóteses de trabalho, descreve-se o método de pesquisa com a respectiva justificativa de escolha e estrutura da pesquisa. Também são descritos outros pontos operacionais, como os critérios de seleção das empresas analisadas, as variáveis dos modelos, suas respectivas métricas e os critérios de construção da base de dados.

Os próximos passos da dissertação abarcam a consolidação da base de dados e aplicação do modelo, relacionamento das variáveis, análise dos dados e desenvolvimento das conclusões com sugestões de pesquisas futuras.

2. BASE TEÓRICA

2.1. Fusões e Aquisições

2.1.1. Definição, contextualização e caracterização

As fusões e aquisições são importantes oportunidades para a formulação de estratégia das empresas. Elas podem atuar como uma forma de rápida expansão da operação, como mecanismo de diversificação, para ganhos de *market share*, poder de mercado, consolidação de novos mercados ou a realização de oportunidades de mercado (DEPAMPHILIS, 2013).

Independentemente da ótica pela qual a operação é avaliada, o processo de fusão e aquisição é uma das decisões de investimentos tomada pelos gestores sêniores com maior impacto para as empresas (JENSEN; RUBACK, 1983).

A teoria econômica tradicional assume que as empresas realizam M&A quando percebem em tais operações um valor gerado maior que o valor obtido por outros investimentos, ou seja, um valor agregado na operação maior que o custo de oportunidade da operação. Nesse sentido, a literatura tradicional aponta os principais fatores que motivam tais transações, como segue:

- Sinergias operacionais, tais como economias de escala e escopo que aumentam a eficiência operacional das empresas e as tornam mais lucrativas. Esta geração de valor pode ser materializada por ganhos operacionais ou, alternativamente, por meio de uma gestão mais eficiente (DELONG, 2003; HOUSTON; JAMES; RYNGAERT, 2001);
- A aquisição pode ser motivada por fatores estratégicos como a redução do número de competidores com o consequente ganho de *Market Share* e poder de mercado nos preços. No contexto internacional, as aquisições podem ser realizadas para acelerar a entrada da empresa em novos mercados geográficos de relevância (SHERMAN, 2010);
- Algumas empresas buscam benefícios fiscais em aquisições. Seja pela integração das perdas de forma a reduzir o lucro e sua tributação posterior, pela utilização de créditos tributários ou outros benefícios e isenções fiscais de operações internas (DEPAMPHILIS, 2013);
- Eventualmente, empresas buscam a diversificação de suas operações, ou seja, quando as empresas pretendem atuar com novos produtos que têm maior crescimento ou públicos diferenciados. Esta estratégia pode reduzir os riscos por abordar diferentes

mercados e consumidores independentes (HYLAND; DILTZ, 2002). Entretanto, tais operações, geralmente, apresentam uma avaliação negativa do mercado, gerando menos valor que aquisições não diversificadas, sendo parte desta argumentação focada no pior resultado financeiro de empresas diversificadas e conglomerados (AKBULUT; MATSUSAKA, 2010; BERGER; OFEK, 1995; CAMPA; KEDIA, 2002);

- Conforme apontado na próxima seção da Teoria Dependência de Recursos (TDR), as empresas podem buscar se combinar com seus principais fornecedores e clientes para reduzir a interdependência e seus riscos (BURT, 1980; GALBRAITH; STILES, 1984). Como benefício, as empresas podem eliminar riscos associados à flutuação de preços de insumos e de falta de abastecimento (SHERMAN, 2010).

Além dos benefícios percebidos pelos compradores, outros fatores podem motivar as aquisições como falhas de mercado e de percepção sobre as condições do negócio. Os diversos fatores que levam a esse tipo de aquisição são:

- Problemas de agência entre os interesses dos gestores e dos *shareholders*. Isto ocorre enquanto os gestores percebem benefícios e prestígio de criar maiores empresas, com maior influência e maiores remunerações (DEPAMPHILIS, 2013; MASULIS; WANG; XIE, 2007);
- Falhas na correta valoração das empresas podem promover aquisições. Empresas subvalorizadas pelo mercado podem ser ótimos alvos para aquisições ou até mesmo, empresas supervalorizadas podem realizar compras utilizando seu *equity* (SHLEIFER; VISHNY, 2003);
- Otimismo e excesso de confiança pelo Top Management Team (TMT) é apontado como causa frequente de aquisições mal realizadas. Geralmente o presidente (CEO) que já realizou diversas transações pode acreditar que a sua avaliação é mais correta que a do mercado e agir com excesso de confiança (BILLETT; QIAN, 2008; MALMENDIER; TATE, 2008). Conforme apontado por Roll (1986), este fator também é conhecido como *hubris hypothesis*, na qual tais gestores destroem valor ao realizar propostas de compra por valores superiores aos valores de mercado.

Além dos fatores de mercado e fatores comportamentais que desencadeiam aquisições, o governo pode desempenhar um papel forte na fomentação de M&A. Dinc e Erel (2013)

apontam oito maneiras com as quais o governo pode fomentar o nacionalismo nos M&A a partir da coleta e análise de operações transnacionais executadas por diversos países da União Europeia conforme apresentado no Quadro 2 abaixo.

Quadro 2 - Métodos comuns de implementação do nacionalismo nas operações de M&A

Método	Observação
Regras Prudenciais para Empresas Financeiras	Alguns governos podem se opor a aquisição de empresas financeiras embasados em regras prudenciais mesmo que as operações ocorram dentro dos conformes operacionais e legais. Apesar de se basear somente na nacionalidade do adquirente, esta medida permite que o governo ganhe tempo enquanto busca por um <i>White Knight</i> ¹ para a negociação, ao invés de vetar a transação de imediato.
Interesse Público	A legislação Europeia sobre fusões e aquisições permite aos governos se oporem às aquisições para proteger interesses públicos. Apesar desta variável não ter uma definição clara, a comissão europeia precisa estar de acordo com o motivo antes de avançar o veto.
Persuasão Moral	O governo pode utilizar persuasão moral, ainda nos estágios de rumores, para deixar clara a posição do governo. Apesar de o governo não ter poder <i>de jure</i> ² contra a negociação, a empresa compradora sabe que irá enfrentar um governo hostil durante todas as questões regulatórias. Adicionalmente, o governo pode exercer um poder ainda maior se for um cliente representativo para a empresa.
<i>Golden Shares</i> ³ em Empresas Privatizadas	Em muitas empresas privatizadas o governo ainda detém <i>Golden Shares</i> , ou ações com direito ao veto sobre mudanças amplas na organização, como por exemplo, aprovar uma aquisição. Apesar de ser uma legislação nebulosa e possivelmente contestada internacionalmente, isso poder alterar a decisão de compradores internacionais.
Ganhar Tempo	Além das regras prudenciais para empresas financeiras, os governos podem utilizar-se de agências reguladoras, comissões e outros mecanismos para avaliar a transação e assim ganhar tempo para encontrar um comprador amigável. No entanto, o controle do governo sobre estes mecanismos varia bastante.
Providenciar Financiamento para Compradores Domésticos	Os governos, geralmente, dão suporte aos compradores domésticos providenciando financiamento para realizar a transação. O uso direto de recursos do governo não é muito comum, mas sim a utilização de fundos de pensão e de bancos públicos pelo o comprador ou para a fusão.

¹ Empresa que age como um comprador amigável em uma transação

² Do latim, pela lei, ou seja, que esteja determinado em lei.

³ Ações preferenciais de classe especial detidas pela união

Encontrar um <i>White Knight</i> ou <i>White Squires</i> ⁴	Esse é um dos mecanismos mais eficazes para bloquear uma transação não desejada. Enquanto se utiliza de mecanismos para ganhar tempo, o governo e a gestão procuram por um <i>White Knight</i> ou um <i>White Squire</i> . Geralmente isto é seguido de financiamentos vindos de instituições financeiras controladas pelo governo.
Criar Campeões Nacionais	Isto envolve a promoção da fusão de duas empresas domésticas na expectativa de criar uma nova empresa que é grande demais para ser adquirida por uma empresa estrangeira. O tamanho da empresa alvo é geralmente um fator suficiente para afastar aquisições, sendo uma movimentação bastante comum.

Fonte: (DINC; EREL, 2013)

2.1.2. Fusões e Aquisições no Contexto da Teoria da Dependência de Recursos (TDR)

A TDR é bastante utilizada para explicar o acontecimento de Fusões e Aquisições com muita evidência empírica. Desde sua concepção nos anos 60 e 70 (PFEFFER; SALANCIK, 1978; THOMPSON, 1967), a TDR se tornou um dos principais modelos teóricos para elucidar o acontecimento de Fusões e Aquisições.

A TDR explica a tomada de decisão das empresas modelando-as como um sistema aberto dependente de fatores contingenciais do ambiente externo (PFEFFER; SALANCIK, 1978). Esta teoria entende que as empresas não agem de forma autônoma, mas sim como uma rede de organizações interdependentes entre si; tal interdependência, quando somada à incerteza sobre as ações dos outros membros da rede, leva a ocasiões nas quais a sobrevivência e o sucesso da organização é incerto (PFEFFER, 1987).

As organizações na TDR agem para gerir as interdependências com o ambiente externo, sem nunca conseguirem extinguir tais interdependências, mas sim, criando novos padrões de dependência e interdependência que, eventualmente, alteram os padrões de poder das organizações (PFEFFER, 1987).

O poder para a TDR é um conceito muito importante. De maneira geral, a TDR caracteriza os relacionamentos entre as empresas como uma série de relações de poder baseadas na troca de recursos, ou, alternativamente, a TDR define o poder como o controle de recursos vitais para

⁴ Grupo minoritário amigável que se opõe à transação hostil

as organizações (ULRICH; BARNEY, 1984). Para lidar com as tais relações de poder, as organizações tendem a reduzir o poder dos outros membros da rede aumentando o seu poder na estrutura (HILLMAN; WITHERS; COLLINS, 2009).

Para Pfeffer (1987), os padrões de dependência e interdependência entre as organizações, além de gerarem poder externamente, acabam por gerar relações de poder internas à organização. As relações de poder internas e externas terminam por impactar o comportamento organizacional.

No contexto das operações de Fusão e Aquisição, a TDR coloca os gestores como os principais atores para reduzir a incerteza e a dependência com o ambiente externo. Pfeffer (1976) aponta os três motivos segundo os quais as empresas engajam-se em atividades de M&A:

- Estas operações reduzem a competição via aquisição de um competidor ou organização importante - este motivo se baseia nos estudos de Pfeffer (1972b) e é confirmado posteriormente por Galbraith e Stiles (1984);
- Gerenciam a interdependência de fornecedores ou clientes por meio de sua absorção – Burt (1980) mostra que a probabilidade de ocorrência de uma operação de M&A está relacionada a magnitude da interdependência das empresas;
- Pela diversificação das operações atuais e redução da dependência de outras organizações com as quais opera atualmente – por fim, Walter e Barney (1990) apontam que um dos objetivos da gestão nos processos de M&A é a redução da dependência das empresas no meio ambiente.

2.1.3. Desempenho das Operações de Fusão e Aquisição

O desempenho das Operações de Fusões e Aquisições é um tópico bastante debatido pelas áreas de estratégia e finanças e geralmente apontam resultados divergentes (MEGLIO; RISBERG, 2011).

A análise de retorno por dólar de operações de M&A feita por Dennis e McConnel (1986) apontou que, estatisticamente, os acionistas de empresas adquiridas e adquirentes apresentam ganhos ou, dependendo do tipo de acionista, ao menos não realizam perdas. A análise aponta

também que os valores monetários de ambas as partes, adquirente e adquirida, apresentam ganhos.

Sob a ótica da qualidade da gestão Lang, Stulz e Walkling (1989) analisaram a rentabilidade de operações e encontraram que os acionistas de empresas adquirentes com elevado Q de Tobin obtiveram maiores ganhos que acionistas de empresas adquirentes com menores Q de Tobin. Inversamente, acionistas de empresas alvo com Q de Tobin inferiores tiveram maiores ganhos comparativamente a acionistas de empresas com Q de Tobin maiores. Estes dados confirmam a hipótese de que negócios fechados entre adquirentes bem geridos e adquiridos mal geridos apresentam a maior criação de valor no agregado e, também, para cada parte em separado.

Outros estudos, entretanto, apontam variáveis que podem reduzir o valor da transação. Variáveis como diversificação da empresa adquirente, taxa de crescimento das empresas adquiridas e qualidade da gestão podem se refletir em retornos negativos para as empresas adquirentes (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1990).

De maneira geral, a literatura sobre o tema aponta que os acionistas das empresas alvo são os maiores beneficiados das transações, enquanto acionistas das empresas adquirentes apresentam resultados piores (WEIDENBAUM; VOGT, 1987). Geralmente, nos melhores casos de M&A os adquirentes apresentam *break-even* sendo que frequentemente são observadas perdas (BRUNER, 2004).

Yen e André (2007) colocam que apesar das fusões e aquisições terem sido um importante motor da performance empresarial nas últimas décadas, com empresas empenhando progressivamente mais recursos, os acionistas das empresas adquirentes, em média, sofrem destruição de valor ou, no máximo, uma situação de equilíbrio. A diferença de performance entre as empresas adquirentes e alvo foi captada por Franks e Harris (1989). Os autores apontaram que, próximos aos anúncios das transações, as empresas alvo obtiveram ganhos de 25 a 30 por cento, enquanto os adquirentes apresentaram ganhos modestos ou, até mesmo, nenhum ganho.

Em sua revisão da literatura que começa nos anos de 1970, Zollo e Meier (2008) mostram as variações entre os estudos de performance. Os autores apontam diferentes multiplicidades de métricas para objetividade da medida de performance, dos prazos e das unidades de análise. As métricas variam entre aspectos financeiros padronizados, até avaliações subjetivas de sinergias;

os prazos variam entre dias antes e após as operações, até horizontes de anos e as unidades de análise podem ser amplas como a organização ou mais restritas como a transação.

No mesmo sentido, Meglio e Risberg (2011) avaliam a ampla literatura existente e propõem uma tipologia para sistematizar os estudos de performance da área representado no Quadro 3 abaixo.

Quadro 3 - Tipos de Performance

Domínio da Performance	Tipo de Performance	Dimensões e Indicadores
Domínio financeiro	Performance de Mercado	Risco (ex. Alpha de Jensen, Beta)
		Valor de Mercado (ex. CAR, CAAR, RSH, APD, CPD)
	Performance Contábil	Lucratividade (ex. ROA, ROI, ROS, Receitas líquidas)
		Crescimento (ex. Crescimento das vendas)
		Alavancagem, Liquidez e Fluxo de Caixa (ex. Fluxo de Caixa)
Domínio não financeiro	Performance Operacional	Marketing (ex. <i>Market Share</i>)
		Inovação (ex. Número de patentes)
	Performance Geral	Produtividade (ex. Sinergias de custos)
		Sucesso (ex. Alcance dos objetivos do M&A)
		Sobrevivência (ex. desinvestimento e alienação)

Fonte: (MEGLIO; RISBERG, 2011)

Nessa direção, é importante ressaltar a falta de homogeneidade do construto e a necessidade de definir claramente os padrões utilizados nos modelos para não levar à comparações de resultados distintos (MEGLIO; RISBERG, 2011).

2.2. Atividade Política Corporativa (APC)

2.2.1. Definição, contextualização e caracterização

A Atividade Política Corporativa (APC) é um campo de estudo consolidado dentro da administração de empresas. Ele faz parte das estratégias de não mercado que buscam ações que impactam a sobrevivência da empresa fora dos mercados tradicionais, como por exemplo, as estratégias de Responsabilidade Social Corporativa (DOH; LITTELL, 2015), Investimentos Internacionais e Cultura (BANDEIRA-DE-MELLO, 2015), entre outros.

É possível definir APC como a atividade que tem o objetivo de influenciar o processo de tomada de decisão do governo ou suas partes, em favor dos interesses privados das empresas por meios financeiros ou com o uso de influência (LAWTON; MCGUIRE; RAJWANI, 2013). Esta relação demanda a utilização de modelos de governo auto interessados, *public choice*, ao invés dos modelos simples de governo focados na produção de bens públicos para a população (KEIM; ZEITHAML, 1986).

Há grande variabilidade no formato da APC, seja ela praticada por meio de lobby, doações à campanhas de partidos políticos ou candidatos específicos, compartilhamento de informações com políticos e reguladores, participação em comitês políticos ou comitês de formulação de políticas públicas (LAWTON; RAJWAN; JOHN, 2015).

Keim e Zeithaml (1986) apontaram os cinco principais tipos de APC nos Estados Unidos à época, como a construção de valor eleitoral, contribuições às campanhas, ações para influenciar a opinião pública, *lobbying* e construção de coalizões com grupos de interesse similares.

Alternativamente às doações de campanha como instrumento de Atividade Política Corporativa, Faccio (2006) aponta as conexões políticas por meio de conselhos de administração, executivos e *shareholders* como um mecanismo mais perene de atuação do que as doações pontuais às campanhas ou outras transferências de recursos. Neste contexto, Hillman (2005) analisa a associação de conselhos de administração conectados e encontra uma relação positiva com a performance de mercado.

Não existe um consenso entre os autores sobre os resultados da Atividade Política Corporativa para as empresas. Muitos estudos mostram a APC como tendo grande potencial de influenciar as atividades do governo com efeitos positivos sobre as empresa, seja pelo acesso a informações, influência ou redução de custos de transação e incertezas (HILLMAN;

ZARDKOOHI; BIERMAN, 1999) com influência no ambiente político externo em favor das empresas (BAYSINGER; KEIM; ZEITHAML, 1985).

Alguns estudos apontam para resultados positivos da Atividade Política Corporativa seja na performance de mercado (BONARDI; HOLBURN; VANDEN BERGH, 2006; DE FIGUEIREDO; SILVERMAN, 2006; NIESSEN; RUENZI, 2009), na performance financeira de valorização de mercado das empresas (HILL et al., 2013; WU, 2006) ou mesmo no aumento dos retornos futuros (COOPER; GULEN; OVTCHINNIKOV, 2010).

No entanto, apesar dos efeitos positivos assumidos, são poucos os estudos que defendem amplamente tal afirmação (LAWTON; RAJWAN; JOHN, 2015). Os estudos que apresentam tais resultados são geralmente específicos nas condições das práticas de APC e nos resultados observados dada a amplitude do construto e a força/sinal da associação.

Existe também um grande volume de estudos que apresentam resultados contraditórios sobre os benefícios de tais ações. Alguns autores apontam que os resultados de APC nem sempre são positivos (HADANI; SCHULER, 2013; PUCK; ROGERS; MOHR, 2013) e variam de acordo com as métricas de desempenho.

Sheng et al. (2011) mostram o exemplo do caso chinês no qual as atividades políticas não contribuíram para o crescimento de vendas e *market share* se comparado com as relações puramente comerciais. Outros estudos apresentam resultados negativos no valor de mercado da empresa e do desempenho de vendas nos casos de excesso de conexões políticas (HADANI; SCHULER, 2013). Por fim, a depender dos tipos de conexões políticas estabelecidas, as empresas podem enfrentar demandas excessivas que consomem o valor adicionado por tais conexões (SUN; MELLAHI; WRIGHT, 2012).

Como forma de pôr em prática a Atividade Política Corporativa, muitas empresas optam por realizarem doações às campanhas de partidos e candidatos (LAWTON; MCGUIRE; RAJWANI, 2013). Entretanto, algumas entram no debate político tardiamente e são forçadas a defender a posição da própria empresa na indústria ao invés de tomar uma postura mais ofensiva (HADANI; SCHULER, 2013).

2.2.2. Atividade Política Corporativa no Contexto da TDR

A Atividade Política Corporativa é um dos meios que a organização utiliza para alterar o seu meio ambiente de modo a torná-lo mais favorável para os seus interesses (PFEFFER; SALANCIK, 1978). O objetivo de tais ações pode ser a alteração ou criação de políticas, alteração de regulamentações e decisões de órgãos regulatórios que favoreçam as empresas (HILLMAN; WITHERS; COLLINS, 2009).

Hillman, Zardkoohi e Bierman (1999) apontam os benefícios da atividade política corporativa para diminuir a interdependência ambiental. Os autores se focam nos retornos anormais dos acionistas das empresas cujo Top Management Team havia sido eleito ou apontado para cargos da administração federal americana. Os retornos anormais apontam o benefício obtido das relações entre as empresas e os governos de acordo com a percepção do mercado.

Hillman (2005) encontra relação entre performance financeira e a presença de ex-políticos no conselho, principalmente em setores fortemente regulados. Outros estudos que analisam a performance operacional apontam que, no caso chinês, empresas com relações com o governo obtiveram ganhos de *Market Share*, sendo eles mais evidentes em casos de elevada dependência com o governo (PENG; LUO, 2000).

No contexto da Teoria de Dependência de Recursos, a pesquisa de Hillman, Withers e Collins (2009) aponta três principais características da Atividade Política Corporativa:

- A dependência com o meio ambiente no meio operacional da empresa está correlacionada com o nível de Atividade Política Corporativa;
- Empresas que operam nos mesmos ambientes terão padrões de APC similares;
- Benefícios relacionados à performance são obtidos pelas empresas que conseguem criar relações com o ambiente político.

2.2.3. Conselho de Administração e sua relevância para a atividade política corporativa

O conselho de administração é uma entidade estratégica para as empresas, que cria a ponte entre *shareholders* e gestores e, assim, desempenha um importante papel na governança da empresa (DEHAENE; DE VUYST; OOGHE, 2001). Os conselheiros são eleitos com o objetivo de fornecer aconselhamento, bem como a indicação, ou troca, dos CEOs, além de sua compensação.

Em específico, este estudo concentra-se no papel do conselho de orientar e ratificar decisões cruciais de investimento, como fusões, aquisições, gestão do patrimônio líquido e outros investimentos de elevado porte (FAMA; JENSEN, 1983).

Dentro deste amplo campo, destacam-se os estudos que abordam as relações sociais dos conselheiros na operação da empresa e sua capacidade de agregar visões, valores e recursos fora dos mercados tradicionais (JOHNSON; DAILY; ELLSTRAND, 1996; LYNALL; GOLDEN; HILLMAN, 2003; WESTPHAL, 1999). As relações dos conselhos de administração são de especial interesse na medida em que permitem alcançar um desempenho superior e serem utilizadas estrategicamente (BAZERMAN; SCHOORMAN, 1983; BOYD, 1990; BRENNAN, 2006; ZAHRA; PEARCE II, 1989).

O conselho de administração traz ganhos estratégicos às empresas porque permite o acesso a recursos, informações sobre cenários e eventos futuros (SCHULER; REHBEIN; CRAMER, 2002), adicionalmente reduz incertezas e custos de transação, (HILLMAN; ZARDKOOHI; BIERMAN, 1999) além de promover mais comprometimento na relação entre as empresas por meio da legitimidade dos conselheiros (WESTPHAL, 1999).

A literatura sobre os conselhos, frequentemente, estuda a sua estrutura e composição para assim compreender os fatores com maiores impactos para as empresas (YEN; ANDRÉ, 2007). Segundo os autores, a estrutura adequada dos conselhos combate problemas de agência e assim maximiza o valor para os acionistas. O conselho também é frequentemente utilizado como mecanismo de supervisão das decisões gerenciais, como as operações de Fusão e Aquisição (DEHAENE; DE VUYST; OOGHE, 2001).

Sob a TDR, Pfeffer (1972a) afirma que os conselhos permitem às empresas minimizarem sua dependência ou ganharem recursos, sendo mais eficazes quando satisfazem as necessidades

específicas das empresas. Pfeffer e Salancik (1978) sugerem que os conselheiros trazem quatro benefícios principais para as organizações:

- Informação na forma de aconselhamento;
- Acesso aos canais de informação entre as empresas e as contingências ambientais;
- Acesso preferencial à recursos;
- Legitimidade de suas decisões e empenhos.

Nesse sentido o conselho de administração permite realizar ganhos estratégicos em termos da estrutura e composição adequada e permitindo o acesso à informações e oportunidades. No contexto da Atividade Política Corporativa, o conselho é apontado como a maneira mais perene de se conectar com o ambiente político (FACCIO, 2006).

A contratação de conselheiros com histórico de atuação política e em órgãos governamentais é o principal meio de estabelecer tais conexões e diminuir a interdependência apontada por Pfeffer e Salancik (1978), além de ser mais efetiva que doações pontuais às campanhas políticas com resultados efêmeros (FACCIO, 2010).

Estes resultados são válidos inclusive em ambientes com fortes instituições e aparelhos legais, como os Estados Unidos. Goldman, Rocholl e So (2009) mostram que conselheiros politicamente conectados apresentam ganhos de valor de mercado para as empresas no período de anúncio de sua indicação.

Nesse sentido, o tipo de experiência anterior do conselheiro, sua passagem pela política e o tipo de conexões que possui, determina o seu valor para as empresas (LESTER et al., 2008). O capital social e humano, bem como o tempo entre a experiência e atuação, são mecanismos preditivos de sua atratividade para o mercado.

2.3. Hipóteses

Conforme visto nas seções anteriores, os conselhos conectados politicamente trazem acesso a informações e recursos que beneficiam a performance financeira das empresas (FACCIO, 2006; SCHULER; REHBEIN; CRAMER, 2002). No contexto das transações de M&A, a informação tem um papel crítico na avaliação de sinergias, do valor da aquisição em cenários futuros e de questões regulatórias (DINC; EREL, 2013; HOUSTON; JAMES; RYNGAERT, 2001; SHERMAN, 2010).

O acesso a informações chave facilitado pelos conselhos de administração permite a identificação de oportunidades de negócios, a resolução de incertezas nos investimentos e melhores estimativas dos benefícios gerados pelas sinergias (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013).

A conexão política dos conselhos das empresas também pode levar ao acesso a informações sensíveis por meio das redes sociais dos membros políticos. Informações sobre mudanças de políticas e eventos que impactam diretamente o setor podem alterar significativamente o valor percebido nas operações de M&A que levam a transações superiores (MCMILLAN; WOODRUFF, 1999; UZZI, 1999).

Ao discutir o papel da informação e comunicação nas transações de M&A, Cai e Sevilir (2012) apresentam uma série de benefícios. Dentre os maiores impactos na ocorrência de *deals* os autores apontam a redução de gastos com aconselhamento (*advisory*) e taxas pagas aos bancos de investimento em termos percentuais.

As trocas de informações entre as empresas ainda podem fornecer maiores poderes de barganha para as empresas adquirentes no momento das negociações, levando a menores prêmios (CAI; SEVILIR, 2012). Além disso, os adquirentes que tem acesso às informações estão em uma posição privilegiada em relação aos concorrentes por terem acesso às negociações (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013; CAI; SEVILIR, 2012). Informações sobre a cultura corporativa, práticas operacionais e criação de valor são informações que levam às melhores operações (CAI; SEVILIR, 2012).

Além do acesso à informação, o acesso à financiamentos é crucial para possibilitar a ocorrência de *deals*. Estudos como de Jensen (1986) mostram que maiores disponibilidades financeiras de fluxo de caixa levam a um maior número de operações de aquisição, assim como apontado por

Harford (2005) em relação ao excesso de financiamento, ambos levando tais empresas a tamanhos superiores ao ótimo.

Nesse sentido, as empresas que dispõem de conselheiros de instituições financeiras e com conexões relevantes conseguem obter melhores financiamentos e recursos para suas aquisições (MIZRUCHI; STEARNS, 1988, 1994). Este ponto é reiterado por Stearns e Mizruchi (1993) que complementam a lógica mostrando que o tipo de instituição financeira representado nos conselhos determina tanto o tipo e o volume de financiamentos obtidos, quanto as decisões de endividamento.

O passo seguinte na decisão de operações de M&A passa pela regulação e nos impactos que ela pode implicar na operação. Bris e Cabolis (2008) apontam que operações de aquisições devem estar bastante atentas às questões de regulação local e de políticas de antitruste que por vezes acabam invalidando aquisições e fusões. Nesse contexto as conexões políticas podem viabilizar negociações e aplicar padrões menos rígidos de avaliação concorrencial em *deals* conectados (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013).

Além de facilitar a ocorrência de M&As, as conexões com o governo podem gerar o aparecimento de um maior número de oportunidades para serem avaliadas como forma de manter o poder e os investimentos locais e também aumentar o tamanho médio das operações (LIU; WANG; ZHANG, 2013).

Este conjunto de fatores por si só levariam a concluir que as conexões políticas implicam, necessariamente, em resultados positivos, tanto na promoção de *deals* geradores de valor, quanto na seleção de operações mais lucrativas. Entretanto, conforme apresentado anteriormente, a literatura sobre M&As envolvendo empresas politicamente conectadas apresenta claros argumentos mostrando os potenciais negativos da relação com o governo.

Brockman, Rui e Zou (2013) argumentam que as relações políticas podem levar à M&As ruins para os acionistas quando a conexão exerce algum tipo de incentivo para a compra. Esta influência é clara em situações de potenciais falências, em setores importantes estrategicamente para a economia, ou para evitar demissões em massa (DINC; EREL, 2013).

Os interesses do governo nas operações podem facilitar ainda mais o acesso ao crédito viabilizando operações. Aliando problemas de agência e financiamento farto, as operações com

potenciais destrutivos de valor são realizadas com frequências maiores ainda (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008; DINÇ, 2005; KHWAJA; MIAN, 2005).

Neste contexto de influências divergentes sobre a performance e valor gerados pelas transações de M&A, este estudo pretende adicionar ao entendimento do fenômeno, o papel específico de cada tipo de conexão. Seguindo a análise do papel distinto do tipo de informação e capital social para as empresas (LESTER et al., 2008), será possível identificar fatores e padrões relacionados às transações.

Conforme apontado por Faccio (2006), estas relações podem se dar por meio de ex-políticos como senadores e deputados, entre outros, mas também, é possível identificar representação de instituições financeiras (LAZZARINI et al., 2015; MIZRUCHI; STEARNS, 1994; STEARNS; MIZRUCHI, 1993) e agências regulatórias (BAZERMAN; SCHOORMAN, 1983; HILLMAN; CANNELLA; PAETZOLD, 2000) de agências de regulamentação econômica (MCMILLAN; WOODRUFF, 1999).

Apesar da literatura apontar fatores com efeitos divergentes sobre a performance das operações, a primeira hipótese argumenta que as operações conectadas apresentam desempenhos pós-aquisição superiores. Este desempenho se justifica pelo maior acesso que as conexões políticas permitem sobre às informações-chaves da transação, bem como por condições facilitadas ao acesso a financiamentos mais vantajosos.

Assim, a primeira hipótese fica como:

H1: Empresas adquirentes com membros do conselho politicamente conectados apresentam um desempenho financeiro pós-aquisição superior, comparativamente às empresas adquirentes não conectadas.

Como forma de explorar os diferentes tipos de conexões existentes com o ambiente político, serão exploradas as relações das empresas com órgãos específicos que apresentam relação com a realização das fusões e aquisições. Tais relações podem ser com conselhos de regulação econômica, agências reguladoras nos casos de empresas sujeitas à regulação (BONARDI; HOLBURN; VANDEN BERGH, 2006; HOLBURN; VANDEN BERGH, 2014) e relacionamento com bancos públicos e de desenvolvimento econômico (DINC; EREL, 2013; LAZZARINI et al., 2015; UZZI, 1999).

Assim, a segunda hipótese apresenta:

H2: Outros tipos de conexão dos conselheiros apresentam efeitos sobre o desempenho financeiro pós-aquisição das empresas adquirentes.

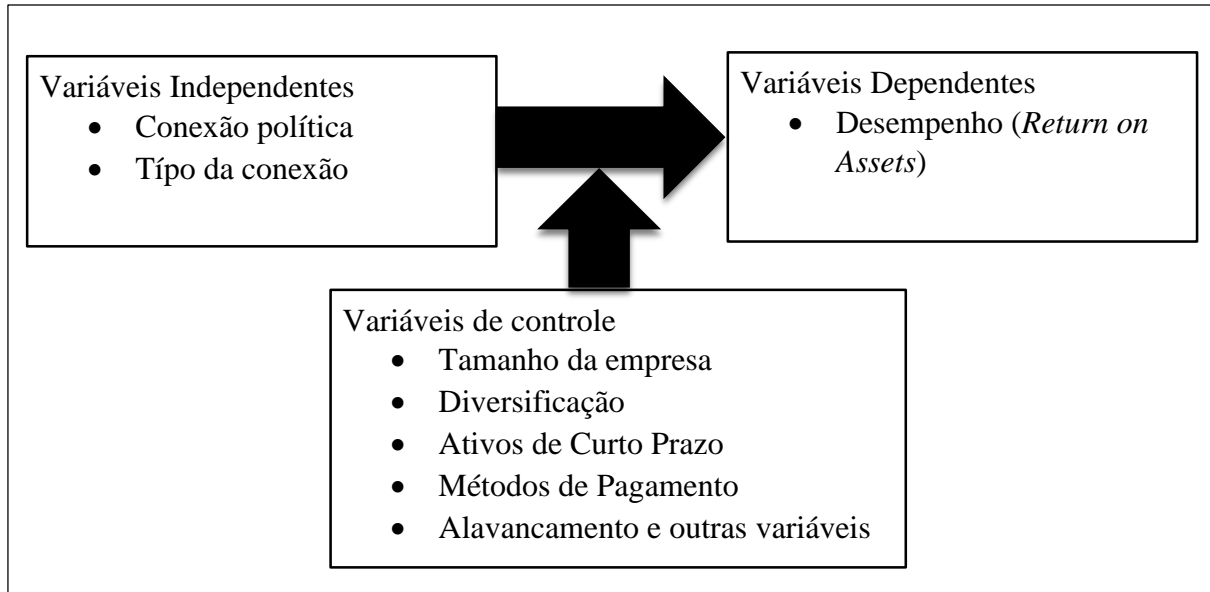
Esta hipótese se divide inicialmente em duas sub-hipóteses para os principais tipos de instituições cujas conexões são debatidas pela literatura. A conexão com bancos públicos e de desenvolvimento que permitam financiamentos para aquisições e/ou condições diferenciadas para aquisições de interesse do governo (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008; DINÇ, 2005). A segunda é a conexão política com agências reguladoras, órgãos de concorrência econômica dentre outros que tenham poder deliberativo sobre a realização de operações de M&A e tenham acesso às informações relevantes sobre as empresas do setor (BONARDI; HOLBURN; VANDEN BERGH, 2006; MCKAY; YACKEE, 2007). Assim as sub-hipóteses apresentam:

H2a: Empresas com conexões políticas com bancos públicos e de desenvolvimento apresentam um desempenho financeiro pós-aquisição superior comparativamente às empresas não conectadas.

H2b: Empresas com conexões políticas com agências reguladoras apresentam um desempenho financeiro pós-aquisição superior comparativamente às empresas não conectadas.

A Figura 5 abaixo apresenta a relação entre as variáveis implicadas pelas hipóteses. A dinâmica da relação é dada pelo vetor horizontal que apresenta a relação principal do estudo para as conexões políticas e os tipos de conexões sobre as variáveis de desempenho. O vetor vertical apresenta as variáveis de controle que moderam as relações apresentadas. De forma a permitir uma visão mais clara de todas as variáveis elencadas pelo modelo, as mesmas estão elencadas na seção 3.3.

Figura 5 – Influência das variáveis de controle na relação entre APC e performance



3. METODOLOGIA

3.1. Design da pesquisa

É difícil realizar o estudo dos efeitos das conexões políticas sobre os resultados das empresas que realizaram transações de fusão e aquisição. Isto pois a existência de conexões políticas no *board* das empresas não é dada de forma aleatória, ou de forma a obter uma amostra controlada. Sem tal mecanismo de atribuição aleatória da variável de tratamento, que no caso deste estudo são conexões dos conselhos de administração, os mecanismos de análise estatística tradicional apontariam resultados viesados pela auto-seleção e endogeneidades.

Diferentemente de experimentos de ramos da ciência em que é possível controlar tal auto-seleção, os estudos em administração de empresas raramente podem contar com experimentos controlados. A falta de controle para estes fatores pode implicar em problemas de endogeneidade e invalidar as conclusões.

De forma a se aproximar de uma metodologia de experimento, este estudo irá fazer uso de uma ferramenta estatística de pareamento, ou seja, de seleção de observações de maneira a formar uma amostra mais homogênea possível, restando como fator diferenciador dos grupos de tratamento e controle apenas a conexão selecionada. O modelo utilizado para selecionar as firmas adquirentes foi o *Propensity Score Matching* que será explorado em mais detalhes na seção 3.4, na página 42.

A utilização deste modelo tem por objetivo reduzir os vieses na estimativa do efeito do tratamento que é dado pelas variáveis independentes da regressão. Desta maneira, será possível que a diferença entre as amostras selecionadas seja reduzida apenas ao tratamento. Para este caso, a variável de tratamento são as conexões dos membros do conselho.

Após realizado o pareamento por diferentes abordagens do *Propensity Score Matching*, serão realizadas regressões nas amostras pareadas, verificando antes os resultados para cada um dos pareamentos. Por fim, os resultados encontrados em tais regressões serão confrontados com o modelo de dados em painel. Esta modelagem permite controlar para os efeitos específicos intra-firmas que ainda não tenham sido controlados pelo pareamento.

3.2. Fontes de dados

O primeiro passo para a elaboração deste estudo foi a montagem da base de dados das aquisições pelo uso da base de dados Zephyr combinados com os dados obtidos das bases de dados Orbis do Bureau Van Dijk e da Economatica. A relação de empresas que serão utilizadas neste estudo será de empresas listadas na BM&FBovespa no momento da aquisição ou fusão.

O foco dessa pesquisa são as empresas adquirentes listados BM&FBovespa no momento da operação. Esta relação foi obtida por meio das bases de dados Orbis e Economatica. Para a seleção das transações foi utilizado a base de dados Zephyr do Bureau van Dijk, especializada em operações de Fusão e Aquisição.

A base de *deals* Zephyr apresenta uma ampla disponibilidade de dados de transações, reportando as operações por localização geográfica das empresas, bolsas de valores em que são negociadas, percentual adquirido e setores de atuação, dentre diversos outros dados característicos. Isto permite realizar a definição dos *deals* escolhidos conforme definido pela estratégia de pesquisa presente no Quadro 6 **Error! Reference source not found.** do Apêndice I. Esta tabela apresenta a estratégia de pesquisa, com os critérios indicados na seleção com um total de 620 transações.

Para este estudo foram selecionados os dados de transações já finalizadas de empresas adquirentes listadas na BM&FBovespa na data da transação, para transações de fusão e aquisição, em que haja obrigatoriamente a transferência de controle. Esta definição é importante para evitar o uso de transações em que haja apenas a variação de participação acionária sem a transferência do controle da empresa.

Os dados das transações foram então pareados com as informações de adquirentes utilizando o registro das empresas na base de dados Orbis, ou seja, que partilha da mesma codificação Bureau van Dijk.

Em seguida, foram localizadas cada uma das empresas selecionadas pelos *deals* dentro das bases de dados Economatica. Esta fase coletou dados das seções de demonstrativos financeiros e indicadores financeiros com periodicidade trimestral, além dos indicadores de mercado com periodicidade diária. Tais periodicidades seguem a lógica da divulgação de balanços e de datas de operação da bolsa de valores respectivamente.

Estas seções da base de dados Economatica abrangem todas as variáveis selecionadas a partir da literatura para a caracterização das empresas, quais sejam, o ROA, Valor de Mercado, Reservas de Dinheiro e Investimentos de Curto Prazo, a razão *Market-to-Book*, o Total de Ativos, o Total de Passivos cuja seleção será definida na Seção 3.3.

Por fim estes dados foram vinculados a uma terceira fonte de dados, relativa aos currículos dos conselheiros das empresas disponibilizados pela CVM e pelo sistema DIVEXT. Esta informação foi o principal insumo para a elaboração da base de dados e a variável explicativa do modelo, a conexão política.

Como variável explicativa do modelo serão codificadas as informações dos conselheiros das empresas para cada ano com base nos dados da CVM, antiga plataforma DIVEXT, na qual constam as informações relativas aos últimos cinco anos de experiências relevantes dos conselheiros. Os dados dos conselheiros serão classificados com a *dummy* de envolvimento político se houver histórico de participação no executivo e no congresso nacional (FACCIO, 2006).

Esta seção de currículos foi alvo de uma codificação sistemática que permitiu identificar a conexão política por meio da passagem dos conselheiros pela política, seu cargo no governo e pela atuação em bancos públicos e de desenvolvimento como o BNDES, agências reguladoras, e, assim, capturando mais informações que a definição clássica de conexões políticas (FACCIO, 2006).

3.3. Variáveis

Neste trabalho a variável dependente é o Retorno Sobre os Ativos ou, *Return On Assets* que mede o desempenho da empresa em termos de sua operação, frequentemente utilizada para avaliar o desempenho da empresa adquirente pós-aquisição por não apresentar efeitos dos mercados financeiros, e sim os resultados operacionais (MEGLIO; RISBERG, 2011; VAN HOORN; VAN HOORN, 2011). Dentre as variáveis da base de dados Economatica esta variável foi construída como a razão entre a Receita Líquida Operacional e o Total de Ativos. Esta variável, de medida de desempenho foi coletada para cinco períodos diferentes como forma de garantir a avaliação consistente da performance. Os períodos analisados foram: O trimestre imediatamente anterior a transação, o período de ano antes e os períodos de três anos seguintes à aquisição (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013).

Este estudo se focou no uso de métricas financeiras de performance. As variáveis de performance associadas a valorização de mercado e risco não foram inclusas no modelo pelo seu potencial endógeno entre a percepção de mercado e as conexões políticas. As variáveis independentes do modelo seguiram as contribuições de estudos anteriores para a seleção de variáveis (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013; CAI; SEVILIR, 2012; LIU; WANG; ZHANG, 2013). A seleção se focou em características das transações e características das empresas, sendo que as variáveis de pareamento se referem apenas às características das empresas.

A variável explicativa do modelo que nos permitirá avaliar as hipóteses levantadas anteriormente são as variáveis de conexão política (FACCIO, 2006), agências reguladoras (BONARDI; HOLBURN; VANDEN BERGH, 2006; HOLBURN; VANDEN BERGH, 2014) e bancos públicos de desenvolvimento econômico (DINC; EREL, 2013; LAZZARINI et al., 2015; UZZI, 1999).

Cada uma das variáveis de conselho conectado é definida em mais profundidade como segue:

- Conexões no Executivo – (topofficials): Conexões no executivo é uma variável *dummy* que apresenta o valor 1 para atuação no executivo como Presidência da República, Vice-Presidência da República e Ministérios e 0 caso contrário (FACCIO, 2006; BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013; LIU; WANG; ZHANG, 2013);

- Conexões no Senado e Câmara – (parliamentmembers): Conexões no Senado e Câmara é uma variável *dummy* que apresenta o valor 1 para atuação no Congresso Nacional (FACCIO, 2006; BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013; LIU; WANG; ZHANG, 2013);
- Conexões com Bancos Públicos e de Desenvolvimento – (publicbanks): Conexões com Bancos Públicos e de Desenvolvimento é uma variável *dummy* que apresenta o valor 1 para atuação em Bancos públicos e Bancos de desenvolvimento como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, dentre outros, e 0 caso contrário (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008; DINÇ, 2005);
- Conexões com Agências Reguladoras – (regulatoryagencies): Conexões com Agências Reguladoras é uma variável *dummy* que apresenta o valor 1 para atuação em agências reguladoras como, por exemplo, Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis, Agência Nacional de Vigilância Sanitária, Agência Nacional de Transportes Terrestres, Agência Nacional de Transportes Aquaviários, Agência Nacional de Telecomunicações, Agência Nacional de Saúde Suplementar, Agência Nacional de Mineração, Agência Nacional de Energia Elétrica, Agência Nacional de Aviação Civil, Agência Nacional de Águas ,dentre outras e 0 caso contrário (BONARDI; HOLBURN; VANDEN BERGH, 2006; MCKAY; YACKEE, 2007).

A literatura define como controles variáveis em dois níveis, primeiramente, para o nível da firma como valor de mercado, alavancamento, razão *market-to-book*, Q de Tobin e retorno para no período anterior. O segundo nível de análise consiste das variáveis da sobre a transação como o valor da transação, diversificação, alvo listado, alvo de setor regulado, transação exclusivamente em dinheiro, oferta amigável e tamanho relativo da transação.

Cada uma das variáveis de controle no nível da empresa adquirente é definida em mais profundidade como segue:

- Valor de mercado - (marketcapitalization): O valor de mercado da empresa adquirente é obtido através da multiplicação da cotação de fechamento das ações pela quantidade de ações emitidas pela empresa (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013; CHEN; HARFORD; LI, 2007; LIU; WANG; ZHANG, 2013);
- Alavancamento - (leverage): O alavancamento da empresa adquirente é calculado pela razão entre as colunas de passivos totais e ativos totais dos demonstrativos financeiros

das empresas da base de dados da Economatica (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013; CHEN; HARFORD; LI, 2007; LIU; WANG; ZHANG, 2013);

- Razão Market-to-Book - (mtbratio): A razão entre o preço da ação e o preço patrimonial da ação é obtido pela divisão da cotação da ação dos dados de mercado pelo valor patrimonial da ação calculado para a empresa adquirente (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013; CHEN; HARFORD; LI, 2007);
- Q de Tobin - (qtobin): O Q de Tobin é obtido somando-se o valor contábil dos ativos com o valor de mercado da empresa adquirente, subtraindo-se o valor contábil do patrimônio líquido, deste resultado é realizada a divisão pelo valor contábil dos ativos (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013);
- Retorno no Período Anterior - (priorreturn): O retorno do período anterior é dado pelo retorno sobre os ativos quatro trimestres antes da data da transação (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013; LIU; WANG; ZHANG, 2013).
- Ativos de Curto Prazo e Caixa – (cashholdings): É a soma de todos os ativos de curto e curtíssimo prazo com o caixa disponível da empresa adquirente (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013).
- Tamanho – (size): É dado pelo logaritmo natural do valor de mercado da empresa adquirente, ou seja, da multiplicação da cotação de fechamento das ações pela quantidade de ações emitidas (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013; CHEN; HARFORD; LI, 2007; LIU; WANG; ZHANG, 2013).

Cada uma das variáveis de controle no nível da transação é definida em mais profundidade como segue:

- Valor da transação - (dealvalue): O valor da transação obtido da consolidação dos valores pagos nos diversos tipos de pagamentos - dinheiro, ações, dívidas, pagamentos postergados e outros (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013);
- Diversificação - (diversify): A diversificação é uma variável *dummy* que apresenta o valor 1 para transações que envolvem duas empresas, adquirente e adquirida, da mesma classificação de 12 setores Fama-French. A variável assume valor 0 nos casos em que ambas as empresas sejam do mesmo setor (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013);

- Alvo Listado - (listedtarget): Alvo Listado é uma variável *dummy* que apresenta o valor 1 para empresas adquiridas que são atualmente listadas ou que já foram listadas antes da aquisição, e 0 no caso da empresa adquirida não ter sido listada anteriormente (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013);
- Alvo de Setor Regulado - (regulatedtarget): Alvo de setor regulado é uma variável *dummy* que apresenta o valor 1 para empresas adquiridas que atuem nos setores SIC 6000-6999 e 4900-4999, caso contrário a variável assume valor 0 (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013);
- Transação Exclusivamente em Dinheiro - (cashonly): Transação exclusivamente em dinheiro é uma variável *dummy* que apresenta o valor 1 para transações cujo único meio de pagamento foi dinheiro e 0 para transações que contaram com mais de uma fonte de pagamentos (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013);
- Oferta Amigável - (tenderoffer): Oferta amigável é uma variável *dummy* que apresenta o valor 1 para transações que tenham sido classificadas como oferta pública de aquisição amigável e 0 caso contrário (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013);
- Tamanho Relativo da Transação - (relativesize): O Tamanho relativo da transação é construído a partir da razão entre o valor da transação pelo valor de mercado da empresa adquirente (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013).

3.4. Modelo e análise estatística

O modelo utilizado para avaliar o efeito das conexões políticas sobre o desempenho das empresas após eventos de fusões e aquisições será o *Propensity Score Matching*, como mecanismo de seleção da amostra e, posteriormente, foram rodadas as regressões sobre o desempenho, conforme construído por Brockman, Rui e Zou (2013). Este método é desejável dado o caráter endógeno da conexão política e da transação, ou seja, uma vez que a determinação da conexão política e a realização da transação não é dada de forma aleatória, busca-se controlar os outros fatores que diferenciam as transações para que a diferença entre elas seja reduzida apenas para a conexão política.

O *Propensity Score Matching* gera um vetor de propensão que será utilizado para realizar o pareamento das variáveis ao invés de utilizar as características das observações. Em resumo, o vetor de propensão é calculado como um *probit* sendo $D=1$, o grupo de tratamento e $D=0$, o grupo de controle como segue:

$$p(x) = \text{prob}(D = 1|x) = E(D|x)$$

Para tanto, serão utilizados três métodos de pareamento como forma de robustez para a seleção dos eventos, o *Nearest Neighbor Matching*, o *Radius Matching* e o *Kernel Matching*. Com este passo, procura-se garantir que as múltiplas abordagens produzam robustez nas características distintas de cada pareamento a fim de que não fragilizem os resultados, assim, somente os resultados coerentes com os três pareamentos serão considerados durante a análise (ANGRIST; PISCHKE, 2008).

O modelo de pareamento *Nearest Neighbor Matching* realiza o pareamento de uma observação do grupo de tratamento com uma observação do grupo não tratado pelo vetor de propensão mais próximo. Este procedimento pode ser utilizado com ou sem reposição de observações, sendo que a utilização de reposição apresenta o *trade-off* entre menor viés e maior variância na amostra selecionada, além de aumentar a qualidade do pareamento (CALIENDO; KOPEINIG, 2008). Para este estudo será utilizado o padrão com reposição de forma a reduzir o viés para níveis aceitáveis (GRILLI; RAMPICHINI, 2011), ou seja, inferiores a 5%, o que pode ser verificado nas tabelas de balanceamento de *covariates* apresentada na seção 4.2. Também é possível realizar o procedimento de replicação da amostra para o pareamento ou *oversampling* e utilizar mais de um vizinho mais próximo (*Nearest Neighbor*) porém, de forma a evitar a

necessidade de calibração do modelo com os pesos das observações e a decisão arbitrária do número de vizinhos (GRILLI; RAMPICHINI, 2011) esta opção não será utilizada.

O *Radius Matching* procura atacar a principal fragilidade do método de *Nearest Neighbor Matching* de que a próxima observação pareada esteja muito distante da observação de tratamento. Isso é realizado pela determinação de uma distância máxima imposta pelo modelo de pareamento, ou *caliper* (CALIENDO; KOPEINIG, 2008). A metodologia proposta por Dehejia e Wahba (2002) apresenta um modelo em que o pareamento é realizado dentro da especificação do *caliper* para o *Nearest Neighbor* das observações dentro do espaço delimitado para evitar o risco de pareamentos mal feitos.

Por fim, o *Kernel Matching*, diferentemente dos outros dois métodos, apresenta a média ponderada dos indivíduos do grupo de controle como métrica de pareamento, ao invés das observações propriamente ditas, reduzindo a variância por utilizar mais informações no processo (CALIENDO; KOPEINIG, 2008).

Para os três modelos, para cada observação do grupo de tratamento i (grupo das empresas que apresentam conexões políticas) será determinada uma observação do grupo de controle j (grupo das empresas que não apresentam conexões políticas) cujas características pareadas sejam mais próximas, ou mais semelhantes. Formalmente:

$$\min \|p_i - p_j\|$$

O modelo estima a diferença entre os grupos de tratamento e de controle, porém, uma vez que os dados não seguirem distribuições independentes tal comparação precisa ser ajustada. Assim, os fatores de *matching* ajudam a encontrar o grupo de controle mais próximo do grupo de tratamento para estimar o efeito médio do tratamento. Formalmente isto é dado pela *Average Treatment Effect on the Treated* (ATT) com o modelo de *Propensity Score*:

$$ATET = E(\Delta|p(x), D = 1) = E(y_1|p(x), D = 1) - E(y_0|p(x), D = 0)$$

O modelo de pareamento conforme construído por (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013) coloca as variáveis da firma como *covariates*, ou seja, o valor de mercado, a razão *market-to-book*, o Q de Tobin, o retorno no período anterior, sendo que o balanceamento dos *covariates* será explorado na seção 4.2.

Com a seleção da amostra realizada e garantindo que o pareamento reduza o viés para níveis aceitáveis, pelos três diferentes métodos, será estimado o modelo de regressão de acordo com as especificações sugeridas pela literatura com o modelo de regressão linear OLS para os grupos pareados (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013; DEHEJIA; WAHBA, 1999; ROSENBAUM; RUBIN, 1983). Conforme indicado por Brockman, Rui e Zou (2013), esta metodologia está cada vez mais aceita e permite avançar com as observações e resultados por eles observados (REEB; SAKAKIBARA; MAHMOOD, 2012; TUCKER, 2010). Assim, os modelos de regressão sobre o desempenho foram modelados da seguinte forma:

$$\text{Desempenho} = \beta_0 + \beta_1 \text{Conexão} + \beta_2 \text{Controles} + \varepsilon$$

Onde:

$$\text{Conexão} = (\text{topofficials}, \text{parliamentmembers}, \text{publicbanks}, \text{regulatoriagencies})$$

E:

Controles

= (diversify, cashonly, tenderoffer, relativesize, tobinq, leverage, priorreturn, size, cashholdings, list

Neste modelo o Y é o desempenho determinado pelo ROA que está em função da conexão política que se divide em conexões no executivo (topofficials) e conexões do legislativo (parliamentmembers), conexão bancos públicos e de desenvolvimento (publicbanks) e conexão com agências reguladoras (regulatoryagencies), ou seja, o tratamento que divide ambos os grupos para os diferentes modelos. Os fatores de controle são o Q de Tobin (tobinq), tamanho (size), alavancamento (leverage), alvo listado (listedtarget), Market-to-book (MTB), Retorno passado (priorreturn) diversificação (diversify), transação exclusivamente em dinheiro (cashonly), oferta amigável (tenderoffer) e tamanho relativo da transação (relativesize).

3.5. Robustez

Como forma de avaliar os resultados das regressões anteriormente apresentadas, ou seja, que utilizaram as amostras pareadas pelo *Propensity Score Matching*, será utilizada adicionalmente a metodologia de dados em painel como forma de avaliar as mesmas proposições, controlando para os efeitos individuais das próprias empresas.

Esta metodologia é útil para diminuir os vieses causados por variáveis não observadas específicas de cada empresa, funcionando como um controle para a heterogeneidade. O modelo pode ser representado por uma equação linear dada por:

$$Y_{ij} = \alpha_i + \beta X_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

Sendo os subscritos i indicativo do indivíduo e j do tempo em anos.

Dentro dessa metodologia é possível a utilização de dois tipos de abordagens, a primeira, de efeitos variáveis, assume que o fator α , ou seja, as características de cada empresa são independentes e identicamente distribuídas, tendo média 0, variância σ_α^2 e não estar correlacionado com os regressores nem com o erro.

Já a segunda abordagem, de efeitos fixos, assume que o fator α é fixo no tempo e que pode ser correlacionado com os outros regressores.

A escolha dentre as metodologias foi realizada por meio do teste de Hausman, cuja hipótese nula coloca os interceptos individuais como não correlacionados com os outros regressores. No caso de a hipótese nula não ser rejeitada, é possível utilizar a metodologia de efeitos aleatórios com resultados consistentes e eficientes. Já no caso de rejeição da hipótese nula, a estimação via efeitos aleatórios não irá alcançar resultados consistentes e deverá então ser utilizada a metodologia de efeitos fixos.

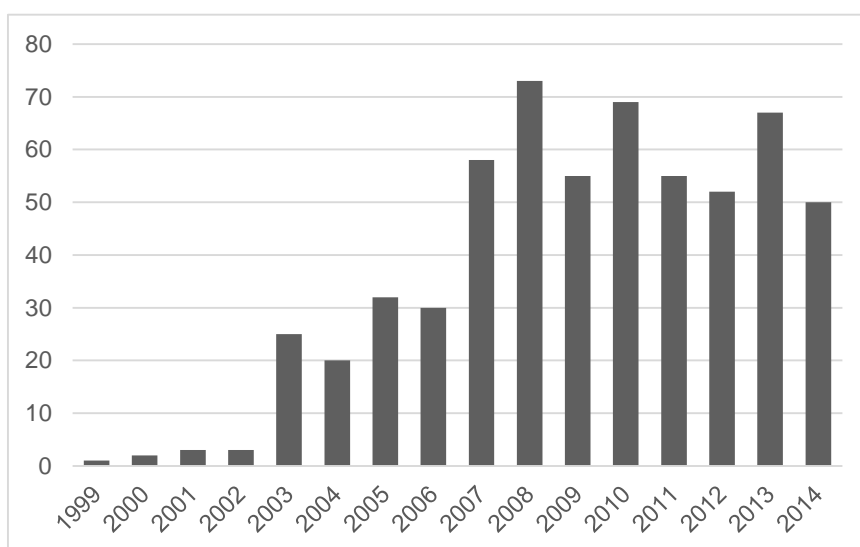
Após a determinação do tipo de estimação da regressão de dados em painel, deverá ser verificado se os resultados encontrados são consistentes com os resultados das regressões obtidos pelo pareamento.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1. Estatísticas descritivas

Como mostra a Figura 6 abaixo, os dados coletados para as 620 transações contemplam o período de 1999 a 2014, dos eventos na base de dados Zephyr com os critérios de busca especificados anteriormente e disponível no Apêndice I.

Figura 6 – Número de transações por ano



Fonte: Zephyr - Bureau van Djik

As transações foram separadas de acordo com as conexões selecionadas como representado na Tabela 1 abaixo. A seguir é possível avaliar o número de transações conectadas e não conectadas para cada uma das variáveis, bem como o percentual de transações em cada categoria. As colunas seguintes, de tamanho relativo, alavancamento, *market-toBook*, valor de mercado e ROA apresentam as médias das variáveis por tipo de conexão. A última linha apresenta a média para o total de transações.

Tabela 1 - Informações das transações por tipo de conexão

	Valor	Transações	% de Transações	Tamanho Relativo	Alavancamento	Market-to-Book	Valor de Mercado	ROA
Topofficials	0	407	65,6%	0,037	0,376	2,856	11.375.808.906	0,22
	1	213	34,4%	0,037	0,429	2,348	38.181.463.415	0,22
Parliamentmembers	0	581	93,7%	0,038	0,394	2,753	17.326.539.671	0,22
	1	39	6,3%	0,025	0,413	1,654	68.693.611.111	0,28
Publicbanks	0	411	66,3%	0,040	0,387	2,867	11.816.328.249	0,21
	1	209	33,7%	0,031	0,413	2,231	41.240.000.000	0,25
Regulatoryagencies	0	570	91,9%	0,036	0,397	2,684	23.199.614.822	0,23
	1	50	8,1%	0,043	0,375	2,407	6.588.075.000	0,13
Total/Média	-	620	100%	0,037	0,395	2,657	21.647.134.465	0,22

Fonte: Elaboração própria

A Tabela 2 a seguir apresenta a matriz de correlação para as variáveis utilizadas nos modelos de regressão como segue: roayear1, roayear2, roayear3, leverage, marketcapitalization, mtbratio, priorreturn, qtobin, cashonly, diversify, relativesize e tenderoffer. As três primeiras variáveis apresentam os retornos para os três anos seguintes à transação, seguidos dos controles para as firmas e, por fim, os controles para as transações.

Tabela 2 - Matriz de correlação

	roayear1	roayear2	roayear3	leverage	marketcap	mtbratio	priorreturn	qtobin	cashonly	diversify	relativesize	tenderoffer
roayear1	1.000											
roayear2	0.901	1.000										
roayear3	0.903	0.915	1.000									
leverage	0.401	0.445	0.360	1.000								
marketcap	0.095	0.055	0.058	0.047	1.000							
mtbratio	0.052	-0.235	0.046	-0.121	0.007	1.000						
priorreturn	0.514	0.449	0.462	0.348	0.061	0.078	1.000					
qtobin	0.101	0.070	0.084	0.133	0.927	-0.001	0.087	1.000				
cashonly	0.092	0.062	0.046	0.086	0.041	0.017	0.075	0.050	1.000			
diversify	-0.105	-0.118	-0.059	-0.209	-0.259	0.094	-0.059	-0.245	-0.124	1.000		
relativesize	-0.041	0.009	-0.015	0.112	-0.110	-0.088	-0.009	-0.110	-0.028	0.077	1.000	
tenderoffer	0.009	0.011	0.020	-0.003	-0.022	0.001	-0.027	-0.008	-0.031	-0.021	0.051	1.000

Fonte: Elaboração própria

Estes resultados permitem avaliar a priori as correlações entre as variáveis e a natureza do sinal da relação. Os dados da parte superior direita foram omitidos por serem idênticos aos valores da parte inferior esquerda. Além disso, a diagonal principal é composta de valores unitários por serem a correlação da variável contra ela mesma.

4.2. Apresentação dos resultados

Os modelos de *Propensity Score Matching* estruturados anteriormente permitiram a seleção da amostra pareada. De forma a manter um número razoável de observações no modelo de regressão, foram utilizados parâmetros restritivos na elaboração do vetor de propensão que permitisse alcançar os níveis adequados de viés, ou seja, de no máximo 5% para a amostra pareada (GRILLI; RAMPICHINI, 2011).

A Tabela 3 apresenta as variáveis utilizadas no pareamento sendo que para cada uma são apresentadas as informações para as observações pareadas e não pareadas. O grupo pareado apresenta a designação M ou *Matched* enquanto as observações não pareadas apresentam a designação U ou *Unmatched*. Para cada um dos pareamentos são apresentadas as informações de viés bem como o módulo da redução em pontos percentuais deste viés. É válido ressaltar que as amostras pareadas e não pareadas variam dentre as três diferentes estratégias de pareamento.

Tabela 3 – Balancemanto dos covariates

	Unmatched Matched	Radius Matching		Kernel Matching		Nearest Neighbour Matching	
		%Viés	%Redução viés	%Viés	%Redução viés	%Viés	%Redução viés
marketcapitalization	U	40.9		40.9		40.9	
	M	0.8	98.2	1.6	96.2	1.5	96.3
mtbratio	U	2.5		2.5		2.5	
	M	-1.8	26.6	-4	-61.7	-4.7	-93.4
qtobin	U	42.8		42.8		42.8	
	M	1.4	96.6	0.4	99.2	1	97.7
priorreturn	U	-12.9		-12.9		-12.9	
	M	4.4	66	0.8	94.1	2.6	79.8

Fonte: Elaboração própria

As quatro variáveis utilizadas para realizar o pareamento, o valor de mercado, a razão *market-to-book*, o Q de Tobin e o retorno no período anterior, conforme apontadas por Brockman, Rui e Zou (2013), apresentaram reduções de viés até os níveis desejados (inferiores a 5%), que podem ser observadas na coluna de redução, em módulo, do viés. Cada uma das linhas representa os pares de dados pareados (*matched*) e não pareados (*unmatched*), seguidos dos vieses para cada grupo e da redução percentual do viés.

Em seguida foram realizadas as regressões estruturadas para os três anos de observações de maneira sequencial, divididas pelas três abordagens de pareamento (*Radius Matching*, *Kernel Matching* e *Nearest Neighbor Matching*). As primeiras quatro variáveis da regressão apresentam as variáveis explicativas construídas com base nas hipóteses. Em seguida, as

variáveis de controle, os dados de número de observações e o R^2 ajustado. É válido notar que o número de observações utilizadas é decrescente para os anos, dado que nem todas as observações apresentam dados de três anos à frente, quais sejam, as observações dos anos de 2014 e 2013.

Tabela 4 – Resultados das regressões para cada tipo de pareamento

	Radius Matching			Kernel Matching			Nearest Neighbour Matching		
	roayear1	roayear2	roayear3	roayear1	roayear2	roayear3	roayear1	roayear2	roayear3
topofficials	0.04 (1.64)	0.02 (0.76)	-0.01 (-0.28)	0.02 (1.00)	-0.00 (-0.13)	-0.02 (-0.87)	0.01 (0.38)	-0.05 (-1.24)	-0.07* (-1.68)
parliamentmembers	-0.10* (-1.70)	-0.08 (-1.32)	-0.07 (-1.29)	-0.08 (-1.60)	-0.07 (-1.16)	-0.05 (-1.02)	0.08 (0.74)	0.07 (0.70)	0.01 (0.08)
publicbanks	0.03 (1.08)	0.03 (1.02)	0.07** (2.18)	-0.01 (-0.34)	0.00 (0.04)	0.04 (1.16)	-0.01 (-0.22)	0.03 (0.61)	0.09* (1.83)
regulatoryagencies	0.06* (1.95)	0.15*** (4.05)	0.12** (2.26)	0.07** (1.99)	0.15*** (3.73)	0.10* (1.82)	0.07* (1.77)	0.15*** (3.02)	0.13* (1.69)
leverage	0.01 (0.17)	0.06 (0.79)	0.04 (0.46)	0.12 (1.61)	0.17** (2.14)	0.14* (1.84)	0.18** (2.18)	0.20* (1.90)	0.14 (1.28)
diversify	0.01 (0.48)	-0.01 (-0.18)	0.01 (0.54)	0.01 (0.49)	-0.00 (-0.03)	0.00 (0.10)	0.06 (1.63)	0.05 (1.33)	0.07** (2.01)
cashonly	0.08 (1.40)	0.12* (1.96)	0.10* (1.97)	0.12** (2.12)	0.16*** (2.67)	0.14*** (2.70)	0.12* (1.91)	0.11 (1.59)	0.10* (1.67)
tenderoffer	-0.14** (-2.45)	-0.16*** (-2.68)	-0.15** (-2.01)	-0.15** (-2.55)	-0.15** (-2.33)	-0.12 (-1.50)	-0.16** (-2.07)	-0.22* (-1.71)	-0.22 (-1.56)
relativesize	-0.08 (-1.18)	-0.07 (-0.64)	-0.02 (-0.12)	-0.16** (-2.07)	-0.17 (-1.46)	-0.12 (-0.90)	-0.25** (-2.49)	-0.16 (-1.16)	-0.04 (-0.23)
qtobin	-0.00 (-1.35)	-0.00 (-1.49)	-0.00* (-1.68)	-0.00* (-1.97)	-0.00** (-2.04)	-0.00** (-2.30)	-0.00** (-2.39)	-0.00** (-2.29)	-0.00* (-1.75)
priorreturn	1.19*** (5.38)	0.98*** (4.69)	0.94*** (4.22)	0.90*** (4.93)	0.74*** (4.23)	0.68*** (3.92)	0.66*** (5.35)	0.65*** (4.27)	0.58*** (3.34)
size	-0.07** (-2.17)	-0.09*** (-3.01)	-0.10*** (-3.00)	-0.05 (-1.45)	-0.08** (-2.31)	-0.08** (-2.28)	-0.09** (-2.39)	-0.10** (-2.32)	-0.11** (-2.48)
cashholdings	0.00** (2.25)	0.00*** (2.80)	0.00*** (2.85)	0.00*** (3.03)	0.00*** (3.42)	0.00*** (3.70)	0.00*** (3.51)	0.00*** (3.38)	0.00*** (3.25)
listedtarget	0.01 (0.26)	-0.02 (-0.33)	-0.03 (-0.57)	0.05 (0.97)	0.01 (0.17)	0.00 (0.00)	0.06 (0.86)	0.07 (0.57)	0.05 (0.39)
Constant	0.65** (2.12)	0.79*** (2.96)	0.88*** (2.96)	0.44 (1.38)	0.68** (2.24)	0.70** (2.24)	0.74** (2.17)	0.85** (2.21)	0.98** (2.39)
Observations	199	176	139	213	189	151	229	203	162
Adjusted R-squared	0.538	0.530	0.500	0.493	0.501	0.484	0.437	0.440	0.384

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Fonte: Elaboração própria

Avaliando-se os resultados da regressão é possível observar alguma variação nos resultados das regressões para as variáveis de conexões no executivo (topofficials), conexões do legislativo (parliamentmembers) e conexão com bancos públicos e de desenvolvimento (publicbanks). Tais coeficientes significativos são, em sua maioria, marginalmente significantes e inconsistentes dentre os diferentes métodos de pareamento. Salvo o efeito dos bancos públicos que se mostrou parcialmente relevante, apesar de não ser significativo no pareamento por *Kernel Matching*.

Para as conexões com agências reguladoras (regulatoryagencies) no entanto, o resultado mostrou-se consistente através dos diferentes modelos de pareamento. A significância dos resultados pode ser verificada durante os três anos analisados com o maior coeficiente e a maior significância durante o segundo ano. Isso indica que os efeitos mais visíveis sobre o desempenho podem ser verificados mais fortemente dois anos após a aquisição, o que é bastante plausível dado o longo período de tempo exigido para realizar a integração das empresas adquiridas.

A segunda parte da análise consiste na regressão com dados em painel utilizando efeitos fixos. Os resultados da regressão são apresentados na Tabela 5 que apresenta, em cada uma das seis colunas, as regressões incluindo progressivamente as variáveis de controle. Como a regressão de dados em painel utilizando efeitos fixos omite os dados que não variam no tempo, os dados relativos ao *deal* não foram incluídos pois seriam omitidos pelo método. As variáveis de conexão que também não variam no tempo para o *deal* foram transformadas em *dummies* para os períodos pós-aquisição, apresentando o valor 0 para o período pré-aquisição e o valor da respectiva variável para os períodos pós aquisição.

Tabela 5 – Resultados das regressões de dados em painel

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	roa	roa	roa	roa	roa	roa
posttop	-0.02 (-1.02)	-0.02 (-0.97)	-0.02 (-0.94)	-0.01 (-0.60)	-0.01 (-0.72)	-0.01 (-0.73)
postpar	0.02 (0.61)	0.02 (0.62)	0.02 (0.65)	0.01 (0.47)	0.01 (0.23)	0.01 (0.20)
postpub	-0.01 (-0.62)	-0.01 (-0.76)	-0.01 (-0.71)	-0.01 (-0.56)	-0.01 (-0.72)	-0.02 (-0.82)
postreg	0.10*** (3.27)	0.10*** (3.26)	0.10*** (3.22)	0.09*** (3.13)	0.10*** (3.23)	0.09*** (3.08)
marketcapitalization	0.00* (1.91)	0.00** (2.03)	0.00** (2.10)	0.00* (1.91)	0.00** (2.06)	0.00* (1.70)
leverage		0.06 (1.49)	0.06 (1.45)	-0.00 (-0.02)	-0.01 (-0.15)	0.00 (0.08)
cashholdings			-0.00 (-0.70)	-0.00 (-0.83)	-0.00 (-1.15)	-0.00 (-1.16)
mtbratio				0.00* (1.95)	0.00** (1.97)	0.00** (2.05)
qtobin					0.00 (1.18)	0.00 (1.18)
size						0.03 (1.23)
Constant	0.23*** (35.06)	0.20*** (10.47)	0.20*** (10.18)	0.22*** (10.81)	0.22*** (10.73)	-0.04 (-0.18)
Observations	1,943	1,943	1,943	1,826	1,826	1,826
Adjusted R-squared	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01

***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

Fonte: Elaboração própria

Os dados da regressão em painel apresentaram os mesmos resultados observados anteriormente. Podemos observar a significância estatística a 1% apenas para a variável de conexões com agências reguladoras (regulatoryagencies) sendo que a inclusão das diferentes variáveis não alterou significativamente os coeficientes ou o grau de significância.

4.3. Análise dos resultados

As regressões apresentadas na seção anterior estão divididas em dois tipos de especificações, a primeira com a utilização dos três tipos de *Propensity Score Matching* e a segunda com os dados em painel. É interessante observar que ambos os modelos utilizados apontaram para as mesmas conclusões e modelos de especificação, ou seja, para ambos apenas a variável de conexão com agências reguladoras apresentou significância estatística e para todos os períodos analisados. Adicionalmente, pode ser verificada a significância da conexão com bancos

públicos e de desenvolvimento para o período de três anos após a transação. Apesar deste efeito ser significativo para apenas dois dos mecanismos de pareamento, é válido ressaltar este indício como um efeito parcialmente significativo.

A interpretação dos coeficientes encontrados aponta um efeito positivo no desempenho das empresas que apresentam conexão com agências reguladoras, sendo ele mais expressivo e com maior significância estatística em torno do segundo ano após a transação. Estes resultados são bastante alinhados com o discurso de Bris e Cabolis (2008) que apontam a questão de regulação e de políticas de antitruste que atuam sobre as transações e podem invalidar as transações de aquisições e fusões.

Ainda alinhado com a literatura, os resultados encontrados reiteram as posições de que tais conexões podem levar a aplicação de padrões menos rígidos de avaliação concorrencial nas transações conectadas (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013), e assim permitir geração de valor às custas de concentração de mercado e perda de concorrência econômica.

O sinal do coeficiente encontrado para a conexão com bancos públicos e de desenvolvimento também apresentou sinal positivo, o que aponta para um benefício nas operações de financiamento, ou redução dos custos na realização das operações.

Com relação a primeira hipótese, como apontado pela literatura, temos efeitos distintos da conexão política sobre o desempenho para as transações. Alguns pontos importantes e favoráveis a este tipo de conexão são levantados por vários autores como, por exemplo, o acesso a mais informações para decidir sobre as operações, a exposição a um maior número de oportunidades de negócios (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013; CAI; SEVILIR, 2012) e menores restrições práticas de natureza burocráticas (DINC; EREL, 2013).

Por outro lado, a conexão política pode apresentar questões negativas igualmente importantes em situações em que a conexão exerce algum tipo de incentivo para a compra (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013), o que fica mais evidente em situações de potenciais falências, em setores estrategicamente importantes para a economia, ou para evitar demissões em massa (DINC; EREL, 2013).

O interesse do governo em viabilizar tais transações pode facilitar ainda mais o acesso ao crédito que, aliado a problemas de agência tem potenciais destrutivos de valor ainda maiores (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008; DINÇ, 2005; KHWAJA; MIAN, 2005).

Dessa maneira, a ausência de significância para as conexões políticas ressalta a característica dúbia dos efeitos desse tipo de conexão nos processos de fusões e aquisições (BROCKMAN; RUI; ZOU, 2013; DINÇ, 2005; LIU; WANG; ZHANG, 2013).

A última variável analisada, a de conexões com bancos públicos e de desenvolvimento, mostrou-se significativa para parte dos testes econométricos realizados, sendo que a aparição da significância do efeito após três anos da transação aponta para um efeito de mais longo prazo deste mecanismo. O comportamento desta variável está até certo ponto correlacionada com o mecanismo traçado para as conexões políticas, uma vez que a disponibilização de empréstimos e financiamentos para este tipo de atividade é do interesse do governo, entretanto esta operação apresenta um segundo tipo de impacto, o financeiro.

O efeito desta variável também apresenta um caráter dúbio entre a obtenção de melhores financiamentos e recursos para suas aquisições (MIZRUCHI; STEARNS, 1988, 1994) e por incentivar transações com nacionalista (DINC; EREL, 2013). A disponibilidade de financiamento, como apontado por Harford (2005), pode levar ao excesso de financiamento e portanto a tamanhos de empresas superiores ao ótimo do ponto de vista do retorno, no entanto, a literatura sobre os efeitos do financiamento facilitado não é conclusiva, conforme apontado por Stearns e Mizruchi (1993) que colocam o tipo e volume de financiamentos dependentes das relações com as instituições financeiras. Nesse sentido, é possível verificar que, até certo ponto, estas empresas apresentam benefícios ao ter este tipo de conexão, mesmo que os resultados possam ser notados apenas em um prazo mais longo.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

5.1. Conclusões

Este estudo buscou estudar se as empresas politicamente conectadas pelo conselho de administração apresentam padrões de operações de fusões e aquisições diferenciados. Esta questão de pesquisa foi levantada com base na revisão de literatura sobre o tema, tendo sido utilizada a teoria de dependência de recursos como pano de fundo para o desenvolvimento teórico.

No desenvolvimento da pesquisa, foram selecionados pontos específicos como o desempenho pós-aquisição, a frequência e o tamanho dos eventos de M&A. Adicionalmente, foi incluído na análise o tipo de conexão política (em termos de instituição conectada) sobre o desempenho das operações.

Para capturar estes elementos foram elaboradas as seguintes hipóteses:

H1: Empresas adquirentes com membros do conselho politicamente conectados apresentam um desempenho financeiro pós-aquisição superior comparativamente às empresas adquirentes não conectadas.

A segunda hipótese apresenta:

H2: Outros tipos de conexão dos conselheiros apresentam efeitos sobre o desempenho financeiro pós-aquisição das empresas adquirentes.

Esta hipótese pode ser dividida nas duas sub hipóteses seguintes:

H2a: Empresas com conexões políticas com bancos públicos e de desenvolvimento apresentam um desempenho financeiro pós-aquisição superior comparativamente às empresas não conectadas.

H2b: Empresas com conexões políticas com agências reguladoras apresentam um desempenho financeiro pós-aquisição superior comparativamente às empresas não conectadas.

Estas hipóteses foram avaliadas com modelos de regressão de amostras pareadas por meio de *Propensity Score Matching* e por regressões de dados em painel com efeitos fixos utilizando variáveis de controle para as características das empresas e das transações. Os impactos das

conexões políticas, conexões com bancos públicos e de desenvolvimento e conexões com agências reguladoras foram avaliados por meio de tais técnicas econométricas a partir dos dados coletados para as empresas de capital aberto que realizaram as operações de fusão e aquisição durante o período pesquisado, de 1999 a 2014.

Os resultados significantes para conexões com agências reguladoras sobre o desempenho pós aquisição das empresas adquirentes foram confirmados com a consolidação da revisão teórica e os resultados positivos das conexões com bancos públicos e de desenvolvimento que foram parcialmente apontados no modelo. Os resultados positivos ou negativos das conexões políticas não puderam ser apontados, evidenciando o caráter complexo do impacto dessas relações sobre as decisões e o desempenho das empresas.

Este estudo, apesar de se guiar por estudos anteriores na seleção das variáveis e construção do modelo, não pode ser colocado como conclusivo sobre parte das relações, seja por limitações do método ou da amostra selecionada, no entanto, procura abrir novas possibilidades de pesquisa sobre tais relações.

Além da revisão teórica que permitiu a construção das hipóteses, da codificação e da sistematização das bases de dados, as relações encontradas com conexões por agências reguladoras permitiram entender um pouco melhor o papel dessa conexão para a realização de transações geradoras de valor.

Esta pesquisa buscou produzir contribuições para estender a teoria da Atividade Política Corporativa e do seu papel para as decisões de investimento e expansão das empresas para além das conexões políticas tradicionais de Faccio (2006). Isto foi feito com a articulação das agências reguladoras e com a inclusão de relações com bancos públicos e de desenvolvimento que permitem acesso a financiamentos e a avaliações menos rígidas de operações além do acesso a informações sensíveis, redes sociais relevantes dos conselheiros.

5.2. Implicações práticas

Esta pesquisa objetiva lançar intuições para o entendimento do comportamento organizacional na constituição de *boards* e em eventos que traçam os objetivos de curto, médio e longo prazo das empresas no que tange a aquisições.

É importante ressaltar que este estudo não pretende identificar relações causais entre as variáveis de conexão aqui sistematizadas, mas sim apontar uma associação entre estas variáveis. Desta maneira, este estudo apresenta um passo na identificação de relações que podem ser exploradas em maior profundidade em estudos futuros, conforme apresentado na seção seguinte de sugestões de pesquisas futuras.

A partir das informações geradas por este estudo, espera-se a expansão do corpo teórico sobre as APCs e M&As. Adicionalmente, espera-se que este estudo possa contribuir para a formulação de conselhos de administração e diretorias como mecanismo de expansão e auxílio na performance de M&A e assim impactar diretamente a prática administrativa.

Conforme visto anteriormente pela hipótese 1, não foi possível identificar uma associação clara entre as variáveis de conexão com o Executivo e o Congresso Nacional, o que é discutido pela literatura como um efeito em dois sentidos. Estes efeitos podem ser favoráveis às empresas pelo acesso às informações, descoberta de valor nas operações e apresentação de oportunidades, ou contrariamente, a presença destas conexões pode impor a destruição de valor ao fomentar aquisições que são benéficas ao Estado ou interesse público, como a aquisição de empresas a beira da falência para a preservação de empregos, nacionalismo, dentre outros fatores.

A hipótese 2 apresentou efeitos distintos para cada uma de suas sub hipóteses. Em primeiro lugar, os efeitos de conexões com bancos públicos e de desenvolvimento apresentaram efeitos parcialmente significativos para a amostra pareada, ou seja, foi possível identificar associação positiva com esse tipo de conexão, mas a robustez desta relação pode ser melhor explorada futuramente.

Já a última sub hipótese, da existência de efeitos positivos sobre o desempenho por meio de conexão com agências reguladoras se mostrou bastante relevante. Esta associação foi identificada pelas regressões nos dados pareados, bem como nas regressões com dados em painel. Esta relação aponta que, nestes casos, as conexões com agências reguladoras apresentam uma clara relação com aquisições que geram valor.

Sob a perspectiva econômica este argumento faz bastante sentido. Ao se considerar que as transações com potenciais danos a concorrência econômica devem ser avaliadas por estas agências antes de serem aprovadas, podemos esperar condições menos imparciais de avaliação para empresas conectadas e assim uma aprovação de transações com uma elevada geração de valor.

5.3. Limitações e sugestões de pesquisa futura

Este estudo apresenta algumas limitações importantes que devem ser consideradas e que ponderam a transposição de suas conclusões para o cotidiano da administração de empresas. A primeira consideração que deve ser feita é relacionada a amostra utilizada para a realização do estudo. Uma vez que as informações de currículos de empresas utilizadas para medir as conexões políticas balizaram a seleção de empresas adquirentes abertas, nos resta a questão de se estas soluções são válidas para o universo de empresas. Ou seja, até que ponto as empresas de capital aberto se assemelham às empresas de capital fechado? Adicionalmente, nos questionamos se há alguma diferença entre o processo de fusão e aquisição dessas empresas.

A segunda limitação consiste na construção da base de dados *Zephyr* que, apesar de conter uma das maiores bases de dados de fusões e aquisições do mundo, apresenta algumas defasagens de informações, principalmente para transações mais antigas. Além disso, é possível que a base de dados não apresente transações de menores valores ou com menor publicidade em suas informações. Estas ponderações, entretanto, são menos preocupantes ao se considerar que todas as empresas adquirentes selecionadas eram abertas no momento da transação.

A terceira restrição está relacionada ao número de transações da amostra. O grau de semelhança das amostras selecionadas pelas diferentes métricas desse estudo é restringido pelo tamanho da amostra disponível. Para diminuir estas limitações seria necessário a coleta de um número maior de informações, ampliando-se a amostra para empresas fechadas ou coletando dados para outros países, sendo que cada uma dessas alternativas impõe um conjunto diferente de considerações a serem feitas.

Por fim, apesar deste estudo incluir variáveis de controle consagradas pela literatura para este tipo de evento, deve-se considerar a possibilidade de fatores não observados que podem influir nas relações apresentadas. Apesar da regressão ter sido realizada com dados em painel com efeitos fixos, realizando assim o controle para os efeitos da própria firma, é possível que a inclusão de fatores específicos da realidade nacional, ou variáveis não observadas que não foram incluídas no modelo, possam levar a uma melhora dos resultados.

Esta pesquisa somente foi possível graças a contribuições e estudos que construíram este corpo de conhecimento. A partir das questões aqui colocadas espera-se que o corpo teórico possa ser expandido e que outras questões possam ser exploradas e desdobradas. Nesse contexto, podemos apontar algumas sugestões para pesquisas futuras.

As primeiras sugestões seriam em relação ao refinamento dos resultados encontrados, por uma série de maneiras que, à época, não se mostraram viáveis como, por exemplo, a avaliação de uma maior base de dados em termos de número de transações, bem como expandir o período de tempo com anos futuros, como a inclusão de outros países, adicionando os devidos controles, e a inclusão de novas variáveis ao modelo que se mostrem significativas.

Também é possível realizar a expansão deste corpo teórico por meio do aprofundamento das hipóteses levantadas. Este aprofundamento pode ser realizado explorando os canais de transmissão desses efeitos, as causas destes efeitos e o mecanismo gerador destes efeitos no desempenho das empresas.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AKBULUT, M. E.; MATSUSAKA, J. G. 50+ Years of Diversification Announcements. **Financial Review**, v. 45, n. 2, p. 231–262, 2010.
- ANGRIST, J. D.; PISCHKE, J.-S. **Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist's Companion**. [s.l: s.n.].
- BANDEIRA-DE-MELLO, R. Culture and international investment. In: **The Routledge Companion to Non-Market Strategy**. [s.l: s.n.]. p. 162.
- BAYSINGER, B. D.; KEIM, G. D.; ZEITHAML, C. P. An Empirical Evaluation of the Potential for Including Shareholders in Corporate Constituency Programs. **Academy of Management Journal**, v. 28, n. 1, p. 180–200, 1 mar. 1985.
- BAZERMAN, M. H.; SCHOORMAN, F. D. **A Limited Rationality Model of Interlocking Directorates**. **Academy of Management Review**, 1 abr. 1983. Disponível em: <<http://amr.aom.org/cgi/doi/10.5465/AMR.1983.4284723>>
- BERGER, P. G.; OFEK, E. Diversification's effect on firm value. **Journal of Financial Economics**, v. 37, n. 1, p. 39–65, 1995.
- BONARDI, J.-P.; HOLBURN, G. L. F.; VANDEN BERGH, R. G. Nonmarket Strategy Performance: Evidence from U.S. Electric Utilities. **Academy of Management Journal**, v. 49, n. 6, p. 1209–1228, 1 dez. 2006.
- BOYD, B. Corporate linkages and organizational environment: A test of the resource dependence model. **Strategic Management Journal**, v. 11, n. 6, p. 419–430, out. 1990.
- BRENNAN, N. Boards of Directors and Firm Performance: is there an expectations gap? **Corporate Governance: An International Review**, v. 14, n. 6, p. 577–593, nov. 2006.
- BRIS, A.; CABOLIS, C. The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-Border Mergers. **Review of Financial Studies**, v. 21, n. 2, p. 605–648, abr. 2008.
- BROCKMAN, P.; RUI, O. M.; ZOU, H. Institutions and the performance of politically connected M&As. **Journal of International Business Studies**, v. 44, n. 8, p. 833–852, 2013.
- BRUNER, R. F. **Applied mergers and acquisitions**. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2004.
- BUREAU VAN DIJK. **Zephyr - Database**. Disponível em: <<http://zephyr.bvdinfo.com/>>. Acesso em: 25 set. 2015a.
- BUREAU VAN DIJK. **Zephyr - User guide**. Disponível em: <https://webhelp.bvdep.com/Robo/BIN/Robo.dll?project=83_EN&newsess=1>. Acesso em: 27 set. 2015b.
- BURT, R. S. Cooptive Corporate Actor Networks: A Reconsideration of Interlocking Directorates Involving American Manufacturing. **Administrative Science Quarterly**, v. 25, n. 4, p. 557, dez. 1980.

CAI, Y.; SEVILIR, M. Board connections and M&A transactions. **Journal of Financial Economics**, v. 103, n. 2, p. 327–349, 2012.

CALIENDO, M.; KOPEINIG, S. SOME PRACTICAL GUIDANCE FOR THE IMPLEMENTATION OF PROPENSITY SCORE MATCHING. **Journal of Economic Surveys**, v. 22, n. 1, p. 31–72, fev. 2008.

CAMILO, S. P. O.; MARCON, R.; BANDEIRA-DE-MELLO, R. Conexões Políticas e Desempenho : um Estudo das Firms Listadas na BM & FBovespa. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 16, n. 6, p. 784–805, 2012.

CAMPA, J. M.; KEDIA, S. Explaining the Diversification Discount. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 4, p. 1731–1762, 2002.

CHEN, X.; HARFORD, J.; LI, K. Monitoring: Which institutions matter? **Journal of Financial Economics**, v. 86, n. 2, p. 279–305, nov. 2007.

CLAESSENS, S.; FEIJEN, E.; LAEVEN, L. Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. **Journal of Financial Economics**, v. 88, n. 3, p. 554–580, jun. 2008.

COOPER, M. J.; GULEN, H.; OVTCHINNIKOV, A. V. Corporate Political Contributions and Stock Returns. **The Journal of Finance**, v. 65, n. 2, p. 687–724, abr. 2010.

COSTA, M. W. O.; BANDEIRA-DE-MELLO, R. **A Influência da Conexão Política na Reestruturação de Ativos dos Grupos Econômicos no Brasil**. 36º Encontro anual da ANPOCS. **Anais...2012**

DE FIGUEIREDO, J. M.; SILVERMAN, B. S. Academic Earmarks and the Returns to Lobbying*. **The Journal of Law and Economics**, v. 49, n. 2, p. 597–625, out. 2006.

DEHAENE, A.; DE VUYST, V.; OOGHE, H. Corporate performance and board structure in Belgian companies. **Long Range Planning**, v. 34, n. 3, p. 383–398, 2001.

DEHEJIA, R. H.; WAHBA, S. Causal Effects in Nonexperimental Studies: Reevaluating the Evaluation of Training Programs. **Journal of the American Statistical Association**, v. 94, n. 448, p. 1053–1062, dez. 1999.

DEHEJIA, R. H.; WAHBA, S. Propensity Score-Matching Methods for Nonexperimental Causal Studies. **Review of Economics and Statistics**, v. 84, n. 1, p. 151–161, fev. 2002.

DELONG, G. Does long-term performance of mergers match market expectations? Evidence from the US banking industry. **Financial Management**, v. 32, n. 2, p. 5–25, 2003.

DENNIS, D. K.; MCCONNELL, J. J. Corporate mergers and security returns. **Journal of Financial Economics**, v. 16, n. 2, p. 143–187, jun. 1986.

DEPAMPHILIS, D. M. **Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities**. Los Angeles: Academic Press, 2013.

DINÇ, I. S. Politicians and banks: Political influences on government-owned banks in emerging markets. **Journal of Financial Economics**, v. 77, n. 2, p. 453–479, ago. 2005.

DINC, I. S.; EREL, I. Economic Nationalism in Mergers and Acquisitions. **Journal of Finance**, v. 68, n. 6, p. 2471–2514, 2013.

DOH, J. P.; LITTELL, B. Corporate Social Responsibility. In: **The Routledge Companion to Non-Market Strategy**. [s.l: s.n.].

ECCO, I. L.; CAMILO, S. P. O. **VI Encontro de Estudos em Estratégia**. Conselhos de administração das empresas reguladas no Brasil. **Anais...**2013

FACCIO, M. Politically Connected Firms. **American Economic Review**, v. 96, n. 1, p. 369–386, mar. 2006.

FACCIO, M. Differences between Politically Connected and Nonconnected Firms: A Cross-Country Analysis. **Financial Management**, v. 39, n. 3, p. 905–928, 2010.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Agency Problems and Residual Claims. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 327–349, 1983.

FRANKS, J. R.; HARRIS, R. S. Shareholder wealth effects of corporate takeovers. **Journal of Financial Economics**, v. 23, n. 2, p. 225–249, ago. 1989.

GALBRAITH, C. S.; STILES, C. H. Merger Strategies as a Response to Bilateral Market Power. **The Academy of Management Journal**, v. 27, n. 3, p. 511–524, 1984.

GOLDMAN, E.; ROCHOLL, J.; SO, J. Do Politically Connected Boards Affect Firm Value? **Review of Financial Studies**, v. 22, n. 6, p. 2331–2360, 1 jun. 2009.

GRILLI, L.; RAMPICHINI, C. Propensity scores for the estimation of average treatment effects in observational studies. **Training Sessions on Causal Inference, Bristol**, n. June, p. 1–77, 2011.

HADANI, M.; SCHULER, D. A. In search of El Dorado: The elusive financial returns on corporate political investments. **Strategic Management Journal**, v. 34, n. 2, p. 165–181, fev. 2013.

HARFORD, J. What drives merger waves? **Journal of Financial Economics**, v. 77, n. 3, p. 529–560, set. 2005.

HILL, M. D. et al. Determinants and effects of corporate lobbying. **Financial Management**, v. 42, n. 4, p. 931–957, 2013.

HILLMAN, A. J. Politicians on the Board of Directors: Do Connections Affect the Bottom Line? **Journal of Management**, v. 31, n. 3, p. 464–481, 2005.

HILLMAN, A. J.; WITHERS, M. C.; COLLINS, B. J. Resource Dependence Theory: A Review. **Journal of Management**, v. 35, n. 6, p. 1404–1427, 1 dez. 2009.

HILLMAN, A.; CANNELLA, A. J.; PAETZOLD, R. The resource dependence role of corporate directors: strategic adaptation of board composition in response to environmental change. **Journal of Management ...**, v. 37, n. March, p. 235–256, 2000.

HILLMAN, A.; ZARDKOOHI, A; BIERMAN, L. Corporate Political Strategies and Firm

Performance: Indications of Firm-Specific Benefits from Personal Service in the U.S. Government. **Strategic Management Journal**, v. 20, n. 1, p. 67–81, 1999.

HOLBURN, G. L. F.; VANDEN BERGH, R. G. Integrated market and nonmarket strategies: Political campaign contributions around merger and acquisition events in the energy sector. **Strategic Management Journal**, v. 35, n. 3, p. 450–460, mar. 2014.

HOUSTON, J. F.; JAMES, C. M.; RYNGAERT, M. D. **Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders.** [s.l.: s.n.]. v. 60

HYLAND, D. C.; DILTZ, J. D. Why firms diversify: An empirical examination. **Financial management**, v. 31, n. 1, p. 51–81, 2002.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323–329, 1986.

JENSEN, M. C.; RUBACK, R. S. The market for corporate control. **Journal of Financial Economics**, v. 11, n. 1-4, p. 5–50, abr. 1983.

JOHNSON, J. L.; DAILY, C. M.; ELLSTRAND, A. E. Boards of Directors: A Review and Research Agenda. **Journal of Management**, v. 22, n. 3, p. 409–438, 1 jun. 1996.

KEIM, G.; BAYSINGER, B. The Efficacy of Business Political Activity: Competitive Considerations in a Principal-Agent Context. **Journal of Management**, v. 14, n. 2, p. 163–180, 1 jun. 1988.

KEIM, G. D.; ZEITHAML, C. P. Corporate Political Strategy and Legislative Decision Making: A Review and Contingency Approach. **Academy of Management Review**, v. 11, n. 4, p. 828–843, 1986.

KHWAJA, A. I.; MIAN, A. Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 120, n. 4, p. 1371–1411, 1 nov. 2005.

LANG, L. H. P.; STULZ, R.; WALKLING, R. A. Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers. **Journal of Financial Economics**, v. 24, n. 1, p. 137–154, set. 1989.

LAWTON, T. C.; RAJWAN, T. S.; JOHN, A. Corporate Political Activity. In: **The Routledge Companion to Non-Market Strategy.** [s.l.] Routledge, 2015. p. 115–140.

LAWTON, T.; MCGUIRE, S.; RAJWANI, T. Corporate Political Activity: A Literature Review and Research Agenda. **International Journal of Management Reviews**, v. 15, n. 1, p. 86–105, 2013.

LAZZARINI, S. G. et al. What Do State-Owned Development Banks Do? Evidence from BNDES, 2002–09. **World Development**, v. 66, p. 237–253, fev. 2015.

LESTER, R. H. et al. Former Government Officials as Outside Directors: The Role of Human and Social Capital. **Academy of Management Journal**, v. 51, n. 5, p. 999–1013, 1 out. 2008.

LIPTON, M. **Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries.** The Davies Lecture.

Anais...York Universit: Osgoode Hall Law School, 2006

LIU, N.; WANG, L.; ZHANG, M. Corporate Ownership, Political Connections and M&A: Empirical Evidence from China *. **Asian Economic Papers**, v. 12, n. 3, p. 41–57, out. 2013.

LYNALL, M. D.; GOLDEN, B. R.; HILLMAN, A. J. Board Composition from Adolescence to Maturity: A Multitheoretic View. **Academy of Management Review**, v. 28, n. 3, p. 416–431, 1 jul. 2003.

MAHON, J. F.; MURRAY, E. A. Strategic planning for regulated companies. **Strategic Management Journal**, v. 2, n. 3, p. 251–262, jul. 1981.

MARION FILHO, P. J.; VIEIRA, G. M. Fusões e aquisições (F&A) de empresas no Brasil (1990-2006). p. 109–130, 2006.

MCKAY, A.; YACKEE, S. W. Interest Group Competition on Federal Agency Rules. **American Politics Research**, v. 35, n. 3, p. 336–357, 1 maio 2007.

MCMILLAN, J.; WOODRUFF, C. Interfirm Relationships and Informal Credit in Vietnam. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 114, n. 4, p. 1285–1320, 1 nov. 1999.

MEGLIO, O.; RISBERG, A. The (mis)measurement of M&A performance—A systematic narrative literature review. **Scandinavian Journal of Managementbusiness divestiture**, v. 27, n. 4, p. 418–433, dez. 2011.

MIZRUCHI, M. S.; STEARNS, L. B. A Longitudinal Study of the Formation of Interlocking Directorates. **Administrative Science Quarterly**, v. 33, n. 2, p. 194, jun. 1988.

MIZRUCHI, M. S.; STEARNS, L. B. A Longitudinal Study of Borrowing by Large American Corporations. **Administrative Science Quarterly**, v. 39, n. 1, p. 118, mar. 1994.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? **The Journal of Finance**, v. 45, n. 1, p. 31–48, mar. 1990.

NIESSEN, A.; RUENZI, S. Political Connectedness and Firm Performance: Evidence from Germany. **German Economic Review**, v. 11, n. 4, p. 441–464, 2009.

PENG, M. W.; LUO, Y. Managerial Ties and Firm Performance in a Transition Economy: The Nature of a Micro-Macro Link. **Academy of Management Journal**, v. 43, n. 3, p. 486–501, 1 jun. 2000.

PFEFFER, J. Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment. **Administrative Science Quarterly**, v. 17, n. 2, p. 218, jun. 1972a.

PFEFFER, J. Merger as a Response to Organizational Interdependence. **Administrative Science Quarterly**, v. 17, n. 3, p. 382, set. 1972b.

PFEFFER, J. Beyond Management and the Worker: The Institutional Function of Management. **Academy of Management Review**, v. 1, n. 2, p. 36–46, 1 abr. 1976.

PFEFFER, J. A resource dependence perspective on interorganizational relations. In: MIZRUCHI, M. S.; SCHWARTZ, M. (Eds.). . **Intercorporate relations: The structural**

analysis of business. New York: Cambridge University Press, 1987. p. 22–55.

PFEFFER, J.; SALANCIK, G. R. **The External Control of Organizations: a resource dependence perspective.** [s.l: s.n.]. v. 263

PITTMAN, R. Market structure and campaign contributions. **Public Choice**, v. 31, n. 1, p. 37–52, set. 1977.

PUCK, J. F.; ROGERS, H.; MOHR, A. T. Flying under the radar: Foreign firm visibility and the efficacy of political strategies in emerging economies. **International Business Review**, v. 22, n. 6, p. 1021–1033, dez. 2013.

REEB, D.; SAKAKIBARA, M.; MAHMOOD, I. P. From the Editors: Endogeneity in international business research. **Journal of International Business Studies**, v. 43, n. 3, p. 211–218, abr. 2012.

ROLL, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. **The Journal of Business**, v. 59, n. 2, p. 197, jan. 1986.

ROSENBAUM, P. R.; RUBIN, D. B. The central role of the propensity score in observational studies for causal effects. **Biometrika**, v. 70, n. 1, p. 41–55, 1983.

SCHULER, D. A.; REHBEIN, K.; CRAMER, R. D. Pursuing Strategic Advantage through Political Means: A Multivariate Approach. **Academy of Management Journal**, v. 45, n. 4, p. 659–672, 1 ago. 2002.

SHENG, S.; ZHOU, K. Z.; LI, J. J. The Effects of Business and Political Ties on Firm Performance: Evidence from China. **Journal of Marketing**, v. 75, n. 1, p. 1–15, jan. 2011.

SHERMAN, A. J. **Mergers and Acquisitions from A to Z.** New York: American Management Association, 2010.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Stock market driven acquisitions. **Journal of Financial Economics**, v. 70, n. 3, p. 295–311, dez. 2003.

STEARNS, L. B.; MIZRUCHI, M. S. Board Composition and Corporate Financing: The Impact of Financial Institution Representation on Borrowing. **Academy of Management Journal**, v. 36, n. 3, p. 603–618, 1 jun. 1993.

SUN, P.; MELLAHI, K.; WRIGHT, M. The Contingent Value of Corporate Political Ties. **Academy of Management Perspectives**, v. 26, n. 3, p. 68–82, 1 ago. 2012.

THOMPSON, J. D. **Organizations in action: Social science bases of administration.** [s.l: s.n.].

TUCKER, J. W. Selection bias and econometric remedies in accounting and finance research Jennifer. **Journal of Accounting Literature**, v. Winter, 2010.

ULRICH, D.; BARNEY, J. B. Perspectives in Organizations: Resource Dependence, Efficiency, and Population. **Academy of Management Review**, v. 9, n. 3, p. 471–481, 1 jul. 1984.

UZZI, B. Embeddedness in the Making of Financial Capital: How Social Relations and Networks Benefit Firms Seeking Financing. **American Sociological Review**, v. 64, n. 4, p. 481, ago. 1999.

VAN HOORN, F.; VAN HOORN, N. Mergers & acquisitions, firm performance and corporate governance. 2011.

WALTER, G. A.; BARNEY, J. B. Research notes and communications management objectives in mergers and acquisitions. **Strategic Management Journal**, v. 11, n. 1, p. 79–86, jan. 1990.

WEIDENBAUM, M.; VOGT, S. Takeovers and Stockholders: Winners and Losers. **California Management Review**, v. 29, n. 4, p. 157–168, jul. 1987.

WESTPHAL, J. D. Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of Ceo- Board Social Ties. **Academy of Management Journal**, v. 42, n. 1, p. 7–24, 1999.

WU, W. The Relationship among Corporate Political Resources, Political Strategies, and Political Benefits of Firms in China: Based on Resource Dependency Theory. **Singapore Management Review**, v. 28, n. 2, p. 85–98, 2006.

YEN, T.-Y.; ANDRÉ, P. Ownership structure and operating performance of acquiring firms: The case of English-origin countries. **Journal of Economics and Business**, v. 59, n. 5, p. 380–405, set. 2007.

YOFFIE, D. B. How an industry builds political advantage. **Harvard Business Review**, v. 66, n. 3, p. 82–89, 1988.

ZAHRA, S. A.; PEARCE II, J. A. Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. **Journal of Management**, v. 15, n. 2, p. 291–334, 1 jun. 1989.

ZOLLO, M.; MEIER, D. What Is M&A Performance? **Academy of Management Perspectives**, v. 22, n. 3, p. 55–77, 1 ago. 2008.

7. APÊNDICES

Apêndice I – Bases de Dados

Quadro 4 - Origem dos Dados

Fontes de Dados	Comentários
Zephyr (Bureau Van Dijk)	Base de dados com cobertura de mais de 1,2 milhões de <i>deals</i> e rumores de mercado com acesso integrado à base de dados Orbis de informações financeiras detalhadas das empresas.
Comissão de Valores Mobiliários (CMV)	Dados sobre os membros do Conselho de Administração das empresas de capital aberto brasileiras acessados via Sistema de Divulgação Externa ("DIVEXT").
Economática	Traz acesso à balanços, cotações, proventos e composições acionárias de empresas listadas na BM&Fbovespa e outros índices atualizados a partir de 1986.

Apêndice II – Dados obtidos a partir das bases da CVM

Quadro 5 - Dados obtidos a partir das bases da CVM

Variável	Descrição
Empresa	Nome e código CVM das empresas.
Ano	Ano da informação relatada.
Nome	Nome
CPF	Indexador dos membros.
Cargo	Cargo eleito.
Idade	Idade em anos.
Profissão	Profissão declarada.
Órgão	Órgão ao qual pertence o cargo eleito (ex. Conselho de Administração, Diretoria ou Conselho Fiscal).

Data Eleição	Data de eleição para o cargo.
Data Posse	Data de posse para o cargo.
Prazo Mandato	Anos iniciais e finais do mandato, ou informação sobre prazo indeterminado.
Foi Eleito pelo Controlador	Variável binária para indicar se o membro foi eleito pelo controlador.
Currículo	As informações dos cinco últimos anos dos currículos dos membros. Estas informações serão codificadas para constituir a base de dados do modelo principal.

Apêndice III – Seleção dos dados na base de dados Zephyr

Quadro 6 - Estratégia de pesquisa na base de dados Zephyr

Pesquisa	Step result	Search result
Current deal status: Completed	1,084,173	1,084,173
Major sectors *	630,754	526,715
Deal type: Acquisition, Merger	543,993	341,887
Percentage of stake: Percentage of initial stake (max: 49.999999 %); Percentage of final stake (min: 50.000001 %)	493,882	285,419
All stock exchange: BM&F Bovespa (Acquiror)	2,476	620
Resultado final da seleção		TOTAL : 620

Fonte: (BUREAU VAN DIJK, 2016a)

*Setores selecionados: Primary Sector (agriculture, mining, etc.), Food, beverages, tobacco, Textiles, wearing apparel, leather, Wood, cork, paper, Publishing, printing, Chemicals, rubber, plastics, non-metallic products, Metals & metal products, Machinery, equipment, furniture, recycling, Gas, Water, Electricity, Construction, Wholesale & retail trade, Hotels & restaurants, Transport, Post and telecommunications, Other services, Public administration and defence e Education, Health

Apêndice IV – Descrição das operações da base de dados Zephyr

Quadro 7 - Descrição dos tipos de operação

Tipo de transação	Descrição
Acquisition	Any deal where the acquirer ends up with 50% or more of the equity of the Target is coded as an Acquisition as the Acquiror now has control of the Target. Even if the acquired stake is very small; if the final stake is 50% or above the deal is classed as an Acquisition.
IPO	Shares in the Target company have started trading on a stock exchange for the first time.If a company has previously listed on another exchange or in another country, the deal is NOT classified as an IPO but as a secondary listing.
Planned IPO	The Target company is planning to start trading on a stock exchange for the first time. The IPO has been proposed/suggested or the Target company has applied to list on a particular exchange. When a company lists on a stock exchange the Deal Type would be changed to Initial Public Offering. Planned IPOs change to the Announced status once a prospectus (preliminary or full) or equivalent has been issued. Other circumstances when a Planned IPO can be changed to the Announced status include when a confirmed offer price has been reported in press sources or if an official company statement confirms the specific stock exchange and a time frame for completion.
Institutional buy-out	This is an acquisition where a Private Equity firm has taken a 50% stake or more in the Target company, or is the parent of the Acquiror. The acquisition often takes place through a ‘new company’ (newco) or an acquisition vehicle. Often the Target company’s management will take a small stake (If the buy-out is for less than 100 per cent of the Target company, the deal is coded as IBO X%). Many deals described in the media as MBOs are coded on Zephyr as IBOs due to the fact that the management team do NOT take a majority stake in the Target. There are very few occasions when Venture Capital may be inserted instead of Private Equity into as the financing method. This would only occur when an early-stage company raises development capital funding and the investors achieve a majority stake.
Capital increase	Capital Increase is when a company issues new shares, thus increasing its share capital. This can happen in a number of different ways and for a number of different reasons. The generic Capital Increase tag can be used when further details are not known or if warrants/options are being converted into shares. Some capital increase deals can involve a large number of participants on the Acquiror side. Only the Acquiror companies where the companies/individuals which have taken a stake of 1% or more in Target Company will be specifically named in such deals. Any other Acquirors added would be called “Investors”.

Joint-venture	Two or more companies create a new jointly-owned company. The 'Acquiror' companies continue to exist and a new entity is created. The new company is coded as the Target company and the investors are coded as joint Acquiror companies. The Vendor field is not used for joint ventures.
MBI / MBO	The target company is sold to a combination of existing management and incoming management. The management team often includes a Private Equity firm however, if the Private Equity firm takes a majority stake then the deal is coded as an IBO rather than an MBI/BO.
Management buy-in	The Target company is sold to an external team of managers, with the new management team taking a majority stake. This often happens with family firms with no-one to pass the company on to and so the company is sold to a management team. The out-going owners sometimes retain a small stake. The management team often includes a Private Equity firm however, if the Private Equity firm takes a majority stake then the deal is coded as an IBO rather than an MBI.
Management buy-out	All or some of the existing management of the company buy at least 50% of the company from its existing owners. A private equity company is often brought in to aid the purchase through provision of equity funding. A 'new company' (newco) is normally formed by the management team specifically to purchase the Target. The Acquiror company would also show 'MBO Team' unless the name of the newco is known. If the name of the newco has been released, this company would be entered as the Acquiror. If the Private Equity firm backing the deal takes a majority stake in the Target, the deal is not defined as an MBO and would be coded as an IBO.
Merger	A true Merger is in reality actually quite rare and many acquisitions are incorrectly described as "mergers" in the press. In a true Merger, there is a one-for-one share swap for shares in the new company and the deal involves a 'merging of equals'. If the swap is not on equal terms, the deal would be coded as an Acquisition. However, in a true Merger, the original companies are entered into the deal record as the Acquiror and the Target (in no particular order). In the case of a 3- (or more) way merger, multiple companies can be entered in both Acquiror and Target fields. Where a Newco has been used, the Newco is added as the Acquiror and the newly merged company as the Target.

Demerger	A Demerger occurs when a newly independent entity is launched to trade autonomously but is still owned by the Vendor's shareholders. The Vendor company separates a division or subsidiary from itself which forms the newly demerged company. The division has not been sold but as a result, the new company is owned directly by the Vendor's shareholders. Researchers should add the generic 'shareholders' record as the acquiror to demerger deals. It is usual for the whole entity to have been totally separated from the vendor company, so researchers would add the following stakes Initial - 0%, Acquired - 100%, Final - 100%. This stake arrangement reflects the fact that the entire entity has been demerged. However, in some cases, a minority stake may be retained by the parent company. So if less than 100% is transferred, but more than 50%, the Sub Deal Type "Demerger – partial" should also be added. If less than 50% is transferred, the deal is not classified as a Demerger (see Sub Deal Type : Demerger – Partial).
Minority stake	The Acquiror has purchased a number of shares in the Target and the resulting stake held is less than 50%. Be aware that a stake of only 2% could be classified as an acquisition if the Acquiror's overall stake reaches 50% or above. It is not uncommon for the acquirer to increase its stake from 49% to 51% thus meaning a deal would be coded as an Acquisition.
Share buy back	A company buys back its own shares. The shares are often cancelled but can also be retained and used for acquisitions or employee share options etc. The company buying back its own shares is added to the deal record as the Target and the Acquiror is left blank. Normally a share buyback offer is presented to all shareholders but if the stake has been purchased from a specific shareholder, then that shareholder would be entered as the Vendor.

Fonte: (BUREAU VAN DIJK, 2016b)

Apêndice V – Resultados do pareamento

Tabela 6 - Pareamento através de *Radius Matching*

Variável	Unmatched Matched	Média		%bias	%reduc bias	t-test		V(T)/ V(C)
		Tratado	Controle			t	p> t	
marketcapitalization	U	4.00E+10	1.20E+10	40.9		4.05	0.000	3.01*
	M	5.90E+09	5.40E+09	0.8	98.2	0.47	0.637	0.61*
mtbratio	U	2.3313	1.8471	2.5		0.22	0.829	0.01*
	M	2.871	3.2263	-1.8	26.6	-0.6	0.551	1.07
qtobin	U	216.03	53.508	42.8		4.25	0.000	3.43*
	M	20.483	15.017	1.4	96.6	1.5	0.136	1.41
priorreturn	U	0.24062	0.28486	-12.9		-1.19	0.234	0.43*
	M	0.1081	0.09306	4.4	66	0.69	0.494	1.14

Tabela 7 - Pareamento através de *Kernel Matching*

Variável	Unmatched Matched	Média		%bias	%reduc bias	t-test		V(T)/ V(C)
		Tratado	Controle			t	p> t	
marketcapitalization	U	4.00E+10	1.20E+10	40.9		4.05	0.000	3.01*
	M	5.70E+09	4.60E+09	1.6	96.2	1.09	0.279	0.72
mtbratio	U	2.3313	1.8471	2.5		0.22	0.829	0.01*
	M	2.7853	3.5682	-4	-61.7	-1.09	0.278	0.45*
qtobin	U	216.03	53.508	42.8		4.25	0.000	3.43*
	M	21.458	20.083	0.4	99.2	0.32	0.748	0.82
priorreturn	U	0.24062	0.28486	-12.9		-1.19	0.234	0.43*
	M	0.12788	0.12526	0.8	94.1	0.11	0.916	1.25

Tabela 8 - Pareamento através de *Nearest Neighbour Matching*

Variável	Unmatched Matched	Média		%bias	%reduc bias	t-test		V(T)/ V(C)
		Tratado	Controle			t	p> t	
marketcapitalization	U	4.00E+10	1.20E+10	40.9		4.05	0.000	3.01*
	M	5.70E+09	4.60E+09	1.5	96.3	1.12	0.266	0.74
mtbratio	U	2.3313	1.8471	2.5		0.22	0.829	0.01*
	M	2.8216	3.758	-4.7	-93.4	-1.42	0.157	0.46*
qtobin	U	216.03	53.508	42.8		4.25	0.000	3.43*
	M	24.027	20.347	1	97.7	0.81	0.418	0.86
priorreturn	U	0.24062	0.28486	-12.9		-1.19	0.234	0.43*
	M	0.18444	0.1755	2.6	79.8	0.27	0.789	1.24

Apêndice VI – Resultados do teste Hausman

Tabela 9 - Resultados do teste Hausman

	---- Coefficients ----			
	(b) Consistent	(B) Efficient	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
posttop	-.0141135	-.0172939	.0031803	.0072581
postpar	.0061022	.0267513	-.020649	.0096088
postpub	-.0166149	-.0117188	-.0048961	.0081478
postreg	.0920186	.0721549	.0198637	.0113925
marketcapt~n	3.47e-13	3.47e-13	1.91e-16	9.59e-14
leverage	.0034196	.1770679	-.1736483	.0312241
cashholdings	-1.32e-09	-2.98e-10	-1.02e-09	5.18e-10
mtbratio	.0008669	.0004027	.0004642	.0001399
qtobin	.0000513	.0000108	.0000405	.0000202
size	.0267792	.0064014	.0203778	.0152007

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \text{chi2}(8) &= (b-B)' [(V_b-V_B)^{-1}] (b-B) \\ &= 48.41 \\ \text{Prob}>\text{chi2} &= 0.0000 \end{aligned}$$