

**POLÍTICA DE DIVIDENDOS: INFLUÊNCIA DOS PROCESSOS DE FUSÕES E
AQUISIÇÕES SOB A ÓTICA DA EFICIÊNCIA EMPRESARIAL**

Rafaela Mâncio Grandó

Universidade Federal Do Rio Grande Do Sul

Fernanda Gomes Victor

Universidade Federal Do Rio Grande Do Sul/Universidade Federal Do Rio Grande Do Sul

Resumo

Palavras-chave: Política de dividendos; Fusões e aquisições; Eficiência empresarial.

POLÍTICA DE DIVIDENDOS: INFLUÊNCIA DOS PROCESSOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES SOB A ÓTICA DA EFICIÊNCIA EMPRESARIAL

Área Temática: Contabilidade Financeira e Finanças (CFF)

No âmbito das companhias abertas com fins lucrativos, a literatura demonstra que existe um interesse em aumentar o valor da firma, de modo que seja possível maximizar riqueza dos seus acionistas (Alves *et al.*, 2018). Neste contexto, a Política de Dividendos representa um instrumento de informação ao mercado de capitais, pois define o momento e o montante em que lucros distribuídos aos investidores e a parcela a ser retida para reinvestimentos, podendo também se relacionar com diversas decisões gerenciais, incluindo políticas de investimento (Letaifa, 2016). Nesse sentido, evidenciam-se os processos de Fusões e Aquisições (F&A), que ocorrem como consequência direta da busca por expansão empresarial e como uma forma aumentar os resultados empresariais (Kiesel *et al.*, 2017).

Na maioria dos casos, espera-se que a evolução dos resultados das empresas que optam por F&A horizontais (entre empresas do mesmo ramo ou concorrentes) ocorra com objetivo de alcançar sinergia entre as firmas envolvidas. Essa melhoria pode ser mensurada na empresa adquirente (ou proponente) do processo por meio do aumento da eficiência empresarial (Maas *et al.*, 2019), a qual, contudo, poderá acontecer em diversos âmbitos, que se complementam e se influenciam, e é definida na literatura como operacional (redução de custos), financeira (aumento na rentabilidade) e gerencial (administrativa) (Camargos & Barbosa, 2010; Stüpp *et al.*, 2013). Os estudos apontam para o fato de que o sentido, a intensidade e a velocidade nas quais cada uma das medidas de eficiência se modificam em virtude de uma F&A não são uniformes, haja vista que os impactos dos processos podem ser observados até dois anos após a ocorrência do fenômeno (Camargos & Barbosa, 2005; Hasan *et al.*, 2017).

Dessa forma, apesar de existirem estudos para avaliar consequências das F&A tencionando a maximização da riqueza dos acionistas (Maas *et al.*, 2019), levando em consideração a influência desses processos na Política de Dividendos (Dereeper & Turki, 2016; Kaprielyan & Brady, 2018), identificou-se uma lacuna na literatura relacionada à natureza dessa influência. Não foram constatadas pesquisas que avaliassem os distintos impactos das eficiências operacional, financeira e gerencial sobre a Política de Dividendos, tampouco seu efeito temporal. Posto isto, o objetivo geral da presente dissertação consiste em analisar a influência das eficiências operacional, financeira e gerencial provenientes de processos de F&A sobre as Políticas de Dividendos das companhias listadas na B3 S/A - Brasil Bolsa Balcão S/A (B3).

Para atender ao objetivo geral da pesquisa, propõe-se como objetivos específicos: investigar os fatores determinantes da Política de Dividendos e a influência dos processos de F&A como um de seus aspectos determinantes; identificar os impactos das F&A na Política de Dividendos sob a perspectiva da eficiência empresarial, segregando-a em operacional, financeira e gerencial e; explorar o impacto temporal das eficiências operacional, financeira e gerencial, provenientes dos processos de F&A, sobre a Política de Dividendos. Neste contexto, emerge o problema de pesquisa: “*qual a influência das variações de eficiência empresarial provenientes de processos de F&A sobre a Política de Dividendos das companhias listadas na B3?*”

A relevância do estudo baseia-se na associação entre a Política de Dividendos e as diferentes decisões financeiras das empresas, sendo a sua compreensão um fator importante para a proteção aos acionistas também em processos de F&A (Forti *et al.*, 2015). Um estudo sobre F&A, realizado no Brasil, constatou que empresas brasileiras que passaram F&A entre 1995 e 2016 obtiveram um crescimento de 18% por ano no retorno aos acionistas (Grupo BLB Brasil, 2017).

Para a academia, ressalta-se a relevância do tema pelas controvérsias empíricas relacionadas aos processos de F&A. Ao assumir que o impacto dos processos sobre a Política de

Dividendos pode se dar de diversas formas, considerando os aspectos operacional, financeiro e gerencial da eficiência empresarial, pretende-se contribuir para uma discussão mais aprofundada do fenômeno, permitindo que analistas de mercado possam avaliar iniciativas a serem tomadas pelas firmas no sentido de maximizar o impacto das F&A sobre a remuneração dos acionistas. A importância da avaliação das F&A considerando o retorno financeiro aos acionistas é evidenciada por Akpan *et al.* (2019), ao indicarem que estudos anteriores ainda não analisaram a relação entre a eficiência empresarial e o aumento da riqueza dos acionistas a partir da Política de Dividendos.

Como delimitações do presente estudo, ressalta-se os aspectos de abrangência da amostra, contemplando apenas as empresas não financeiras de capital aberto listadas na B3 (ou seja, desconsiderando-se as instituições financeiras e de capital fechado); período de análise (2010 a 2019); e metodológicos, sendo que as análises serão realizadas por meio de métodos quantitativos, não sendo objetivo desta pesquisa realizar análises qualitativas dos processos de F&A a partir de outros instrumentos, como entrevistas. Como limitação da pesquisa, no que tange o tratamento das F&A, estes ocorrerão a partir da ocorrência ou não do fenômeno, não sendo observadas outras características dos processos.

Fundamentação teórica

O objetivo principal de uma empresa em funcionamento consiste em maximizar a riqueza de seus acionistas, sendo tal fato determinado a partir das Políticas de Dividendos (Leite *et al.*, 2017). Assim sendo, a decisão das firmas em aderir a processos de F&A constitui uma estratégia corporativa inerente à concorrência do mercado, sendo a criação de valor para os acionistas a ação mais importante por trás das atividades de F&A (Dereeper & Turki, 2016). Estas representam investimentos que tencionam o crescimento empresarial de forma rápida e vantajosa financeiramente, por meio da sinergia entre as empresas participantes e do aumento em seu desempenho (Ibrahimi & Meghouar, 2019).

Na literatura nacional, Camargos e Barbosa (2010) identificaram que existe uma relação entre as F&A e o atendimento aos acionistas a partir da Política de Dividendos, considerando um aumento na distribuição destes valores em períodos posteriores ao processo. Internacionalmente, Dereeper e Turki (2016), a partir da análise da Política de Dividendos antes e após os processos de F&A, identificaram que os gerentes das empresas compradoras ajustam taxas de pagamentos pós-F&A para atender às metas dos acionistas. Tal fenômeno também foi analisado por Chen *et al.* (2018), demonstrando que os processos de F&A atendem aos acionistas a partir de mudanças nas políticas de dividendos das firmas, considerando o objetivo destas em aumentar seus resultados e sua lucratividade. Neste contexto, emerge a primeira hipótese (H1) da pesquisa:

H1: A Política de Dividendos é influenciada pelos processos de F&A.

O atendimento aos interesses dos detentores de ações tem como base a Teoria da Agência de Jensen e Meckling (1976), considerando que agentes internos de grandes firmas tomam decisões de F&A como um mecanismo para reduzir os custos de agência existentes entre agentes e principais. Tendo as operações de F&A como estratégia de crescimento externo, a Teoria Neoclássica da Maximização dos Lucros da Firma de Firth (1980), como complemento da Teoria da Agência, também defende a maximização da riqueza dos acionistas. Assim sendo, as sinergias decorrentes de processos de F&A podem ser de cunho operacional, financeiro ou gerencial (Camargos & Barbosa, 2005; 2010)

Wanke *et al.* (2017) analisaram a eficiência empresarial adquirida por empresas sul-africanas que optaram por F&A como estratégia de crescimento e identificaram ganhos sinérgicos entre as firmas participantes, decorrentes desses processos. Tao *et al.* (2017) encontraram evidências consistentes com a melhoria da eficiência produtiva e o aumento do poder de compra como fonte de ganhos em F&A horizontais. Com a análise dos ganhos de F&A realizadas no mercado francês, Ibrahimi e Meghouar (2019) segregam as sinergias geradas em eficiência de vendas, de custo e híbridas e identificaram que os processos de F&A geram valor aos acionistas

de diferentes formas e em momentos distintos. Desse modo, surge a segunda hipótese da pesquisa (H2):

H2: A relação entre a Política de Dividendos e processos de F&A é moderada pela eficiência empresarial.

A partir da análise da H2, espera-se obter resultados positivos e significativos, buscando confirmar o pressuposto da Teoria da Maximização dos Lucros da Firma, demonstrando a sinergia gerada entre as empresas decorrente das F&A e sua influência na Política de Dividendos. Segundo Camargos e Barbosa (2005, 2010) e Stüpp *et al.* (2013), a sinergia empresarial ocorre quando o valor combinado das duas companhias, após a F&A, supera a soma dos valores das firmas antes de ocorrido o processo. Isso pode ser constatado pela eficiência operacional, financeira e gerencial, e está pormenorizado nos trabalhos de Wanke *et al.* (2017) e Ibrahimi e Meghouar (2019) que podem existir diferentes influências desses tipos de sinergias na remuneração dos acionistas. Assim, a H2 é segregada em três hipóteses secundárias:

H2a: A relação entre a Política de Dividendos e processos de F&A é moderada pela eficiência operacional.

H2b: A relação entre a Política de Dividendos e processos de F&A é moderada pela eficiência financeira.

H2c: A relação entre a Política de Dividendos e processos de F&A é moderada pela eficiência gerencial.

Segundo Camargos e Barbosa (2005), o aspecto temporal resultante das F&A não pode ser observado no curto prazo, mas sim a partir de dois anos após a operação, o que corrobora os achados de Ibrahimi & Meghouar (2019), os quais apresentam evidências empíricas de que o efeito para os acionistas por meio das F&A, pode ser observado a longo prazo, sendo demonstrado pelos autores que estas geram sinergias favoráveis, como redução de custos e diversificação de receitas. No mesmo sentido, Hasan *et al.* (2017) ressaltam a essência da escolha das empresas em passar por processos de F&A, que consiste em alcançar objetivos que não podem ser observados a curto prazo e que ocorrem mediante mudanças nas firmas participantes, como reestruturação e realocação de recursos, para que futuramente aumente a riqueza. Isso posto, apresenta-se a terceira hipótese (H3) do estudo:

H3: o impacto das diferentes medidas de eficiência empresarial sobre os dividendos varia ao longo dos anos posteriores aos processos de F&A.

Método

O estudo é classificado como quantitativo quanto ao problema, descritivo quanto aos seus objetivos e documental quanto aos procedimentos técnicos (Gil, 2010). A população do estudo abrangerá as empresas de capital aberto listadas na B3, ativas (330, no ano de 2019). A amostra contemplará as instituições de capital aberto listadas na B3 no período de 2010 a 2019, não financeiras e que apresentaram dados disponíveis para coleta (somando 274). Para o grupo de interesse, serão consideradas as empresas que realizaram pelo menos uma operação de F&A horizontal no período e que participaram como adquirentes/proponentes do processo, as quais serão identificadas a partir dos Fatos Relevantes da CVM. De forma preliminar, considerando o período de 2011 a 2019, foram identificadas que das 274 firmas participantes da amostra, 132 compõe o grupo de interesse.

Para atender ao objetivo geral do estudo e realizar os testes de hipóteses, as variáveis econômicas e financeiras serão coletadas na base de dados Economática e as análises serão realizadas a partir de dados em painel, os quais serão relacionados a partir de modelos de regressão múltipla (método dos quadrados ordinários - MQO) com efeitos fixos, para que seja possível observar o comportamento da firma adquirente ao longo do tempo (Wooldridge, 2002).

Para análise da H1, a Equação 1 demonstra a relação entre a Política de Dividendos e os processos de F&A:

$$DIV_{it} = \alpha + \beta_1(FDIV_{it}) + \beta_2(F\&A_{it}) + \beta_3(Controle_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que: DIV_{it} = Política de dividendos da empresa i no ano t ; $FDIV_{it}$ = Fatores determinantes da Política de Dividendos da empresa i no ano t ; $F\&A_{it}$ = *dummy*: 1 para empresas que vivenciaram a F&A e 0 caso contrário, relativas à empresa i no ano t e $Controle_{it}$ = variáveis de controle da empresa i no ano t . Como resultado, espera-se que a relação entre as políticas de dividendos e dos processos de F&A resulte em um coeficiente (β_2) positivo e significativo estatisticamente.

Para atender a H2, a Equação 2 considera a mediação das eficiências empresariais (operacional, financeira e gerencial) na relação entre Política de dividendos e F&A:

$$DIV_{it} = \alpha + \beta_1(FDIV_{it}) + \beta_2(F\&A_{it}) + \beta_3(EFIC_{it}) + \beta_4(F\&A_{it}*EFIC_{it}) + \beta_5(Controle_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que: $EFIC_{it}$ = Medidas de eficiência operacional (EO), financeira (EF) e gerencial (EG) da empresa i no ano t , relativas à H2a, H2b e H2c, respectivamente; $F\&A_{it}*EFIC_{it}$ = Interação entre as medidas de eficiência empresarial e as F&A da empresa i no ano t . DIV_{it} ; $FDIV_{it}$; $F\&A_{it}$ e $Controle_{it}$, conforme Equação 1. Sabendo-se das diferenças entre as eficiências analisadas, têm-se a expectativa de que os coeficientes se denominam em intensidades distintas ao comparar as qualidades de eficiência.

Para teste da H3, a Equação 3 demonstra a relação entre a Política de Dividendos e os processos de F&A com a intermediação das medidas de eficiência empresarial ao longo dos anos:

$$DIV_{it} = \alpha + \beta_1(FDIV_{it}) + \beta_2(F\&A_{it-2}) + \beta_3(EFIC_{it}) + \beta_4(F\&A_{it}*EFIC_{it}) + \beta_5(Controle_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em que: DIV_{it} ; $FDIV_{it}$; $F\&A_{it}$; $EFIC_{it}$; $F\&A_{it}*EFIC_{it}$ e $Controle_{it}$, conforme Equação 1. Para análise das relações ao longo dos anos, a variável F&A será defasada em $t-1$ e $t-2$. Espera-se que os coeficientes β_2 , β_3 e β_4 sejam positivos e significativos estatisticamente, e ainda, considerando o aspecto temporal, têm-se a expectativa de que os coeficientes aumentem nos anos posteriores aos processos de F&A.

Para representar a Política de Dividendos, propõe-se: dividendos pagos, dividendos por ação e *dividend yield* (Leite *et al.*, 2017). No que tange às eficiências empresariais: operacional, adquirida a partir de melhores procedimentos: margem bruta, margem operacional e margem líquida (Camargos & Barbosa, 2010); financeira, resultante do aumento da rentabilidade: receita com vendas, lucro por ação, alavancagem financeira (Camargos & Barbosa, 2010) e; gerencial, decorrente de melhorias na administração da firma: retorno sobre ativo, retorno sobre patrimônio líquido e despesas administrativas e gerais (Camargos & Barbosa, 2005).

Como contribuição, a presente pesquisa almeja fomentar o estudo do atendimento aos acionistas a partir das políticas de dividendos, tendo como fator relevante nesta relação os processos de F&A considerando que estes ocorrem visando a sinergia entre as empresas envolvidas, aumentando a eficiência empresarial. O estudo também visa contribuir para a literatura a partir da análise de diferentes aspectos que modificam a estrutura das empresas que optam por passar por atividades de F&A e que pouco são relacionados em estudos nacionais e internacionais com o impacto no mercado financeiro.

O impacto esperado a partir dos resultados da pesquisa abrange a diferença de influência das eficiências operacional, financeira e gerencial, provenientes das F&A na Política de Dividendos, esperando-se também que tal distinção seja identificada ao longo do tempo. Assim sendo, espera-se que os achados da presente dissertação contribuam demonstrando aos analistas e acionistas os possíveis ganhos que podem ser gerados a partir de F&A, ainda que os retornos de seus investimentos (a partir da distribuição de dividendos) sejam observados no longo prazo.

Principais referências

- Akpan, M., Wanke, P., Chen, Z., & Antunes, J. M. (2019). Unveiling the Endogenous Relationship Between Technical Efficiency and Value Creation in Mergers and Acquisitions in Nigeria. *South African Journal of Economics*, 1(1), pp. 1-31.
- Alves, F. I. A. B., Guedes, Y. R., & Souza, J. L. (2018). Política de Dividendos: estudo dos fatores determinantes para as empresas atuantes no setor de utilidade pública. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 8(1), 4-23.

- Grupo BLB Brasil. (2017). Fusões e Aquisições melhoram retorno das empresas de capital aberto. [Web log post]. <https://www.blbbrasil.com.br/blog/fusoes-e-aquisicoes-capital-aberto/>
- Camargos, M. A. & Barbosa, F. V. (2005). Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 12(2), pp. 99-115.
- Camargos, M. A. & Barbosa, F. V. (2010). Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Sinergias Operacionais, Gerenciais e Rentabilidade. *Contabilidade Vista & Revista*, 21(1), pp. 69-99.
- Chen, Z., Wanke, P., & Tsionas, M. G. (2018). Assessing the strategic fit of potential M&As in Chinese banking: A novel Bayesian stochastic frontier approach. *Economic Modelling*, 73(1), pp. 254–263.
- Dereeper, S., & Turki, A. (2016). Dividend policy following mergers and acquisitions: US evidence. *Managerial Finance*, 42(11), pp. 1073–1090.
- Firth, M. (1980). Takeovers, shareholder returns, and the theory of the firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 94(2), 235-260.
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015). Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), pp. 167-180.
- Gil, A. C. (2010). Métodos e técnicas da pesquisa social. São Paulo: Atlas.
- Hasan, M. M., Ibrahim, Y., Olajide, R. J., Minai, M. S., & Uddin, M. M. (2017). Malaysian acquiring firms' shareholders' wealth effect following cross-border acquisition. *Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies*, 3(2), 147-158.
- Ibrahimi, M., & Meghouar, H. (2019). Sources of value creation and destruction in horizontal mergers and acquisitions. *Managerial Finance*, 45(10-11), pp. 1398-1415.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior agency, costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.
- Kaprielyan, M., & Brady, K. (2018). The role of dividend policy in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Multinational Financial Management*, 47–48(14–30) pp. (14-30).
- Kiesel, F., Ries, J. M., & Tielmann, A. (2017). The impact of mergers and acquisitions on shareholders' wealth in the logistics service industry. *International Journal of Production Economics*, 193(1), pp. 781–797.
- Leite, M., Bambino, A. C., & Hein, N. (2017). Relação entre Política de Dividendos e desempenho econômico financeiro em empresas brasileiras e chilenas. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 205–221.
- Letaifa, W. B. (2016). Study of dividend policies in periods pre and post-merger. *Corporate Ownership & Control*, 613.
- Maas, A. J. J., Heugens, P. P. M. A. R., & Reus, T. H. (2019). Viceroy or emperor? An institution - based perspective on merger and acquisition prevalence and shareholder value. *Journal of Management Studies*, 56(1), 234-269.
- Stüpp, D. R., Borgert, A., Richartz, F., & Flach, L. (2013). Comportamento dos custos em processos de fusão: um teste empírico da empresa Brasil Foods. *Revista Eletrônica do Alto Vale do Itajaí*, 2(2), pp. 100-111.
- Tao, F., Liu, X., Gao, L., & Xia, E. (2017). Do cross-border mergers and acquisitions increase short-term market performance? The case of Chinese firms. *International Business Review*, 26(1), 189-202.
- Wanke, P., Maredza, A., & Gupta, R. (2017). Merger and acquisitions in South African banking: A network DEA model. *Research in International Business and Finance*, 41(1), pp. 362–376.
- Wooldridge, J. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. Massachusetts: MIT Press.