

**FUCAPE FUNDAÇÃO DE PESQUISA E ENSINO**

**HUGO MAGALHÃES CAMÊLO**

**ASSIMETRIA DE CUSTOS NAS FUSÕES E AQUISIÇÕES:  
Um estudo nas empresas brasileiras**

**VITÓRIA  
2021**

**HUGO MAGALHÃES CAMÊLO**

**ASSIMETRIA DE CUSTOS NAS FUSÕES E AQUISIÇÕES:  
Um estudo nas empresas brasileiras**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientadora: Prof<sup>a</sup> Dra. Sylvania Neris Nossa

**VITÓRIA  
2021**

**HUGO MAGALHÃES CAMÊLO**

**ASSIMETRIA DE CUSTOS NAS FUSÕES E AQUISIÇÕES:  
Um estudo nas empresas brasileiras**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 14 de julho de 2021.

**COMISSÃO EXAMINADORA**

---

**Profa Dra. SILVANIA NERIS NOSSA**  
**Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino**

---

**Profa Dra. ARILDA MAGNA CAMPAGNARO TEIXEIRA**  
**Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino**

---

**Prof. Dr. DANILO SOARES MONTE-MOR**  
**Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino**

Dedico esta dissertação à minha família, aos meus colegas de mestrado e a todos aqueles que contribuíram direta ou indiretamente na realização deste trabalho.

## AGRADECIMENTOS

Como toda pessoa grata pelo dom da vida, quero iniciar agradecendo a Deus, à Nossa Senhora e aos Anjos da Guarda por me permitirem chegar onde cheguei - concluir minha pós-graduação *stricto sensu* e me terem dado tanta paciência para isso, o que me proporcionou muito aprimoramento.

Agradeço também à minha família, em especial à minha irmã Terezinha, ao meu cunhado João Paulo e aos meus sobrinhos João Paulo Júnior, Islanara e João Francisco, por estarem sempre ao meu lado e acreditarem que eu seria capaz de enfrentar e superar todos os desafios que se encontrassem no meu trajeto.

Aos professores do Curso de Ciências Contábeis da UVA, em especial às nossas coordenadoras Luciene Santos Lima e Cristina Maria Nunes de Sousa, por terem realizado a lotação de minhas disciplinas durante o período letivo do mestrado, reservando sempre o meu horário de estudos, o que me permitiu conciliar meu trabalho com meu curso, em tempo alternado.

À professora Quitéria Magalhães Cavalcante, que em nenhum momento mediu esforços na correção ortográfica e gramatical desta dissertação.

Aos professores Josenias Magalhães de Sousa e Francisco Jandro Albuquerque Paiva, que me compreenderam e me ajudaram com paciência em algumas disciplinas, nas horas mais difíceis dessa caminhada, prestando-me orientações relevantes, todas as vezes que os procurava.

Aos meus colegas de classe, pelos momentos de reflexão e realização das atividades que estudamos e aprendemos juntos. Não foi à toa que minhas manhãs e tardes de sábado tornaram-se inesquecíveis com eles, não só pela agradável presença de cada um, mas também pelo melhor grupo de que fiz parte na rede social de *WhatsApp*.

Aos meus colegas de classe, em especial Nathalia e Narcélio, por me conduzirem no seu veículo depois da aula, do Sescap ao Terminal Rodoviário Papicu, para que eu pudesse pegar o ônibus coletivo que se deslocava dali à Pousada São José, onde me hospedava sempre às sextas-feiras à noite. Muitas vezes o Narcélio deixava-me na própria Pousada.

Aos professores, que tive durante toda minha trajetória escolar e acadêmica, pela dedicação e empenho no exercício do magistério, compartilhando seus conhecimentos e edificando meu perfil profissional.

Aos meus orientadores Dr. Danilo Soares Monte-Mor e Dra. Silvania Neris Nossa, que souberam, com maestria, orientar-me e desenvolver minha pesquisa, e com dedicação repassaram muitos conhecimentos essenciais para a conclusão desta dissertação.

Aos professores membros da banca de defesa, pelas contribuições fundamentais realizadas para enriquecer mais e mais o conteúdo desta pesquisa.

A todos aqueles que contribuíram direta ou indiretamente na elaboração desta pesquisa, em especial ao professor Israel Lucas de Oliveira Aguiar e aos colaboradores Thalita Regina Correia dos Santos e Thiago Gomes de Sousa.

Com todo o carinho e de coração, um enorme Obrigado!

“O corajoso não desiste nunca e luta sempre, porque sabe o que quer, tem em mira o que pretende conseguir. Mesmo sendo pequenas as possibilidades, lança mão do que está ao seu alcance e não perde a esperança de vencer”.

(Sônia Regina da Silva)

## RESUMO

Esta dissertação teve como objetivo verificar as variações assimétricas dos custos nos anos em que ocorrem as fusões e aquisições de empresas listadas na B3. Este estudo assemelha-se ao trabalho de Ugurlu *et al.* (2019), que analisam os efeitos associados a F&A, mas que se diferencia ao examinar esses efeitos da perspectiva de geração de custos adicionais no processo de incorporação. As F&A são processos que efetivamente contribuem para que as organizações diversifiquem as suas atividades e se tornem mais fortes e competitivas, no mercado em equilíbrio, que compreende tanto os aspectos geográficos quanto as características dos produtos. A metodologia desta pesquisa foi quantitativa e descritiva longitudinal com dados secundários. Para o teste de hipóteses, utilizou-se o modelo de regressão, em painel com efeitos fixos e estimador robusto. Não foi rejeitada a hipótese de que as Fusões e Aquisições podem afetar no comportamento assimétrico dos custos. Os resultados permitem admitir que a ocorrência de F&A não altera, em média, a variação dos custos. Porém a F&A tem um efeito na relação entre a variação da receita e a variação dos custos, sendo que, para as empresas que passam por este processo, há uma relação positiva com maior magnitude entre variação da receita e variação de custos em relação ao grupo de empresas que não passa pelo processo de F&A. Este estudo pode contribuir de forma positiva para toda e qualquer entidade porque traz o despertar a respeito de um item que influencia diretamente nos resultados empresariais, o Custo, que atrairá tanto os usuários internos da contabilidade (gestores) quanto os externos (investidores), favorecendo também as negociações em fusões e aquisições.

**Palavras-chave:** Fusão e aquisição; comportamento dos custos; empresas listadas na B3.

## **ABSTRACT**

This dissertation aimed to verify the asymmetric cost variations in the years in which mergers and acquisitions of companies listed on B3 occur. This study is similar to the work by Ugurlu et al. (2019), who analyze the effects associated with M&A, but which differs when examining these effects from the perspective of generating additional costs in the incorporation process. M&A are processes that effectively contribute for organizations to diversify their activities and become stronger and more competitive, in a balanced market, which includes both the geographic aspects and the characteristics of the products. The methodology of this research was quantitative and descriptive longitudinal with secondary data. For the hypothesis test, the regression model was used, in a panel with fixed effects and robust estimator. The hypothesis that Mergers and Acquisitions can affect the asymmetric behavior of costs was not rejected. The results allow us to admit that the occurrence of M&A does not change, on average, the variation in costs. However, M&A has an effect on the relationship between revenue variation and cost variation, and for companies that go through this process, there is a positive relationship with greater magnitude between revenue variation and cost variation in relation to the group companies that do not go through the M&A process. This study can contribute positively to any and every entity because it brings awareness about an item that directly influences business results, Cost, which will attract both internal accounting users (managers) and external ones (investors), favoring also negotiations in mergers and acquisitions.

**Keywords:** Merger and acquisition; cost behavior; companies listed on B3.

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	36
TABELA 2 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE PEARSON .....	37
TABELA 3 – RESULTADO REGRESSÃO.....	38

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Resultados apresentados pelos principais autores sobre assimetria de custos.....	22
Figura 2 – Resultados apresentados pelos principais autores sobre fusões e aquisições .....	28
Figura 3 – Limpeza de dados .....	32
Figura 4 – Variáveis do modelo.....	34

## LISTA DE SIGLAS

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

ABC – *Activity Based Costing* ou Custeio Baseado em Atividades

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CPV – Custo dos Produtos Vendidos

EUA – Estados Unidos da América

F&A – Fusões e Aquisições

FUCAPE – Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

IASB – *International Accounting Standards Board*

IFRS – *International Financial Reporting Standards* ou Normas Internacionais de Relato Financeiro

M&A – *Mergers and Acquisitions* ou Fusões e Aquisições

SG&A – *On Selling, General and Administrative Costs* ou Sobre Vendas, Gerais e Administrativas

SESCAP – Sindicato das Empresas de Serviços Contábeis e das Empresas de Assessoramento, Perícias, Informações e Pesquisas do Ceará

TSC – Teoria *Sticky Costs*

UVA – Universidade Estadual Vale do Acaraú

VIF – Fator de Inflação da Variância

## SUMÁRIO

<b>Capítulo 1</b> .....	<b>13</b>
<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>13</b>
<b>Capítulo 2</b> .....	<b>17</b>
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	<b>17</b>
2.1 ASSIMETRIA DE CUSTOS.....	17
2.2 FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	24
2.3 RELAÇÃO ENTRE F&A E ASSIMETRIA DE CUSTOS .....	29
<b>Capítulo 3</b> .....	<b>32</b>
<b>3 METODOLOGIA DE PESQUISA</b> .....	<b>32</b>
3.1 COLETA DE DADOS E AMOSTRA .....	32
3.2 MODELO EMPÍRICO .....	33
<b>Capítulo 4</b> .....	<b>36</b>
<b>4 ANÁLISE DE RESULTADOS</b> .....	<b>36</b>
<b>Capítulo 5</b> .....	<b>41</b>
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>41</b>
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>45</b>

## Capítulo 1

### 1 INTRODUÇÃO

As pesquisas em contabilidade gerencial estudam o comportamento assimétrico dos custos e suas variações nas atividades de rotina da organização (Silva, Zonatto, Magro, & Klann, 2018). Os custos assimétricos das empresas indicam maior declínio nos resultados quando aumentam em maior medida que crescem as vendas e quando as vendas diminuem os custos são reduzidos em menor medida (Weiss, 2010; Silva *et al.*, 2018). De acordo com os autores, os custos são assimétricos quando aumentos nos custos associados a aumentos de vendas são desproporcionais a quedas de custos associados a quedas de vendas.

Para a contabilidade de custos, os custos variáveis movimentam-se na medida em que há variações nas vendas, enquanto para a assimetria de custos, a mutação nos custos depende da amplitude das operações da entidade (Silva *et al.*, 2018). Para esses autores, a magnitude dos aumentos dos custos associados a aumentos das vendas é superior à magnitude da queda dos custos associados à queda nas vendas. Assim, os custos são superiores a partir da maximização das receitas e inferiores quando da minimização das receitas (Costa, 2018).

As fusões e aquisições são operações influenciadas pelo aspecto financeiro da assimetria de custos (Silva *et al.*, 2018). Em termos de custos, a aquisição de uma nova firma pode permitir que o adquirente gere economia de escala e âmbito, que combina as marcas e forças de trabalho, por exemplo, na fabricação e venda dos produtos (Wood, Vasconcelos, & Caldas, 2004). Outra razão para os prêmios de aquisição é o comportamento oportunista dos gestores que utilizam as fusões e aquisições para obter ganhos, por exemplo, a redução do emprego de risco, a

remuneração dos executivos e o aumento de potencial pessoal (Hitt, King, Krishnan, Makri, & Schijven, 2012).

Sendo assim, ante a possível interligação entre a assimetria de custos e as operações de fusões e aquisições, surgiu a seguinte questão da pesquisa: Quais são as variações dos custos nos anos em que ocorrem as fusões e aquisições? Visando responder essa questão, traçou-se o objetivo geral do estudo: Verificar as variações dos custos nos anos em que ocorrem as fusões e aquisições.

Quando se compra uma fusão, ao adicionar os dois patrimônios em uma única empresa ou no caso de aquisição por incorporação, as receitas e os custos daquela nova empresa crescerão (Iudícibus, Martins, Gelbcke, & Santos, 2010). De acordo com esses autores, tanto a empresa fundida quanto a incorporadora, por um lado, comprarão mais mercadorias e produtos e venderão mais. Por outro lado, estas empresas ampliarão o número de empregados, que refletirá em aumento de encargos trabalhistas e custos de manutenção (Cooper & Haltiwanger, 2006; Jang, Yehuda, & Radhakrishnan, 2017).

Nesse caso, espera-se que o comportamento assimétrico dos custos seja ampliado em períodos de fusão e aquisição na medida em que custos adicionais ao crescimento são gerados durante esse processo, porque quanto mais a empresa adquirir fusões e aquisições mais aumentarão os seus custos de produção, facilitando, assim, o seu ingresso no mercado (Camargo, 2017).

O estudo sobre o comportamento assimétrico dos custos tem se tornado relevante, sendo de interesse para a pesquisa e o ensino, para os estudantes e profissionais ligados às atividades empresariais. Essa relevância deve-se ao fato de que é necessário entender o comportamento dos custos em relação às atividades, para se ter um embasamento apropriado nos processos de tomadas de decisões.

Destacam-se, na contabilidade, as técnicas de análise de custos como ferramentas que apresentam o comportamento dos custos, dando suporte aos gestores nas decisões de como planejar e controlar suas operações e decidir por quais caminhos seguir, na busca de melhores resultados com foco no lucro (Medeiros, Costa, & Silva, 2005; Barbosa, 2020).

A metodologia desta pesquisa foi quantitativa e descritiva longitudinal com dados secundários. Os dados das empresas foram coletados no banco de dados do Economatica e da ANBIMA, no período de 2010 a 2019. O modelo foi adaptado de Ugurlu, Danisman, Erdogan e Yavas (2019), que utilizam modelo de regressão linear com efeitos fixos para período e indústrias.

Conforme os dados relacionados com a quantidade de fusões e aquisições (F&A) que já ocorreram no Brasil e no mundo, somente no Brasil, em 2018, totalizou-se 177,2 bilhões de reais com este tipo de transação, conforme dados da ANBIMA (Nani, 2020). A classe empresarial tem constantemente desenvolvido um olhar mais cuidadoso quanto à capacidade da empresa de aumentar os preços dos produtos, visto que isso prejudica os consumidores e diminui a eficiência econômica (Brito, Batistella, & Famá, 2005; Carrasco & Mello, 2021).

Os efeitos unilaterais das F&A permitem que a nova empresa tenha estímulo para aumentar seus preços e reduzir seus custos variáveis, enquanto os custos fixos não são repassados para os preços (Carrasco & Mello, 2021). Para esses autores, as F&A são processos que efetivamente contribuem para que as organizações diversifiquem as suas atividades e se tornem mais fortes e competitivas, no mercado em equilíbrio, que compreende tanto os aspectos geográficos quanto as características dos produtos. Portanto, utilizando o modelo baseado em Ugurlu *et al.* (2019), que analisam os efeitos associados a F&A, mas que se diferencia ao

examinar esses efeitos da perspectiva de geração de custos adicionais no processo de incorporação para o caso de processos de F&A no Brasil.

## Capítulo 2

### 2 REFERENCIAL TEÓRICO

#### 2.1 ASSIMETRIA DE CUSTOS

No entendimento da assimetria de custos, deve-se compreender que sempre que houver aumento de receitas, os custos também aumentarão, e sempre que houver diminuição de receitas, os custos também diminuirão, embora não na mesma proporção. Neste sentido, deve-se considerar que somente acontece assimetria de custos quando o aumento das receitas e dos custos ocorrerem de forma superior às diminuições das receitas e dos custos. (Anderson, Banker, & Janakiraman, 2003; Barbosa, 2020).

Para Anderson *et al.* (2003), quando comparado o percentual de aumento com o percentual de diminuição dos custos e receitas, o percentual do aumento deve ser maior que o da diminuição, denominando este comportamento assimétrico dos custos de Teoria *Sticky Costs*. Ao contrário, a Teoria *Anti-sticky Costs*, defende a ideia de que quando comparado o percentual de aumento dos custos e receitas com o percentual de diminuição dos custos e receitas, o percentual de aumento deve ser menor que o da diminuição para que ocorra a assimetria (Weiss, 2010; Barbosa, 2020).

A Teoria *Sticky Costs* (TSC) foi criada nos Estados Unidos da América (EUA) por Anderson *et al.* (2003). No Brasil, Medeiros *et al.* (2005) foram os pioneiros a aplicá-la, confirmando em seu trabalho, que os custos grudentos estavam parcialmente associados às variações dos custos das empresas brasileiras de capital aberto.

A literatura sobre a TSC pode ser dividida em três categorias: (i) Evidências – há ou não assimetria dos *sticky costs* nas empresas; (ii) Determinantes – causa da assimetria dos *sticky costs*; e (iii) Consequências – efeitos que a assimetria dos custos exerce sobre o lucro e sobre a sua previsão no gerenciamento de resultado (Malik, 2012; Barbosa, 2020).

A assimetria de custos exerce impacto sobre os lucros da empresa, bem como o que ela causa por meio do gerenciamento de resultado, sendo o comportamento assimétrico dos custos alterado de acordo com a sua classificação tradicional, ou seja, os custos variáveis sofrem mutações proporcionais às receitas, enquanto os custos fixos não sofrem qualquer influência (Silva *et al.*, 2018; Barbosa, 2020).

Levando-se em consideração os aspectos socioeconômico-ambientais, alguns parâmetros podem ocasionar variações significativas nos custos, como o nível de atividade da empresa, o seu volume de vendas ou mesmo a sua estrutura operacional (Richartz & Ensslin, 2013).

Um maior volume dos custos com a mão de obra não provoca variações nos custos totais das organizações do Brasil, gerando maior rigidez nas variações, enquanto a mão de obra menor indica maior variação dos custos totais. No entanto, a realidade da assimetria de custos nas organizações brasileiras difere da realidade de outras organizações internacionais (Richartz, Borgert, & Lunkes, 2014).

Por um lado, no Brasil, o nível dos investimentos em imobilizados não interfere nas variações dos custos das organizações, contudo, as variações dos custos podem ser maiores nas organizações que apresentam mais custos fixos. Por outro lado, empresas que gastam mais com mão de obra, os custos totais podem variar proporcionalmente às receitas líquidas de vendas (Richartz *et al.*, 2014).

Ao analisar dados de 19 países, entre 1990 e 2008, concluiu-se que os países que possuem uma legislação mais rígida de proteção ao emprego, alcançam uma maior assimetria de custos quando estas empresas diminuem suas atividades produtivas, o que leva as entidades a realizarem um maior número de demissões, alavancando seus custos por conta dos processos demissionais (Kama & Weiss, 2013; Richartz *et al.*, 2014).

Além dos gestores terem de se preocupar com a proteção da empregabilidade, precisam ter a prudência de provisionarem recursos suficientes para dar suporte aos períodos de redução de receitas da empresa, a fim de garantir a manutenção dos custos, até o momento de retomada das atividades da entidade (Guenther, Riehl, & Robler, 2014; Richartz *et al.*, 2014). Contudo, segundo esses autores, o fato dos gestores não tomarem decisões assertivas quanto à eliminação de recursos nesses momentos de crises, poderá ter impactos significativos na mão de obra e no comportamento dos custos.

A compreensão do comportamento dos custos é essencial para o custo e a contabilidade de gestão (Porporato & Werbin, 2010). De acordo com esses autores, os custos são descritos como fixo ou variável no que diz respeito a variações de volume atividade.

É necessário observar que uma alteração nos custos depende apenas da extensão de uma mudança no nível de atividade, mas não é influenciada pela mudança (Anderson *et al.*, 2003). Nesse sentido, os custos sofrem mais acréscimos com a expansão das atividades do que decréscimos com a baixa das operações (Cooper & Kaplan, 1992; Noreen & Soderstrom, 1997; Silva *et al.*, 2018). O comportamento dos custos de vendas, administrativos e gerais pode ser estudado

em relação à atividade de receita porque muitos dos componentes de SG&A são movidos por receita de vendas (Silva *et al.*, 2018).

Foi analisada uma amostra de 6.888 fusões concluídas entre os anos de 2003 a 2015, nos Estados Unidos, onde foi evidenciado que a atuação de um mercado de controle corporativo e de aquisição competitivo agrava os efeitos adversos da assimetria dos custos sobre os ganhos anormais de adquirentes (Ugurlu *et al.*, 2019). Para os autores, o grau de assimetria dos adquirentes afeta de forma significativa o custo das fusões e aquisições.

Os resultados obtidos confirmam a validade da literatura existente sobre custos assimétricos aplicados em um contexto diferente e novo enquanto controla os efeitos da estrutura de custos (Porporato & Werbin, 2010). Para os autores, os resultados mostram que os custos persistentes também estão presentes no setor financeiro da Argentina, Brasil e Canadá para os anos de 2004 a 2009.

As evidências apresentadas neste estudo documentam, em sentido amplo, a prevalência de comportamento assimétrico dos custos para custos de vendas, administrativos e gerais. Em contraste com o modelo comumente recebido de custos fixos e variáveis, esta evidência é consistente com um modelo alternativo de comportamento de custos que reconhece critério gerencial em ajustar o nível de recursos de atividades fornecidas em resposta a mudanças na demanda por recursos de atividade (Anderson *et al.*, 2003).

Os resultados da pesquisa sugerem que o Sistema de Custeio Baseado em Atividades (ABC) assume, de forma equivocada, custos fixos para a finalidade de cálculo e indicam que apenas 30% dos custos fixos variam em relação à atividade e não são proporcionais à mesma (Noreen & Soderstrom, 1997; Rajiv, Banker, & Byzalov, 2014). Para os autores, os resultados do estudo proporcionam forte

evidência de que existe um pequeno custo variável em contas indiretas dos hospitais analisados ao longo do ano.

Por um lado, os resultados explicam que os custos das operações das organizações norte-americanas e alemãs, com uso intensivo de capital de giro, aumentam quando as receitas aumentam, mas tendem a ser persistentes quando essas empresas sofrem declínios nas receitas. Por outro lado, os custos operacionais das empresas intensivas em capital de giro do Reino Unido e da França não aumentam após o aumento da receita, mas também não apresentam rigidez nos custos quando a receita diminui (Calleja, Steliaros, & Thomas, 2006; Subramaniam & Watson, 2016).

Os resultados mostram que 73% do custo dos adquirentes exibem comportamento assimétrico, relação negativa significativa é encontrada entre a assimetria dos custos e os retornos anormais dos adquirentes após o anúncio das fusões (Ugurlu *et al.*, 2019). Conforme esses autores, os resultados oferecem uma melhor compreensão aos gerentes sobre o comportamento assimétrico dos custos para eficiência de sua gestão de custos.

Os resultados indicam que o conceito de “rigidez de custos” não é suficientemente avançado para fornecer implicações significativas (Malik, 2012). Para o autor, os estudos que documentam evidências de comportamento assimétrico dos custos mostram resultados consistentes, mas ainda é inconclusivo verificar se a aderência de custos ocorre no gerenciamento de custos.

Os resultados empíricos com base em uma amostra de 97.547 observações por ano de 1979 a 2006 indicam que, quando as vendas caem, os gerentes cortam custos de forma mais agressiva na presença de incentivos para evitar perdas e

reduções de lucros e atender as previsões de ganhos dos analistas financeiros (Kama & Weiss, 2013).

Os resultados empíricos dos gestores sustentam as hipóteses e são consistentes com a teoria econômica dos custos fixos, ou seja, a relação entre rigidez de custos e rigidez de legislação de proteção ao emprego que se observou nos dados é consistente com a teoria de que a rigidez de custos reflete os resultados de decisões deliberadas de comprometimento de recursos tomadas por gerentes que reconhecem as compensações dinâmicas que surgem devido aos custos de ajuste (Banker, Byzalov, & Chen, 2013).

Foi descoberto que a rigidez dos custos de vendas, gerais e administrativos diminui e é menos pronunciada com a agregação de períodos, à medida que períodos mais longos incluem ciclos de ajuste mais completos e pode-se concluir que os custos fixos são custos de curto prazo (Guenther *et al.*, 2014). Para os autores, com base na teoria tradicional de custos, a não consideração da rigidez de custos pode levar a um planejamento de custos irrealista no caso de demanda decrescente e levar a decisões defeituosas.

Veja a relação de resultados sobre assimetria de custos na Figura 1:

Objetivo	Resultados	Referências
Identificar a relação entre os gastos com mão de obra e os custos fixos – com o nível de assimetria de custos totais.	Os gastos com a mão de obra e o grau de imobilização mais elevados não influenciam na assimetria dos custos totais das empresas brasileiras.	Richartz <i>et al.</i> (2014)
Realizar um mapeamento das pesquisas científicas de comportamento dos custos.	Os resultados demonstram que 32% dos artigos buscam a validação de uma teoria já existente, 58% a continuação de uma teoria com a inclusão de novas variáveis e 10% propõem uma nova teoria.	Richartz e Ensslin (2013)
Estudar o modelo de	Os resultados obtidos confirmam a validade da	Porporato e

comportamento de custo assimétrico de Anderson, Banker e Janakiraman (2003) nos bancos argentinos, brasileiros e canadenses.	literatura sobre custos assimétricos aplicados em um contexto diferente e novo e mostram que os custos persistentes estão presentes no setor financeiro da Argentina, Brasil e Canadá.	Werbin (2010)
Testar o comportamento dos custos assimétricos, comparando a variação dos custos com a das receitas de vendas.	As evidências documentam a prevalência de comportamento assimétrico dos custos, em contraste com o modelo recebido de custos fixos e variáveis. Esses resultados são importantes para a contabilidade de custos e outras áreas onde os custos são analisados em relação às mudanças de receita.	Anderson <i>et al.</i> (2003)
Verificar a partir das redes hospitalares de Washington a precisão dos modelos de custos proporcionais de acordo com a atividade.	Os resultados da pesquisa sugerem que o sistema de custeio ABC assume de forma equivocada custos fixos para a finalidade de cálculo e indicam que apenas 30% dos custos fixos variam em relação à atividade e não são proporcionais a ela.	Noreen e Soderstrom (1997)
Testar se a aderência ao custo é mais pronunciada quando as empresas sustentam uma queda significativa nas receitas.	Os resultados sugerem que os custos das empresas norte-americanas e alemãs com uso de capital de giro aumentam quando as receitas aumentam, mas tendem a ser persistentes quando essas empresas sofrem declínios nas receitas.	Calleja <i>et al.</i> (2006)
Investigar o comportamento assimétrico dos custos dos adquirentes, revelando seus efeitos sobre as fusões e aquisições.	Os resultados mostram que 73% do custo dos adquirentes exibem comportamento assimétrico após o anúncio das fusões e permitem uma melhor visão aos gestores da forma com que ocorre o comportamento assimétrico dos custos.	Ugurlu <i>et al.</i> (2019)
Revisar e sintetizar o crescente corpo de pesquisa sobre rigidez de custos.	Os resultados indicam que o conceito de “rigidez de custos” não é suficientemente avançado para fornecer implicações significativas.	Malik (2012)
Conhecer o impacto dos incentivos para atingir as metas de ganhos nos ajustes de recursos e nas estruturas de custos.	Os resultados indicam que, quando as vendas caem, os gerentes cortam custos de forma mais agressiva na presença de incentivos para evitar perdas e reduções de lucros e atender as previsões de ganhos dos analistas financeiros.	Kama e Weiss (2013)

Testar a implicação da teoria econômica dos custos fixos, verificando se a aderência ao custo reflete decisões de comprometimento de recursos por gerentes.	Os resultados são consistentes com a teoria econômica dos custos fixos e refletem que as decisões de comprometimento de recursos tomadas por gerentes surgem devido aos custos de ajuste.	Banker <i>et al.</i> (2013)
Fornecer uma visão geral das ocorrências de rigidez nos custos das empresas nos países EUA, Reino Unido, França e Alemanha.	Foi descoberto que a rigidez dos custos diminui com a agregação de períodos à medida que períodos mais longos incluem ciclos de ajuste mais completos e pode-se concluir que os custos fixos são custos de curto prazo.	Guenther <i>et al.</i> (2014)

Figura 1 – Resultados apresentados pelos principais autores sobre assimetria de custos  
Fonte: Elaborada pelo autor.

## 2.2 FUSÕES E AQUISIÇÕES

A fusão é a combinação de duas empresas em uma única entidade, combinando dívida e capital próprios (Hitt *et al.*, 2012). Uma aquisição, por outro lado, é o assumir de uma empresa por outra, quer em um amistoso, quer quando a empresa adquirente compra patrimônio da outra empresa no mercado de ações (Mendes, Pimenta, & Sousa, 2018).

As fusões e aquisições na Contabilidade e Finanças são definidas como combinações de negócios, desde que haja troca de controle, e os ativos negociados se constituam em um negócio, entre outras especificidades (Pimenta, Marques & Macedo, 2016). Os autores ainda definem como operações importantes por meio das quais as empresas realizam suas estratégias nacionais e internacionais de crescimento das corporações, além de outros fatores.

Conforme as Normas Internacionais de Contabilidade – IFRS 3, § 4 - *Business Combination* (BV2010), emitidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), uma Combinação de Negócios refere-se a um grupo de empresas

independentes ou ramos de negócios alinhados a uma única empresa que detenha as informações financeiras.

Conforme o Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1), combinação de negócios é uma “operação por meio da qual um adquirente obtém o controle de um ou mais negócios”. Como exemplo, pode-se citar as fusões e aquisições.

A Lei Federal nº 6404/76, Art. 228, define fusão como uma “operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações”. Neste tipo de operação, que também pode ser chamada de consolidação, estas companhias caracterizam-se por possuírem porte e ramo de atividades semelhantes e se relacionam por meio da simples permuta de ações, originando, assim, uma nova entidade (Iudícibus *et al.*, 2010).

O art. 227 da Lei Federal nº 6404/76, define aquisição como uma “operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações”. Quanto às motivações para ocorrência de tal operação, há uma gama de atributos que podem tornar uma empresa um possível alvo de aquisição, que conceitualmente provém da incapacidade de a administração atual maximizar a riqueza do acionista (Alexandridis, Petmezas, & Travlos, 2010).

Apesar de as transações de fusões e aquisições apresentarem características distintas, vale lembrar que as fusões ocorrem por meio da combinação de empresas, onde estas deixam de existir, dando origem a uma nova entidade, totalmente independente das anteriores, ou seja, com uma nova identidade, em que esta nova empresa constituída passa a ser controlada por uma das extintas, conforme acontece nas transações de aquisições (Mendes *et al.*, 2018).

As F&A configuram formas rápidas e precisas para o ingresso e crescimento das organizações nos mercados de atuação, bem como protegem as mesmas de aquisições indesejadas e apresentam melhores possibilidades de investimentos (Camargos & Barbosa, 2010). Empresas adquirentes muitas vezes pagam grandes prêmios de aquisição sobre as empresas adquiridas não só porque eles esperam para recuperar o investimento por meio de sinergias (Wood *et al.*, 2004), mas devido a outras razões. Por meio das fusões e aquisições, as empresas podem aumentar o seu poder de mercado e ativos para reimplantar recursos para usos mais produtivos (Reis, Carvalho, & Ferreira, 2015).

Essa pesquisa analisa o desempenho de fusões e aquisições, bem como o custo destas operações para o adquirente. Constatou-se que os adquirentes fora dos mercados de aquisição mais competitivos, especificamente os Estados Unidos da América, Reino Unido e Canadá, compartilham e realizam mais prêmios (Alexandridis *et al.*, 2010).

Percebe-se que na última década as organizações apresentaram maior grau de conhecimento sobre as evoluções de desempenho por meio das M&A, o que proporciona a criação de sinergias no processo, gerando melhores resultados econômico-financeiros (Reis *et al.*, 2015).

Houve escassa ênfase na teoria institucional para resolver os problemas de empresas de fusões e aquisições no exterior. As empresas que operam no exterior devem ganhar legitimidade, agindo de forma semelhante a empresas locais. Constatou-se também que as transações de M&A podem ser utilizadas para alcançar tal legitimidade e melhorar o desempenho dessas empresas (Reis *et al.*, 2015).

Os resultados da pesquisa mostram que os acionistas detentores de ações ordinárias não criam expectativas quanto aos processos de fusões e aquisições, apesar das avaliações positivas de mercado, das superestimativas de sinergias, além das ofertas agressivas e aquisições mal administradas, não acreditando, portanto, nos benefícios das transações (Pimenta *et al.*, 2016). De acordo com esses autores, constata-se que se as operações de fusões e aquisições proporcionarem resultados positivos, de fato, acontecem as sinergias, caso contrário, não há sinergias nos processos.

Os resultados indicam que o nível de concorrência é negativamente associado a retornos adquirentes e positivamente associado a retornos alvo e os prêmios após o controle de outra empresa, quantidade e características legais e institucionais do mercado, bem como outros efeitos fixos por País, como regulamentos de proteção aos investidores e estabelecimento de ganhos em fusões e aquisições públicas. Em geral, o papel fornece evidências de que as aquisições públicas fazem gerar ganhos, mas a distribuição dos ganhos entre aquisição e empresas-alvo depende do grau de concorrência no mercado para controle corporativo (Alexandridis *et al.*, 2010).

As evidências de pesquisas empíricas sobre fusões e aquisições esclarecem que elas somente têm significância quando proporcionam a maximização da riqueza dos investidores, bem como dar suporte à gestão nas decisões gerenciais, entendendo que poderá ou não gerar sinergias nas operações (Camargos & Coutinho, 2008).

Os resultados dessa pesquisa trazem aspectos positivos e negativos para as empresas envolvidas nas F&A, onde por um lado, apresenta aumento de porte e de participação dos acionistas e, por outro lado, apresenta perda de liderança, menores

índices de deterioração organizacional, de burocracias, de crises comunicacionais e de perda de visão gerencial (Wood *et al.*, 2004).

Veja a relação de resultados sobre fusões e aquisições na Figura 2:

Objetivo	Resultados	Referências
Compreender a pesquisa existente sobre M&A a partir da gestão e de negócios internacionais.	Os resultados mostram uma mudança de abordagens econômicas e financeiras baseadas no conhecimento e aprendizagem organizacional nos últimos anos e uma evolução de avaliar o desempenho de empresas após M&A.	Reis <i>et al.</i> (2015)
Entender as principais razões para falhas e oportunidades para obter sucesso com fusões e aquisições.	Resultado sugere que a diferença de tamanho entre as empresas adquirentes e as empresas-alvo influencia a criação de valor. Aquelas que pagam prêmios altos têm uma baixa probabilidade de criar valor na aquisição porque é improvável que criem sinergia suficiente para recuperar o prêmio pago.	Hitt <i>et al.</i> (2012)
Verificar, através da técnica de eventos, como o mercado de capitais reage em torno do anúncio da combinação de negócios.	Os resultados indicaram que, em geral, os acionistas de ações ordinárias da adquirente não apresentam expectativas quando há o anúncio de combinação de negócios.	Pimenta <i>et al.</i> (2016)
Investigar se os ganhos para adquirentes são associados ao grau de concorrência para alvos listados após o controle destas empresas.	Os resultados indicam que o nível de concorrência é negativamente associado com retornos adquirente e positivamente associado com retornos alvo e os prêmios após o controle de outra empresa. As aquisições públicas fazem gerar ganhos, mas a distribuição dos ganhos entre aquisição e empresas-alvo depende do grau de concorrência no mercado.	Alexandridis <i>et al.</i> (2010)
Fazer uma análise dos fundamentos em que se assenta uma F&A, buscando uma interface entre eles e o desenvolvimento da firma e sua teoria.	O fundamento da maximização dos lucros da firma teve sua origem nos economistas clássicos, enquanto o fundamento da maximização da utilidade gerencial teve sua origem no papel conferido à teoria da firma a partir dos institucionalistas.	Camargos e Coutinho (2008)
Identificar os objetivos e as consequências dos processos locais de F&A ocorridos no Brasil.	Essa pesquisa focou os resultados dos processos de F&A, como aumento de porte, seguido pelo aumento de participação no que geraram resultados melhores em termos de impactos inesperados, tanto para o	Wood <i>et al.</i> (2004)

	indivíduo como para a empresa.	
--	--------------------------------	--

Figura 2 – Resultados apresentados pelos principais autores sobre fusões e aquisições  
 Fonte: Elaborada pelo autor.

## 2.3 RELAÇÃO ENTRE F&A E ASSIMETRIA DE CUSTOS

As empresas envolvidas nos processos de F&A obtêm resultados positivos, em virtude das sinergias adquiridas com o aumento dos custos e receitas que serão apresentados e divulgados nas demonstrações financeiras, ocasionando maior valorização de mercado das ações e, conseqüentemente, atraindo mais investidores; o processo de F&A proporciona a geração de capital e dá oportunidade para as entidades ingressarem em novos ramos de atividades ou mesmo criarem novos produtos, bem como o aumento das receitas e dos custos de fabricação, distribuição, *design* e pesquisa & desenvolvimento ((Bortoluzzo, Garcia, Boeche, & Sheng, 2014; Camargo, 2017). Logo, estabeleceu-se a hipótese H1:

H1 – Existe uma relação positiva entre a receita e o custo.

Quando confrontados os custos com receitas de vendas em decréscimo, os gerentes relutam em demitir funcionários porque reter o excedente de mão de obra ajuda a evitar os grandes custos atuais de rescisão, bem como custos de treinamentos futuros, quando a contratação se tornar necessária no futuro (Cooper & Haltiwanger, 2006; Jang *et al.*, 2017). Inversamente, quando a atividade aumenta, embora os gerentes possam relutar em contratar mais trabalhadores por causa dos custos de ajuste, o aumento nas vendas correntes pode ser alcançado apenas se trabalhadores adicionais forem contratados, portanto, o efeito da relutância provavelmente será mais atenuado.

Os gerentes de construção de impérios, motivados a maximizar os recursos sob seu controle, cortarão os recursos apenas moderadamente quando as vendas

diminuírem e os expandirão excessivamente quando as vendas aumentarem (Banker, Byzalov, Cifci, & Mashruwala, 2014; Ugurlu *et al.*, 2019). Assim, tem-se a hipótese H2:

H2 – As empresas em decréscimo da receita terão um custo menor do que as que estão em crescimento da receita.

A relevância deste estudo está nas possibilidades de se desenvolverem novas pesquisas sobre F&A, trazendo benefícios não só para gestores, mas também para investidores e demais usuários das informações contábeis. Ademais, esse estudo esclarece que o processo de F&A tem potencial para aumentar os custos nas organizações (Ugurlu *et al.*, 2019). Logo, é levantada a hipótese H3:

H3 – Em anos de F&A o custo aumenta.

Segundo o estudo de Anderson *et al.* (2003), foram analisadas 7.629 empresas norte americanas, ao longo de 20 anos, a fim de testar a assimetria de custos. Teve como resultado que o percentual de aumento nos custos com vendas, gerais e administrativas para um acréscimo das vendas foi maior que o percentual de decréscimo dos custos, bem como das receitas. Foi verificado que o custo aumentou 0,55% com o aumento de 1% na receita, mas quando a situação se inverteu, os custos diminuíram apenas 0,35% para 1% de diminuição na receita. Entretanto, houve um comportamento assimétrico de custos denominado *sticky costs*.

A presente dissertação segue a mesma proposta de Anderson *et al.* (2003) no que tange à assimetria dos custos. Assim, é proposta a hipótese H4:

H4 – Há evidências de assimetria de custos nas empresas listadas na B3.

Nas transações de F&A, alguns serviços podem gerar custos adicionais nas organizações, como os processos de avaliação de empresas, preparação de materiais de apresentação, negociação de interessados, processo de *due diligence* e fechamento das transações (Nesello, 2020). Quando se obtém uma F&A, ampliam-se os custos de contratação e demissão da mão de obra, custos de instalação e descarte de ativos fixos e custos de indenizações e treinamentos, entre outros, levando a uma maior rigidez de custos, porque o comportamento da firma na tomada de decisões é assimétrico (Hamermesh, 1989; Bentolila & Bertola, 1990; Caballero, 1991; Abel & Eberly, 1994; Cooper & Haltiwanger, 2006; Jang *et al.*, 2017).

Assim, foi estabelecida a hipótese H5:

H5 – A assimetria de custos aumenta nos anos em que ocorrem as fusões e aquisições.

## Capítulo 3

### 3 METODOLOGIA DE PESQUISA

#### 3.1 COLETA DE DADOS E AMOSTRA

Pretende-se testar empiricamente nesta pesquisa, se há variação de custos maior ou menor nos anos quando ocorrem as fusões e aquisições entre as sociedades no mercado brasileiro. Para alcançar o objetivo e responder as hipóteses, foram coletados do banco de dados do Economatica as receitas, os custos e as despesas com vendas e administrativas de 359 empresas brasileiras listadas na B3, no período de 2010 a 2019. As fusões e aquisições foram extraídas do portal da ANBIMA no mesmo período. O período escolhido foi até 2019 por questão de disponibilização dos dados, visto que a ANBIMA não faz mais o relatório estatístico posterior ao ano de 2019. A limpeza da base de dados é explicitada na Figura 3:

<b>Ação</b>	<b>Obs</b>
Quantidade Inicial de Observações	2942
Exclusão de empresas financeiras	-19
Exclusão de Valores Faltantes	-1281
Exclusão de empresas com menos de 3 observações no painel	-30
Total de Observações	1612

Figura 3 – Limpeza de dados  
Fonte: Elaborada pelo autor.

A amostra inicial foi composta por 2.942 observações, retiradas da base Economatica. Após a limpeza descrita na Figura 3 com a amostra final ficou composta de 1.612 observações. Em relação à quantidade de Fusões e Aquisições, a amostra vinda da ANBIMA contou com 1.282 observações, considerando empresas listadas e não listadas, e destas, 82 observações de F&A de empresas

listadas foram contempladas na junção das bases da ANBIMA e do Economatica. Destas 82 observações de F&A, após a limpeza da base de dados, foram consideradas 65 observações de F&A. As empresas com menos de 3 observações dentro do painel foram excluídas por não apresentarem variabilidade dentro do painel. Após a exclusão de valores faltantes, as variáveis quantitativas foram *winsorizadas* a 1% nas duas extremidades da distribuição, para tratamentos de *outliers*.

### 3.2 MODELO EMPÍRICO

Esta pesquisa utilizou o modelo empírico adaptado de Ugurlu *et al.* (2019), também utilizado em outros estudos (Rajiv *et al.*, 2014; Costa, 2018), para investigação das suas hipóteses. O objetivo é identificar o efeito da ocorrência das F&A na relação entre a variação das receitas e dos custos, porém controlando por outros efeitos moderadores, que podem influenciar nesta relação. Assim, a Equação 1 é proposta:

$$\begin{aligned} \Delta \ln Custo_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln Rec_{it} + \beta_2 D_{dec_{it}} + \beta_3 D_{F\&A_{it}} + \beta_4 [\Delta \ln Rec_{it} * D_{dec_{it}}] \\ & + \beta_5 [\Delta \ln Rec_{it} * D_{dec_{it}} * D_{F\&A_{it}}] + \beta_6 [\Delta \ln Rec_{it} * D_{dec_{it}} * D_{crise_{it}}] \\ & + \beta_7 [\Delta \ln Rec_{it} * D_{dec_{it}} * \ln Endiv_{it}] + \beta_8 [\Delta \ln Rec_{it} * D_{dec_{it}} \\ & * \Delta \ln Tam_{it}] + \sum \beta_j Ano_t + \varepsilon_{it} \quad (1) \end{aligned}$$

A variável  $Custo_{it}$  indica os custos da empresa, dado pela soma no CPV, despesa de vendas e despesas administrativas;  $Rec_{it}$  corresponde à receita líquida operacional da empresa;  $D_{dec_{it}}$  é a variável dicotômica que indica decréscimo da receita, ou seja, se a variação da receita em relação ao período anterior for negativa, esta variável recebe valor 1, 0 caso contrário;  $D_{F\&A_{it}}$  é a variável dicotômica de F&A,

que recebe valor 1 caso a empresa tenha passado pelo processo de F&A como compradora ou vendedora, e 0 caso contrário. Na sequência são adicionadas as variáveis de  $D_{crise_{it}}$ , que recebe valor 1 caso o País estivesse passando por um período de crise econômica (entre os anos de 2013 e 2017), e 0 caso contrário;  $\ln Endiv_{it}$  é calculado por  $\ln D\acute{iv}idaTot_{it} - \ln AtivoTot_{it}$ , sendo  $\ln D\acute{iv}idaTot_{it}$  o logaritmo natural da dívida total da empresa; e  $\ln Tam_{it}$  indica o logaritmo do Ativo Total da empresa.  $Ano_t$  são variáveis dicotômicas para cada um dos anos analisados, com exceção do ano de 2010, que foi utilizado como ano-base. A notação  $\Delta \ln(x_{it})$  significa  $\ln(x_{it}) - \ln(x_{it-1})$ . Todas as variáveis utilizadas são definidas na Figura 4.

O modelo foi estimado via Painel com Efeitos Fixos, devido ao resultado do teste de Hausmann, e com estimador robusto. Para análises auxiliares, serão reportadas também as estatísticas descritivas das variáveis, análise de correlação de Pearson, estatística VIF para análise de multicolinearidade. Para que as hipóteses deste trabalho não sejam rejeitadas, espera-se que os coeficientes estimados tenham os seguintes sinais:  $\beta_1 > 0$ ;  $\beta_2 < 0$ ;  $\beta_3 \neq 0$ ;  $\beta_4 \neq 0$ ;  $\beta_5 > 0$

Variável	Descrição	Hipótese e Sinal	Tipo
$\Delta \ln Custo_{it}$	É o logaritmo natural da variação dos custos da empresa, calculado por: $\ln(Custo_{it}) - \ln(Custo_{it-1})$ .		Variável Explicada
$\Delta \ln Rec_{it}$	É o logaritmo natural da variação das receitas da empresa, calculado por: $\ln(Rec_{it}) - \ln(Rec_{it-1})$ .	H1: (+)	Variável Explicativa
$D_{decit}$	<i>Dummy</i> de decrescimento da receita. Recebe valor 1 caso a empresa tenha decrescimento de receita no ano corrente em relação ao período anterior, 0 caso contrário.	H2: (-)	Variável Explicativa
$D_{F\&Ait}$	<i>Dummy</i> de Fusão e Aquisição. Recebe 1 caso a empresa esteja passando por Fusão/Aquisição naquele ano, 0 caso contrário.	H3: (+)	Variável Explicativa
$\Delta \ln Rec_{it} * D_{decit}$	Interação entre variação da receita e <i>dummy</i> de empresas em decrescimento da receita.	H4: (+/-)	Variável Explicativa
$\Delta \ln Rec_{it} * D_{decit} * D_{F\&Ait}$	Interação entre variação da receita e <i>dummy</i> de empresas em decrescimento da receita e	H5: (+)	Variável Explicativa

	<i>dummy</i> de fusões e aquisições.		
$\Delta \ln Rec_{it} * D_{dec_{it}}$ $* D_{crise_{it}}$	Interação entre variação da receita e <i>dummy</i> de empresas em decrescimento da receita e <i>dummy</i> de crise econômica. A <i>dummy</i> de crise econômica recebe valor 1 caso o ano seja entre 2013 e 2017, 0 caso contrário.		Variável Explicativa de controle
$\Delta \ln Rec_{it} * D_{dec_{it}}$ $* \ln Endiv_{it}$	Interação entre variação da receita e <i>dummy</i> de empresas em decrescimento da receita e logaritmo natural do endividamento da empresa. O logaritmo natural da relação entre dívidas totais e ativo total, dado por: $[\ln(DividaTot_{it}) - \ln(AtivoTot_{it})]$		Variável Explicativa de controle
$\Delta \ln Rec_{it} * D_{dec_{it}}$ $* \Delta \ln Tam_{it}$	Interação entre variação da receita e <i>dummy</i> de empresas em decrescimento da receita e logaritmo natural do ativo total da empresa, que é dado pelo logaritmo natural da variação do ativo total da empresa, calculado por: $\ln(AtivoTot_{it}) - \ln(AtivoTot_{it-1})$ .		Variável Explicativa de controle

Os dados foram coletados na ANBIMA e na base Economatica.

Figura 4 – Variáveis do modelo

Fonte: Elaborada pelo autor.

Para controlar outros fatores que podem gerar assimetrias de custos, foram utilizadas também a interação da variação da receita e *dummy* de decrescimento da receita com a variável de tamanho e de endividamento total, e períodos de crise. A variável de tamanho foi utilizada, pois empresas maiores têm maiores custos fixos e as empresas menores têm menores custos fixos. Desta forma, se houver redução nas receitas, os custos não têm redução e não se ajustam da mesma forma e nem na mesma proporção, apresentando, assim, uma assimetria de custos. Da mesma forma, empresas com mais endividamento possuem contratos que asseguram estas dívidas, porém por causa das instituições do País em que a empresa está inserida, certos custos e despesas não podem ser ajustados a qualquer momento. Por fim, o controle de períodos de crise visa ajustar os resultados, considerando o ambiente econômico em que a empresa está inserida (Guenther *et al.*, 2014; Jang *et al.*, 2017; Gabbi, Tanzi, & Nadotti, 2011; Rajiv *et al.*, 2014; Costa, 2018).

## Capítulo 4

### 4 ANÁLISE DE RESULTADOS

Pode-se visualizar na Tabela 1 que os dados estatísticos apresentam as variáveis utilizadas no modelo, porém não considerando as interações, apenas as variáveis utilizadas para criar as interações propostas na Equação 1. Para as variáveis de variação do custo e da receita, a estatística descritiva aponta uma evolução com similaridades, com médias de 0,09 e 0,08, respectivamente, e também valores próximos no primeiro, segundo e terceiro quartis, sendo que apenas os valores mínimo e máximo apresentam uma disparidade um pouco mais evidente.

**TABELA 1 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA**

Variável	N	Média	SD	Mínimo	25%	Mediana	75%	Máximo
$\Delta \ln Custo_{it}$	1612	0,09	0,27	-1,03	-0,01	0,09	0,20	1,05
$\Delta \ln Rec_{it}$	1612	0,08	0,30	-1,19	-0,01	0,09	0,20	1,24
$D_{F\&A_{it}}$	1612	0,04	0,20	0	0	0	0	1
$D_{dec_{it}}$	1612	0,26	0,44	0	0	0	1	1
$\Delta \ln Tam_{it}$	1612	0,10	0,27	-2,37	-0,01	0,07	0,17	2,05
$\ln Endiv_{it}$	1612	-1,38	1,26	-10,41	-1,71	-1,16	-0,81	5,46
$D_{crise_{it}}$	1612	0,52	0,50	0	0	1	1	1

$\Delta \ln Custo_{it}$  é o logaritmo natural da variação dos custos da empresa;  $\Delta \ln Rec_{it}$  indica o logaritmo natural da variação das receitas da empresa;  $D_{F\&A_{it}}$  indica a variável dicotômica de ocorrência de F&A;  $D_{crise_{it}}$  indica a variável dicotômica de período de crise econômica;  $D_{dec_{it}}$  indica a variável dicotômica de decrescimento da receita;  $\Delta \ln Tam_{it}$  indica a variação do ativo total da empresa;  $\ln Endiv_{it}$  indica o logaritmo natural da relação entre dívida total e ativo total. A notação  $\Delta \ln(x_{it})$  significa  $\ln(x_{it}) - \ln(x_{it-1})$ .

Fonte: Elaborada pelo autor.

Os resultados da variação de Ativo Total indicam que a média foi positiva, ou seja, houve crescimento das empresas em média no período, porém até o 1º quartil da distribuição houve algum decrescimento do tamanho destas empresas. Para a relação entre dívida total e ativo total, os resultados indicam que na média, e até pelo menos o 3º quartil da amostra, o logaritmo da relação entre dívida total e ativo total é negativo, ou seja, o valor original é um número decimal, que indica que para a maioria da amostra, as dívidas totais são maiores que o ativo total. Para as variáveis

dicotômicas utilizadas, vê-se que, em média, 26% das observações analisadas da amostra obtiveram decréscimo da receita em relação ao período anterior, e 4% das empresas da amostra passaram pelo processo de fusão e aquisição.

A Tabela 2 indica as correlações das variáveis utilizadas. Importante é ressaltar que nesta tabela serão reportados os resultados das variáveis utilizadas, bem como as interações propostas. Observa-se que existe uma correlação entre a variação de custos e variação da receita, corroborando a similaridade encontrada na estatística descritiva.

Todas as variáveis explicativas escolhidas que são interações com a variação da receita apresentam correlação ao nível de 1% com a variável explicada, porém este resultado pode ser derivado do fato de que estas variáveis estão interagindo com a receita, que possui forte correlação com o custo. Entre si, as variáveis também apresentam correlação forte devido a esta construção do modelo que leva em conta as interações, que podem indicar algum nível de multicolinearidade. Para verificar a presença deste fenômeno, será apresentada a estatística VIF junto das regressões.

**TABELA 2 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE PEARSON**

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
$\Delta \ln Custo_{it}$	1							
$\Delta \ln Rec_{it}$	0,78***	1						
$D_{F\&A_{it}}$	-0,04	0,001	1					
$D_{dec_{it}}$	-0,5***	-0,6***	0,04	1				
$\Delta \ln Rec_{it} * D_{dec_{it}}$	0,6***	0,7***	0,003	-0,6***	1			
$\Delta \ln Rec_{it} * D_{dec_{it}} * D_{F\&A_{it}}$	0,15***	0,1***	-0,3***	-0,1***	0,2***	1		
$\Delta \ln Rec_{it} * D_{dec_{it}} * \Delta \ln Tam_{it}$	-0,2***	-0,3***	0,01	0,2***	-0,5***	-0,2***	1	
$\Delta \ln Rec_{it} * D_{dec_{it}} * \ln Endiv_{it}$	-0,4***	-0,5***	-0,005	0,4***	-0,6***	-0,1***	0,3***	1
$\Delta \ln Rec_{it} * D_{dec_{it}} * D_{crise_{it}}$	0,5***	0,6***	-0,003	-0,5***	0,8***	0,2***	-0,4***	-0,6***

$\Delta \ln Custo_{it}$  é o logaritmo natural da variação dos custos da empresa;  $\Delta \ln Rec_{it}$  indica o logaritmo natural da variação das receitas da empresa;  $D_{F\&A_{it}}$  indica a variável dicotômica de ocorrência de F&A;  $D_{crise_{it}}$  indica a variável dicotômica de período de crise econômica;  $D_{dec_{it}}$  indica a variável dicotômica de decréscimo da receita;  $\Delta \ln Tam_{it}$  indica a variação do ativo total da empresa;  $\ln Endiv_{it}$  indica o logaritmo natural da relação entre dívida total e ativo total. A notação

$\Delta \ln(x_{it})$  significa  $\ln(x_{it}) - \ln(x_{it-1})$ . Legenda: \*\*\* p-valor < 1%; \*\* 1% < p-valor < 5%; \* 5% < p-valor < 10%

Fonte: Elaborada pelo autor.

A Tabela 3 indica o resultado para o modelo de regressão das variáveis utilizadas, definidas na Equação 1. A tabela indica as variáveis, o sinal esperado de acordo com cada hipótese e os resultados estimados.

**TABELA 3 – RESULTADO REGRESSÃO**

Variáveis	Sinal Esperado	$\Delta \ln Custo_{it}$
$\Delta \ln Rec_{it}$	H1: +	0.700*** (12.49)
$D_{dec_{it}}$	H2: -	-0.0325** (-2.074)
$D_{F\&A_{it}}$	H3: +	-0.0198 (-0.951)
$\Delta \ln Rec_{it} * D_{dec_{it}}$	H4: +/-	-0.128 (-0.779)
$\Delta \ln Rec_{it} * D_{dec_{it}} * D_{F\&A_{it}}$	H5: +	0.445** (2.132)
$\Delta \ln Rec_{it} * D_{dec_{it}} * \Delta \ln Tam_{it}$		0.0719 (0.469)
$\Delta \ln Rec_{it} * D_{dec_{it}} * \ln Endiv_{it}$		-0.0128 (-0.164)
$\Delta \ln Rec_{it} * D_{dec_{it}} * D_{crise_{it}}$		-0.0555 (-0.379)
Constante		0.0507** (2.293)
Observações		1612
$R^2$ -overall		63%
VIF		2,18
Teste Hausmann		0,0000***
Controle Ano		Sim
Número de Empresas		181

$\Delta \ln Custo_{it}$  é o logaritmo natural da variação dos custos da empresa;  $\Delta \ln Rec_{it}$  indica o logaritmo natural da variação das receitas da empresa;  $D_{F\&A_{it}}$  indica a variável dicotômica de ocorrência de F&A;  $D_{crise_{it}}$  indica a variável dicotômica de período de crise econômica;  $D_{dec_{it}}$  indica a variável dicotômica de decréscimo da receita;  $\Delta \ln Tam_{it}$  indica a variação do ativo total da empresa;  $\ln Endiv_{it}$  indica o logaritmo natural da relação entre dívida total e ativo total. A notação  $\Delta \ln(x_{it})$  significa  $\ln(x_{it}) - \ln(x_{it-1})$ .

Legenda: \*\*\* p-valor < 1%; \*\* 1% < p-valor < 5%; \* 5% < p-valor < 10%

Fonte: Elaborada pelo autor.

Para a hipótese H1, que indica que há uma relação positiva entre receitas e custos, os resultados indicam não rejeição da hipótese, ao nível de 1% de significância. Ou seja, um aumento da variação da receita está positivamente relacionado com um aumento da variação de custos da empresa.

Para a H2, que indica que empresas com decrescimento de receita terão um custo menor que as empresas com crescimento de receita, os resultados indicam não rejeição da hipótese, ao nível de 5% de significância. Este resultado indica, em confluência com a primeira hipótese, que existe uma relação entre receitas e custos, e empresas com dificuldades na receita tendem a diminuir seus custos.

A H3 do trabalho indica que os custos das empresas aumentam em anos de processo de F&A. Os resultados não indicam significância estatística do efeito estimado, portanto, esta hipótese é rejeitada.

A H4 do trabalho indica que há evidências de assimetria de custos nas empresas listadas na B3. Para testar esta hipótese, foi criada uma interação entre a variação da receita e a *dummy* de decrescimento da receita. O resultado estimado indica que não há significância estatística para a interação da variação da receita com o grupo de empresas com receita em decrescimento, indicando que não há diferença da relação entre variação da receita e dos custos a depender se a empresa está em decrescimento de receita ou não. Portanto, a H4 é rejeitada.

Por fim, a H5 do trabalho indica que existe o aumento da assimetria de custos nos anos em que ocorrem F&A. Para testar esta hipótese, foi criada uma interação entre a variação da receita, a *dummy* de decrescimento e a *dummy* de F&A. Os resultados indicam associação positiva e significativa a 5%. Este resultado indica a não rejeição da H5, e indica que as Fusões e Aquisições podem afetar no comportamento assimétrico dos custos.

De acordo com a literatura sobre o tema, quando se obtém uma F&A, ampliam-se os custos de contratação e demissão da mão de obra, custos de instalação e descarte de ativos fixos e custos de indenizações e treinamentos, entre outros, levando a uma maior rigidez de custos (Hamermesh, 1989; Bentolila & Bertola, 1990; Caballero, 1991; Abel & Eberly, 1994; Cooper & Haltiwanger, 2006; Jang & Yehuda, 2020).

Os resultados analisados conjuntamente indicam que a ocorrência de F&A não altera, em média, a variação dos custos, porém a F&A tem um efeito na relação entre a variação da receita e a variação dos custos, sendo que, para as empresas que passam por este processo, há uma relação positiva com maior magnitude entre variação da receita e variação de custos em relação ao grupo de empresas que não passa pelo processo de F&A.

Estes resultados são relevantes para a literatura brasileira de assimetria de custos no sentido de que existem diversos efeitos nas empresas que decorrem destes processos, como gerenciamento de resultados (Mendes *et al.*, 2018), formação de expectativa do mercado (Pimenta *et al.*, 2016), melhora de indicadores da empresa (Camargos & Barbosa, 2010). Porém os efeitos de como os gestores têm utilizado a receita para gerenciar os custos e despesas da empresa, não é diferente para empresas que passam pelo processo, então não há maior variação dos custos.

## Capítulo 5

### 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desta pesquisa foi verificar a relação entre as variações dos custos para empresas listadas na B3 e como esta relação apresenta assimetria de custos na presença de processos de F&A. Foram estabelecidas e avaliadas 5 hipóteses neste estudo com o intuito de solucionar o seguinte problema de pesquisa: Quais são as variações dos custos nos anos em que ocorrem as fusões e aquisições?

A hipótese H1 sustenta que existe uma relação positiva entre a receita e o custo, foi não rejeitada ao nível de 1% de significância. A H2, as empresas em decréscimo da receita terão um custo menor do que as que estão em crescimento da receita, foi não rejeitada ao nível de 5% de significância. A H3, em anos de F&A o custo aumenta, foi rejeitada, uma vez que o resultado não foi significativo. A H4, há evidências de assimetria de custos nas empresas listadas na B3, também foi rejeitada. A H5, a assimetria de custos aumenta nos anos em que ocorrem as fusões e aquisições, foi não rejeitada ao nível de 5% de significância.

As fusões e aquisições são operações nas quais se unem duas ou mais entidades societárias para se formar uma nova sociedade, que será responsável por todos os seus negócios, compondo um novo patrimônio onde o adquirente obtém o seu controle, incorporando-se os seus bens, direitos e obrigações.

Desta forma, também acontece a expansão dos negócios, bem como dos relacionamentos entre acionistas, investidores, clientes, fornecedores e cooperadores. Com isso, conseqüentemente, surgem novos custos e receitas relacionados às entidades anteriormente existentes que foram fundidas, expandindo, assim, as operações da nova sociedade.

Portanto, afirma-se que as fusões e aquisições interferem na assimetria de custos, aumentando os custos e as receitas em razão da junção dos patrimônios, conforme foi confirmado por meio da hipótese 5 desta pesquisa.

Os resultados que este estudo reporta indicam que há uma relação entre receitas e custos, sendo que as empresas que possuem maior variação da receita possuem maior variação de custo. Ainda, esta relação é influenciada pela presença de Fusões e Aquisições, ou seja, há um efeito moderador positivo de F&A no comportamento assimétrico dos custos. Entretanto, existem resultados indicando uma relação de que empresas que passaram por processos de F&A possuem uma maior média de variação de gastos, mas não há um efeito de crises, dívidas ou tamanho no comportamento assimétrico do custo.

Esta pesquisa tende a contribuir positivamente para toda e qualquer entidade, uma vez que traz o despertar a respeito de um item de suma importância, que influencia diretamente nos resultados dos negócios empresariais: o Custo. Traz uma abordagem relevante a respeito da temática, tanto para os usuários da contabilidade, sejam eles internos (gestores, administradores e funcionários) ou externos (acionistas, investidores, fornecedores, financiadores e outros), bem como para os próprios profissionais e estudantes, sobre a importância de cada vez mais voltar um olhar cuidadoso sobre os custos, compreendendo suas classificações dentro da entidade em conformidade com suas principais operações.

Buscam-se o controle, a análise e a compreensão de como estes custos variam em relação às suas atividades, bem como ao nível de suas receitas, entendendo que este conhecimento possibilita, por exemplo, aos profissionais da contabilidade oferecer dados e informações precisas, úteis e tempestivas aos seus clientes. Por outro lado, os gestores receberão da contabilidade o suporte

necessário, a fim de minimizar de forma adequada, eficiente e eficaz, os danos de apropriação e manutenção de custos desnecessários na empresa, tomando decisões assertivas, com o intuito de alavancar os resultados operacionais, econômicos e financeiros.

Com um adequado controle dos custos, sejam eles fixos ou variáveis, a entidade, conseqüentemente, alcançará um nível satisfatório de saúde financeira, o que favorecerá a atratividade dos usuários externos, em especial os acionistas e investidores, favorecendo também nos processos de negociações positivas em fusões e aquisições.

No decorrer do desenvolvimento desta pesquisa, em alguns momentos ocorreram algumas limitações, como o próprio tempo disponibilizado para conclusão e entrega dos resultados, consideravelmente curto para exploração de um assunto tão complexo como variações assimétricas de custos em fusões e aquisições.

Desta forma, recomenda-se como sugestão de pesquisas futuras, que sejam feitos novos estudos para verificar quais são as fontes específicas da fonte de assimetria de custos causada por processos de F&A, aprofundando os resultados encontrados nesta pesquisa. Sabe-se que esse assunto é de fonte inesgotável, e abre um leque de oportunidades para pesquisas futuras, visto que o maior intuito dos empresários é a captação de lucros, e o custo é um dos fatores primordiais para o alcance deste propósito.

Esta pesquisa traz um despertar para exploração de várias outras pesquisas, em tantas outras variáveis para este tema, como controle e implementação de sistemas de custeios, auditorias específicas de custos, a fim de se buscar a adequação, minimização e aprimoramento dos custos, pesquisas sobre técnicas de acurácia sobre os custos, análise e interpretação dos custos, dentre outros assuntos

que se tornam essenciais para o sucesso dos negócios e tomadas de decisões nas entidades, não apenas relacionados ao foco desse estudo que foi o processo de F&A, mas para todas as possibilidades de investimentos.

Assim, espera-se que esta pesquisa contribua com o desenvolvimento de tantos outros estudos acadêmicos nas áreas de Contabilidade e Administração, adicionando conhecimento empresarial e científico do tema fusões e aquisições, assunto discutido no âmbito nacional e internacional.

## REFERÊNCIAS

- Alexandridis, G., Petmezas, D., & Travlos, N.G. (2010). Gains from mergers and acquisitions around the world: New evidence. *Financial Management*, 39, 1671-1695.
- Anderson, M. C., Banker, R. D., & Janakiraman, S. (2003). Are selling, general and administrative costs "Sticky"? *Journal of Accounting Research*, 41(1), 47-63.
- Abel, A. B., & Eberly, J. C. (1994). A unified model of investment under uncertainty. *American Economic Review*, 84(5), 1369-1384.
- Bortoluzzo, A., B., Garcia, M. P. S. de., Boehe, D. M., & Sheng, H. H. (2014). Desempenho de fusões e aquisições cross border: Análise empírica do caso brasileiro. *Revista de Administração de Empresas*, 54(6), 659-671.
- Banker, R. D., Byzalov, D., & Chen, L. T. (2013). Employment protection legislation, adjustment costs and cross-country differences in cost behavior. *Journal of Accounting and Economics*, 55(1), 111-127.
- Banker, R. D., Byzalov, D., Cifci, M., & Mashruwala, R. (2014). The moderating effect of prior sales changes on asymmetric cost behavior. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2), 221-242.
- Brito, G. A. S., Batistella, F. D., & Famá, R. (2005). Fusões e aquisições no setor bancário: Avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. *Revista de Administração-RAUSP*, 40(4), 353-360.
- Bentolila, S., & Bertola, G. (1990). Firing costs and labor demand: How bad is eurosclerosis? *Review of Economic Studies*, 57, 381-402.
- Barbosa, A. P. de. A. (2020). *Assimetria dos custos em empresas brasileiras de capital aberto do setor de química* (Dissertação de mestrado). Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, MG, Brasil.
- Caballero, R. (1991). On the sign of the investment-uncertainty relationship. *American Economic Review*, 81(1), 279-288.
- Calleja, K., Stelias, M., & Thomas, D. C. (2006). A note on cost stickiness: Some international comparisons. *Management Accounting Research*, 17(2), 127-140.
- Carrasco, V., & Mello, J. M. de. (2021). Computando os efeitos de fusões. Disponível em: [sites.google.com/site/joaompdemello/cv-portugues/fusoes](https://sites.google.com/site/joaompdemello/cv-portugues/fusoes). Acesso em: 24 mar. 2021.
- Camargo, R. F. de. (2017). Fusões e aquisições de empresas: Como ocorre o processo de mergers and acquisitions (M&A)? Disponível em:

<https://www.treasury.com.br/topico/fusoes-e-aquisicoes-de-empresas-com-ocorre-o-processo-de-mergers-and-acquisitions-ma/>. Acesso em: 23 out. 2020.

- Camargos, M. A. de., & Barbosa, F. V. (2010). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: Sinergias operacionais, gerenciais e rentabilidade. *Revista Vista & Revista*, 21(1), 69-99.
- Camargos, M. A. de., & Coutinho, E. S. (2008). A teoria da firma e a fundamentação teórica para fusões e aquisições: Uma análise de suas interfaces. *RAC-Eletrônica*, 2(2), 273-295. Disponível em: [http://www.anpad.org.br/periodicos/arq\\_pdf/a\\_738.pdf](http://www.anpad.org.br/periodicos/arq_pdf/a_738.pdf). Acesso em: 23 fev. 2020.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. *Pronunciamentos técnicos do comitê de pronunciamentos contábeis (CPC)*. Disponível em: <http://www.cpc.org.br>. Acesso em: 13 jan. 2020.
- Costa, E. R. (2018). *A influência da adoção das IFRS's na assimetria dos custos das empresas brasileiras listadas na B3* (Dissertação de mestrado). Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, ES, Brasil.
- Cooper, R., & Kaplan, R. (1992). Activity-based systems: Measuring the costs of resource usage. *Accounting Horizons*, 1-14.
- Cooper, R. W., & Haltiwanger, J. C. (2006). On the nature of capital adjustment costs. *Review of Economic Studies*, 73, 611-633.
- Guenther, T. W., Riehl, A., & Robler, R. (2014). Cost stickiness: State of the art of research and implications. *Journal of Management Control*, 13, 1-18.
- Gabbi, G., Tanzi, P. M., & Nadotti, L. (2011). Firm size and compliance costs asymmetries in the investment services. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 19(1), 58-74.
- Hitt, M., King, D., Krishnan, H., Makri, M., & Schijven. (2012). Creating value through mergers and acquisitions: Challenges and opportunities. *The Handbook of Mergers and Acquisitions*, 1-63.
- Hamermesh, D. (1989). Labor demand and the structure of adjustment costs. *American Economic Review*, 79(4), 674-689.
- Iudícibus, S. de., Martins, E., Gelbcke, E. R., & Santos, A. dos. (2010). *Manual de contabilidade societária: Aplicável a todas as sociedades*. São Paulo: Atlas.
- Jang, Y., Yehuda, N., Radhakrishnan, S. (2017). Cost stickiness, adjustment costs and value creation in M&A deals. *Jindal School of Management*, 1, 1-45.
- Kama, I., & Weiss, D. (2013). Do earnings targets and managerial incentives affect sticky costs? *Journal of Accounting Research*, 51(1), 201-224.

- Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (2020). Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm). Acesso em: 12 ago. 2020.
- Malik, M. A. (2012). A review and synthesis of 'cost stickiness' literature. *Social Science Research Network*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2276760>. Acesso em: 28 ago. 2012.
- Medeiros, O. R. de., Costa, P. S., & Silva, C. A. T. (2005). Testes empíricos sobre o comportamento assimétrico dos custos nas empresas brasileiras. *Revista Contabilidade e Finanças*, 16(38).
- Mendes, P. I., Pimenta, M. M., & Sousa, G. A. (2018). Fusões e aquisições versus gerenciamento de resultados: Análise da qualidade da informação contábil das companhias listadas na B3. *Pensar Contábil*, 11-19.
- Nani, S. (2020). Mercado de fusões e aquisições deve crescer em 2020 de acordo com pesquisa mundial. Disponível em: <https://administradores.com.br/artigos/mercado-de-fusões-e-aquisições-deve-crescer-em-2020-de-acordo-com-pesquisa-mundial>. Acesso em: 20 maio 2020.
- Nesello, J. H. (2020). M&A por quem entende de negócios. Disponível em: [contato@zaxo.com.br](mailto:contato@zaxo.com.br). Acesso em: 23 out. 2020.
- Noreen, E., & Soderstrom, N. (1997). The accuracy of proportional cost models: Evidence from hospital service departments. *Review of Accounting Studies*, 2, 89-114.
- Pimenta, M. M., Marques, J. A. V. C. da., & Macedo, M. A. S. da. (2016). Retornos anormais versus criação de valor e sinergias operacionais de firmas brasileiras envolvidas em combinações de negócios. *Pensar Contábil*, 17(64), 30-38.
- Porporato, M., & Werbin, E. M. (2010). Active cost management in banks: Evidence of sticky costs in Argentina, Brazil and Canada. *Management Accounting Section (MAS) Meeting Paper*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1659228>. Acesso em: 25 jun. 2012.
- Rajiv, D., Banker, R. D., & Byzalov, D. (2014). Asymmetric cost behavior. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2), 43-79.
- Richartz, F., & Ensslin, S. R. (2013). Comportamento dos custos: Mapeamento e análise sistêmica das publicações internacionais. In: XX Congresso Brasileiro de Custos. *Anais*, Uberlândia, ABC, 01-16.
- Richartz, F., Borgert, A., & Lunkes, R. J. (2014). Comportamento assimétrico dos custos nas empresas brasileiras listadas na BM&BOVESPA. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 7(3), 339-361.

- Reis, N. R., Carvalho, F., & Ferreira, J. V. (2015). Um panorama de três décadas de pesquisas de fusões e aquisições. *Revista Ibero-Americana de Estratégia – RIAE*, 14(2), 51-71.
- Silva, A., Zonatto, V. C. S. da., Magro, C. B. D., & Klann, R. (2018). Comportamento assimétrico dos custos e gerenciamento de resultados. *Brazilian Business Review*, 1, 191-206.
- Subramaniam, C., & Watson, M.W. (2016). Additional evidence on the sticky behavior of costs. *Advances in Management Accounting*, 26, 275-305.
- Ugurlu, M., Danisman, G. O., Erdogan, B. S., & Yavas, V. C. (2019). Asymmetric cost behavior and acquirer returns: evidence from u. s. mergers. *Ege Akademik Bakis*, 19(3), 323-339.
- Wood, T., Jr., Vasconcelos, F. C., & Caldas, M. P. (2004). Fusões e aquisições no Brasil. *RAE Executivo de São Paulo*, 2(4), 41-45.
- Weiss, D. (2010). Cost behavior and analysts earnings forecasts. *The Accounting Review*, 85(4), 1441-1471.