

FINANÇAS



CRIAÇÃO DE VALOR EM FUSÕES E AQUISIÇÕES BRASILEIRAS

VALUE CREATION IN BRAZILIAN MERGERS AND ACQUISITIONS

LUIZ FELIPE JACQUES DA MOTTA
Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

MARCELO CABUS KLOTZLE
Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

PRISCILA VALE COSTA DE OLIVEIRA
BNDES

FLAVIA DE SOUZA COSTA NEVES CAVAZOTTE
Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

ANTONIO CARLOS FIGUEIREDO PINTO
Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Data de submissão: 08 ago. 2013. **Data de aprovação:**

30 set. 2013. **Sistema de avaliação:** Double blind review. Universidade FUMEC / FACE. Prof. Dr. Henrique Cordeiro Martins. Prof. Dr. Cid Gonçalves Filho. Prof. Dr. Luiz Claudio Vieira de Oliveira

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo analisar se as operações de fusões e aquisições brasileiras promoveram, efetivamente, maior eficiência para a empresa resultante e maiores benefícios para seus acionistas. Para isso, é realizada uma análise quantitativa dos indicadores de criação de valor e operacionais de empresas brasileiras não financeiras de capital aberto que participaram de operações de fusão ou aquisição, entre janeiro de 2005 e dezembro de 2010. A contribuição deste estudo consiste em aumentar a compreensão de um tema controverso e relevante, tanto para a área acadêmica quanto para meio empresarial, além de auxiliar na identificação, por meio de evidências empíricas, de alguns dos fatores condicionantes de resultados na adoção dessa estratégia empresarial no Brasil.

PALAVRAS-CHAVE:

Fusões e aquisições. Criação de valor. Sinergias operacionais. Rentabilidade de empresas. Desempenho financeiro.

ABSTRACT

This paper aims to examine whether mergers and acquisitions in Brazil promoted greater efficiency for the resulting company and greater benefits for its shareholders. With that goal, we performed a quantitative analysis of value creation and operational indicators of publicly traded, non-financial Brazilian companies that participated in mergers or acquisitions between January 2005 and December 2010. The contribution of this study is to increase understanding of a controversial topic that is relevant to both the academic and the business contexts, also assisting in identifying, through empirical evidence, some of the conditioning factors that influence the outcomes of adopting such business strategy in Brazil.

KEYWORDS:

Mergers and acquisitions. Value creation. Operational synergies. Company Profitability. Financial Performance.

INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, a economia mundial vem assistindo a um movimento continuado de fusões e aquisições (F&A) de empresas, o que demonstra uma tendência crescente à concentração e centralização do capital. De acordo com dados de um estudo da KPMG, Pesquisa de Fusões e Aquisições 2010 - 4º trimestre (2011), nos últimos anos, observou-se uma mudança no patamar de volume de negócios no Brasil, que passou de uma média de 290 transações por ano entre 2000 e 2004 para 563 transações entre 2005 e 2010.

Nesse contexto, o presente trabalho visa a analisar se as operações selecionadas resultaram, efetivamente, em maior eficiência para as empresas envolvidas e em maiores benefícios para seus acionistas.

Para Jensen e Ruback (1983), as fusões e aquisições criam valor econômico para os acionistas, já que permitem a utilização de recursos específicos a que, de outro modo,

a empresa não teria acesso. Chatterjee (1986) afirma que as fusões e aquisições apenas resultam em criação de valor para os acionistas quando as empresas conseguem aumentar as sinergias e o fluxo de caixa resultante na empresa combinada. Em uma pesquisa mais recente, em 2002, Capron e Pistre observaram que as empresas adquirentes não obtinham retornos anormais ao simplesmente incorporarem os recursos das empresas adquiridas, mas apenas ao transferirem seus próprios recursos para as empresas compradas. Em 2009, Camargos e Barbosa constataram que as operações de F&A, no Brasil, ocorridas entre janeiro de 1996 e dezembro de 2004, proporcionaram sinergias operacionais para as empresas e levaram a melhorias do valor de mercado das empresas pesquisadas.

O objetivo da pesquisa em tela é descobrir se as empresas brasileiras que participaram de processos de fusão ou aquisição

entre janeiro de 2005 e dezembro de 2010 apresentaram sinergias operacionais e geraram valor para seus acionistas. Além disso, a pesquisa explorará se há grau maior de sinergia em operações verticais do que em horizontais.

Para tanto, são analisadas operações de F&A que envolveram companhias não financeiras de capital aberto no mercado de capitais brasileiro, no período supra-mencionado. Para serem consideradas, as transações devem ter envolvido um valor minimamente relevante - pelo menos cinco milhões de reais. Além disso, as empresas envolvidas devem ter efetuado apenas uma operação no período de 24 meses e ter seus dados econômico-financeiros e de mercado, na época da operação, divulgados ao público. No caso de alguma das empresas envolvidas ter participado de mais de uma operação de F&A no período indicado, foi escolhida a operação mais relevante em termos econômicos.

É importante observar que os aspectos econômico-financeiros resultantes de uma operação desse porte são apenas uma parte das motivações que levam duas companhias a se unirem, que podem ser também de cunho estratégico, pela complementaridade dos produtos ou serviços oferecidos, pela entrada em mercados ainda não explorados pela companhia compradora, ou pela transferência de tecnologia, por exemplo. No entanto, quaisquer que sejam os motivos identificados para a realização de uma fusão ou aquisição, a motivação primordial que deve ser sempre observada é a criação de valor para os acionistas das companhias envolvidas. Nesse sentido, a pesquisa foca nos indicadores de valor de mercado e nos indicadores operacionais das empresas, e em como esses indicadores evoluíram

após a realização da F&A. Para a análise, é comparado o desempenho das empresas envolvidas antes e após a data do anúncio ao mercado da operação de F&A.

O artigo está dividido em cinco seções. Na primeira, é feita uma introdução ao tema e apresentado o objetivo do estudo e suas delimitações. Na segunda, apresenta-se o referencial teórico do estudo, com o estado da arte das pesquisas sobre o tema. A terceira seção contém a metodologia utilizada na pesquisa e a quarta indica e interpreta os resultados obtidos. Por fim, a quinta seção conclui o estudo, fornecendo recomendações para futuras pesquisas nesta área.

REFERENCIAL TEÓRICO

Em geral, o crescimento de uma empresa ocorre por meio da expansão interna, que acontece quando suas divisões existentes crescem mediante atividades normais de investimento de capital. No entanto, os exemplos mais radicais de crescimento e, em geral, os maiores aumentos nas cotações das ações das empresas resultam de operações de fusões e aquisições (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 2008).

Como a maioria das decisões de investimento realizadas por uma empresa nos tempos atuais, a aquisição de outra empresa é efetuada em condições de incerteza, em que, teoricamente, aplica-se o princípio básico de avaliação: uma empresa deve ser adquirida se gera valor presente líquido positivo para os acionistas da empresa compradora (ROSS *et al.*, 2002).

Além disso, as aquisições representam um instrumento importante de controle para os acionistas, uma vez que a aquisição, por uma outra empresa, pode ser um modo pelo qual os acionistas conseguem

afastar os administradores com os quais estão insatisfeitos. As aquisições poderiam ser, assim, consequência de conflitos de agência, isto é, conflitos subjacentes entre os interesses dos administradores existentes e os dos acionistas (ROSS *et al.*, 2002).

De acordo com Brigham *et al.* (2008), as F&A podem ser classificadas em quatro tipos distintos: (i) horizontal; (ii) vertical; (iii) congênere; e (iv) conglomerada. Uma fusão horizontal ocorre quando uma empresa se combina com outra de sua mesma linha de negócios — uma fusão entre bancos, por exemplo. Uma fusão vertical ocorre quando uma empresa se combina com um de seus fornecedores ou clientes — um produtor de aço que adquire uma empresa de mineração de ferro ou carvão. Como “congênere” significa “aliada em natureza ou ação”, uma fusão congênere envolve empresas que estão no mesmo setor, mas não atuam na mesma linha de negócios, nem como fornecedoras, nem como clientes. Por fim, uma fusão conglomerada ocorre quando empresas não relacionadas se unem.

Evidências Empíricas sobre Fusões e Aquisições no Mundo

Os efeitos das fusões e aquisições a longo prazo foram estudados por Loughran e Vijh (1997), que encontraram relação entre os retornos pós-aquisição e o modo de aquisição e forma de pagamento: durante um período de cinco anos após a operação, empresas que realizaram fusões com pagamento em ações tiveram um retorno negativo de -25%, enquanto empresas que pagaram por aquisições em dinheiro obtiveram um retorno positivo de 61,7%.

Camargos e Barbosa (2003), a partir de pesquisas na literatura econômico-financeira internacional, encontraram

evidências que sugerem que: as fusões e aquisições ocorrem visando tanto à maximização da riqueza dos acionistas quanto à maximização da utilidade gerencial; pode existir ou não sinergia nessas operações; a informação nova liberada ao mercado e suas possíveis interpretações por parte dos investidores gera retornos anormais positivos; firmas de maior porte recebem a maior parte dos ganhos; e investidores conseguem obter retornos iguais ou superiores aos de empresas combinadas (diversificadas) em investimentos na proporção adequada de ações de diferentes firmas.

Sintetizando os resultados empíricos sobre a atividade de F&A, Camargos e Barbosa (2009) explicaram que: (i) os acionistas de empresas adquiridas obtêm ganhos substanciais a curto prazo, quando a operação é bem-sucedida, sendo os ganhos aparentemente maiores em aquisições do que em fusões; (ii) os acionistas das empresas adquirentes ganham pouco com as aquisições de controle, 4% em média; (iii) a taxa de retorno para acionistas de empresas que são alvo de operações malsucedidas de fusão é negativa; e (iv) a rentabilidade média geral para os acionistas em aquisições e em fusões malsucedidas é igual. Assim, os autores constataram que os estudos acadêmicos sobre os processos de fusões e aquisições são, portanto, inconclusivos (JENSEN; RUBACK, 1983; ASQUITH, 1983; LANG; STULZ; WALKING, 1989; AGRAWAL; JAFFE; MANDELKER, 1992; GRAHAM; LEMMON; WOLF, 2002, *apud* CAMARGOS; BARBOSA, 2009).

Evidências Empíricas sobre Fusões e Aquisições no Brasil

No cenário brasileiro, são encontrados ainda poucos trabalhos analisando a cria-

ção de valor e de sinergias em operações de fusões e aquisições. Rocha, Iooty e Ferraz (2001), analisando dados contábeis anuais de uma amostra de 120 operações no período compreendido entre 1990 e 1997, concluíram que não houve diferenças significativas no desempenho econômico-financeiro das empresas após a F&A.

Por outro lado, Matias e Pasin (2001), ao analisarem dados contábeis anuais de 22 operações de F&A ocorridas entre 1995 e 1997, constataram que a maior parte das empresas apresentou reduções nos custos e despesas e, conseqüentemente, aumento na rentabilidade, comprovando a captura de sinergias.

Camargos e Barbosa (2005a) fizeram uma análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em empresas brasileiras que passaram por processos de fusão ou aquisição entre 1995 e 1999, utilizando o arcabouço teórico da Análise Fundamentalista. Nesta análise, os autores identificaram uma piora na situação financeira das empresas analisadas após a combinação, uma melhora na situação econômica e que tais processos geraram sinergias operacionais e gerenciais. A situação financeira foi analisada por meio de indicadores de liquidez e de endividamento/estrutura das empresas. Os indicadores de liquidez fornecem uma medida da capacidade de a empresa pagar suas dívidas, enquanto os de estrutura evidenciam a composição dos capitais próprios e de terceiros que financiam a empresa, refletindo assim sua estrutura de capital e decisões de financiamento. Já a situação econômica é evidenciada pelos indicadores de rentabilidade, pois fornecem o retorno proporcionado pelo negócio, sinalizando a eficiência da sua gestão. Finalmente, os indicadores

de sinergias visam a identificar as sinergias oriundas da união das empresas – como a margem bruta, a margem líquida e as despesas administrativas e gerais.

Outra pesquisa de Camargos e Barbosa (2005b) avaliou a reação do mercado e a rentabilidade de ações de companhias adquirentes de capital aberto brasileiras que passaram por processos de fusão ou aquisição no âmbito do mercado da Bovespa, entre julho de 1994 e julho de 2002, por meio da análise de retornos anormais em períodos próximos a cada anúncio. Neste estudo, os autores concluíram que os processos de fusão ou aquisição estudados não causaram impactos significativos estatisticamente no preço das ações, apesar da tendência de queda da média dos retornos anormais após a divulgação do evento, e que esses processos não resultaram em ganhos reais, contrariamente à hipótese da maximização da riqueza dos acionistas.

Além disso, os referidos autores também analisaram o retorno anormal de ações quando da divulgação de processos de fusões e aquisições, analisando 32 processos ocorridos entre 1994 e 2001, no mercado de capitais brasileiro, por meio da metodologia de estudos de evento. Os autores constataram que tais processos não proporcionaram, de maneira geral, retornos anormais para seus acionistas, ou seja, não resultaram na criação de valor para estes. Ademais, constataram que o mercado se comportou de maneira eficiente, no que se refere à forma semiforte, além de terem sido encontrados indícios de que o mercado reage de maneira negativa na precificação das ações de empresas compradoras e adquiridas e de maneira positiva para as ações de empresas fusionadas (CAMARGOS; BARBOSA, 2007).

Oliveira, Forte e Aragão (2007) procuraram identificar os resultados das aquisições a partir da percepção dos gestores. Entendendo por resultado qualquer efeito tangível ou intangível no ambiente organizacional e no posicionamento da empresa frente ao mercado, os autores concluíram que as operações analisadas geraram vantagens competitivas para as empresas compradoras.

Em pesquisa mais recente, Camargos e Barbosa (2009) avaliaram se as fusões e aquisições de empresas brasileiras resultaram em sinergias operacionais e criaram valor para os acionistas. Os autores fizeram um estudo descritivo, que utilizou os testes Wilcoxon Signed Rank Test e Rank Test para analisar dados trimestrais de 72 processos de fusões e aquisições ocorridos entre 1996 e 2004. Os autores concluíram que as operações estudadas resultaram em sinergias operacionais e na maximização do valor de mercado das empresas pesquisadas e, assim, da riqueza dos acionistas.

Os resultados alcançados pelas pesquisas mencionadas anteriormente não apresentam consistência suficiente para se concluir acerca dos efeitos resultantes das operações de F&A nem de sua magnitude. Buscando um melhor entendimento do assunto, neste trabalho serão testadas as seguintes hipóteses teóricas: **H1**: A média das variáveis de criação de valor das empresas **compradoras**, computada dois anos após a união, não sofreu mudança significativa quando comparada com a média no trimestre imediatamente anterior; **H2**: A média das variáveis de sinergias operacionais das empresas **compradoras**, computada dois anos após a união, não sofreu mudanças significativas quando comparada com a média no trimestre imediatamente anterior; **H3**: A média das variáveis de

criação de valor das empresas **adquiridas**, computada dois anos após a união, não sofreu mudanças significativas quando comparada com a média no trimestre imediatamente anterior; **H4**: A média das variáveis de sinergias operacionais das empresas **adquiridas**, computada dois anos após a união, não sofreu mudanças significativas quando comparada com a média no trimestre imediatamente anterior; **H5**: A média das variáveis de criação de valor e de sinergias operacionais das empresas **compradoras**, quando comparada com a média das variáveis de criação de valor e de sinergias operacionais das empresas **adquiridas** dois anos após a união, não apresenta diferenças significativas; **H6**: Fusões e Aquisições horizontais geram mais valor para os acionistas do que Fusões e Aquisições verticais.

METODOLOGIA

A metodologia utilizada para avaliar o desempenho operacional e a geração de valor para o acionista é inspirada no estudo realizado por Camargos e Barbosa (2009), os quais utilizaram dados de companhias que passaram por processos de fusões e aquisições entre janeiro de 1996 e dezembro de 2004, cujas ações estavam listadas, à época, na Bolsa de Valores de São Paulo. No entanto, são utilizadas ferramentas estatísticas diferentes para medir a significância dos resultados encontrados, assim como períodos diferentes.

Os processos de F&A analisados são provenientes do banco de dados do Bloomberg e filtrados a partir dos seguintes critérios de escolha da amostra: (i) identificação do dia da divulgação da operação ao mercado — tal data deve estar contida no período entre janeiro de 2005 e dezembro

de 2010; (ii) envolver um valor relevante — acima de R\$ 5 milhões; (iii) envolver companhias de capital aberto não financeiras; e (iv) ter efetuado apenas uma operação no período de 24 meses (em caso de mais de uma operação ocorrida no período, foi selecionada a de maior valor para a empresa). Assim, foram analisados dados de 60 (sessenta) empresas, em um total de 30 (trinta) processos de F&A. Para verificar se haveria diferença entre os resultados, as empresas foram separadas em dois grupos distintos: “compradoras” e “adquiridas”.

Na pesquisa em tela, os dados contábeis e de mercado são provenientes do banco de dados Economática. Foram utilizados dados trimestrais obtidos de demonstrações financeiras não consolidadas, dado que a intenção da pesquisa é analisar o impacto da operação de F&A sobre o desempenho de determinada empresa, e não do grupo empresarial a que tal empresa pertence (CAMARGOS; BARBOSA, 2009). Os dados selecionados foram referentes aos oito trimestres anteriores e aos oito trimestres posteriores à data de cada união.

Para mensurar a criação de valor resultante das operações de F&A, são utilizadas duas variáveis: Valor de Mercado das Ações/Valor Patrimonial (VM/VP) e Valor da Firma/Ativo Total (FV/AT). Camargos e Barbosa (2009) observaram que há correlação significativa ao nível de 1% quando são comparadas as variáveis de valor VM/VP, FV/AT e Q de Tobin e, desse modo, essas três variáveis podem ser utilizadas como *proxies* alternativas umas das outras, notadamente as variáveis Q de Tobin e VM/VP, as quais apresentam alta correlação. Com isso, optou-se por trabalhar apenas com as duas variáveis mencionadas anteriormente.

Já as sinergias operacionais foram analisadas

por meio de quatro variáveis, Margem Líquida (MgLiq), Margem EBIT (MgEBIT), Geração Bruta de Caixa (GBC) e Crescimento da Receita Operacional Líquida (CrescROL). A Tabela 1 a seguir descreve as variáveis utilizadas.

Visando a identificar o impacto das operações de fusões e aquisições estudadas no que se refere à criação de valor e sinergias operacionais nas empresas da amostra, foram feitos testes de diferença de médias de cada variável descrita na seção supra, por meio da utilização do teste estatístico t de Student. Foram comparadas as médias das variáveis de cada empresa, no trimestre imediatamente anterior à divulgação da F&A, com a média dessas variáveis dois anos (oito trimestres) após a divulgação. Além disso, foram comparadas também as médias das variáveis entre as empresas compradoras e adquiridas, no mesmo período mencionado anteriormente.

Os testes estatísticos foram realizados considerando-se o nível de significância de 1% (p -valor $< 0,01$), 5% (p -valor $< 0,05$) e 10% (p -valor $< 0,1$). Ademais, optou-se por excluir das amostras analisadas valores identificados como *outliers*, ou pontos fora da curva, os quais poderiam prejudicar a análise, conferindo uma tendência para maior ou menor das médias.

Também foram realizadas análises de regressão, com o objetivo de identificar o grau em que as variáveis independentes escolhidas podem explicar as variações nos indicadores analisados nesta pesquisa. Para isso, cada um dos indicadores analisados foi considerado, separadamente, como a variável dependente de uma regressão múltipla, cujas variáveis independentes foram: (i) uma variável binária, podendo ser 0 ou 1, na qual 0 significa empresa compradora e 1 significa empresa adquirida; (ii) o logaritmo neperiano da receita líquida

TABELA 1 – Resumo das variáveis utilizadas na pesquisa

| VARIÁVEL | FÓRMULA* | INTERPRETAÇÃO TEÓRICA |
|--|--|--|
| (1) Valor de Mercado / Valor Patrimonial | $\frac{M}{P} \cong \frac{VMAO + VMAP}{E}$ | Medida que indica como os investidores olham a empresa. Empresas com taxas de retorno, sobre o patrimônio líquido, relativamente altas geralmente são vendidas a múltiplos de valor patrimonial mais altos do que aquelas de baixos retornos (BRIGHAM et al., 2008). |
| (2) Valor da Firma / Ativo Total | $F = \frac{FirmValue}{A}$ | Medida do capital dos sócios (ações), do capital de terceiros (dívidas) e do capital decorrente das atividades da empresa em relação aos investimentos nela realizados (SILVEIRA, 2004, apud CAMARGOS; BARBOSA, 2009). |
| (3) Margem Líquida | $MgLiq = \frac{L}{V}$ | Mede a proporção do valor da Receita Líquida que resta após a dedução de todas as despesas e impostos (MARION, 2009). |
| (4) Margem EBIT | $MgEBIT = \frac{EBIT}{V}$ | Medida do desempenho operacional da empresa, mensurando o controle da estrutura de gastos, os quais incluem custos e despesas (CAMARGOS; BARBOSA, 2009). |
| (5) Geração Bruta de Caixa | $GBC = \frac{EBITDA}{A}$ | Indicador do caixa ou do potencial de geração de caixa pelos ativos operacionais (SILVEIRA, 2004, apud CAMARGOS; BARBOSA, 2009). Ela mede quanto os ativos da empresa geram de recuperação de caixa por ano (MARION, 2009). |
| (6) Crescimento da Receita Operacional Líquida | $CrescROL = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}}$ | Mede o comportamento das atividades da empresa antes e após a F&A e a sua atuação no mercado, identificada pela variação dos seus níveis de vendas líquidas (SILVEIRA, 2004, apud CAMARGOS; BARBOSA, 2009). |

*Sendo: VMAO = valor de mercado de ações ordinárias; VMAP = valor de mercado de ações preferenciais; PL = Patrimônio Líquido; Firm Value = VMAO + VMAP + DCP + DLP + FCP + FLP + ACC – DICP, sendo: DCP e DLP = debêntures de curto e longo prazo; FCP e FLP = financiamentos de curto e de longo prazo; ACC = adiantamentos de contratos de câmbio; e DICP = disponibilidades e investimentos de curto prazo; AT = Ativo Total; LL = Lucro Líquido; VL = Vendas Líquidas (ou Receita Líquida); EBIT = Lucro Operacional (earnings before interest and taxes); e EBITDA = EBIT + Depreciação e Amortização (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization).

anual de cada empresa, visando a identificar se o comportamento da variável tem relação com o tamanho da empresa analisada; e (iii) um representativo do prêmio pago pela empresa comprada, isto é, a relação entre o valor pago por ação e o valor de mercado da ação na data do anúncio da operação.

Complementando o estudo, com o objetivo de encontrar uma explicação para o incremento do valor de mercado conjunto (ou seja, considerando as sinergias existentes) das empresas envolvidas após a união, foi realizada uma análise de regressão múltipla, que teve como variável dependente

a variação percentual do valor do negócio (empresa compradora mais empresa adquirida) após a união, em relação à variação das médias de diversas medidas de desempenho no período de dois anos após as transações. Essa análise teve como objetivo identificar justificativas para a variação da sinergia observada pelo mercado.

Nessa última análise de regressão, as variáveis independentes foram a variação das médias dos indicadores operacionais de cada empresa envolvida (Margem Líquida e Geração Bruta de Caixa) no período que vai do trimestre imediatamente anterior à

união até dois anos após, além de uma variável binária, podendo ser 0 ou 1, na qual 1 significa que a operação foi uma F&A horizontal e 0, que a operação foi uma F&A vertical ou de outra classe. O objetivo desta variável binária é identificar se operações de F&A horizontais, visando a economias de escala, têm mais probabilidade de criar valor para a empresa do que outros tipos de F&A.

Discussão e Apresentação dos Resultados

Primeiramente, buscou-se comparar as médias antes e depois do anúncio da

união entre as empresas, unicamente das variáveis de criação de valor (1) e (2), sendo a amostra subdividida entre empresas compradoras e vendedoras. Na Tabela 2, a seguir, além dos valores mensurados por meio da média das variáveis nos períodos anteriores e posteriores à F&A, são apresentados o percentual de variação entre as médias, o resultado da operação sobre o desempenho geral da amostra após dois anos (se melhorou ou piorou) e os valores obtidos para o p-valor por meio do teste t de Student, ao nível de significância de 5%.

TABELA 2 – Teste de comparação de médias para variáveis de criação de valor

| Variáveis de Criação de Valor | | | | | | |
|-------------------------------|----------|-------------|--------------|------------|-----------|---------|
| Amostra | Variável | Média Antes | Média Depois | % Variação | Resultado | p-valor |
| Compradoras | VM/VP | 3,75 | 3,89 | 3,88% | MELHOROU | 0,927 |
| | FV/AT | 2,05 | 1,63 | -20,56% | PIOROU | 0,468 |
| Adquiridas | VM/VP | 2,01 | 4,09 | 103,12% | MELHOROU | 0,260 |
| | FV/AT | 1,29 | 1,52 | 17,78% | MELHOROU | 0,685 |

Ao analisar os resultados das empresas compradoras, encontram-se evidências de criação de valor na variável VM/VP, que apresentou crescimento de 3,88%, e de destruição de valor se analisada a variável FV/AT, visto que houve uma redução de 20,56%. No entanto, como os p-valores encontrados são 0,927 e 0,468, respectivamente, não se pode rejeitar H1, isto é, não se pode dizer que a média das variáveis de criação de valor das empresas compradoras sofreu mudanças significativas dois anos após a união. Por sua vez, nos resultados das empresas adquiridas foram encontradas evidências de criação de valor após a F&A. A variável VM/VP apresentou um crescimento de 103,12% após dois anos contados da operação, enquanto a variável FV/AT apresentou um crescimento de

17,78%. Como no caso anterior, devido aos p-valores encontrados para estas variáveis, 0,260 e 0,685, conclui-se que H3 não pode ser rejeitada, isto é, a média das variáveis de criação de valor das empresas adquiridas não sofreu mudanças significativas dois anos após a união.

A Tabela 3, a seguir, apresenta os mesmos parâmetros analisados na tabela anterior, porém para variáveis de sinergias operacionais.

Analisando-se os resultados encontrados para o grupo de empresas compradoras, observa-se que todas as variáveis apresentaram melhora: os indicadores MgLíquida, MgEBIT, GBC e CrescROL apresentaram, respectivamente, crescimento de 27,47%, 148,93%, 39,26% e 23,03%. No entanto, como nenhum p-va-

TABELA 3 – Teste de comparação de médias para variáveis de sinergia

| Variáveis de Sinergias Operacionais | | | | | | |
|-------------------------------------|-----------|-------------|--------------|------------|-----------|---------|
| Amostra | Variável | Média Antes | Média Depois | % Variação | Resultado | p-valor |
| Compradoras | MgLíquida | 21,30% | 27,15% | 27,47% | MELHOROU | 0,686 |
| | MgEBIT | 12,57% | 31,30% | 148,93% | MELHOROU | 0,129 |
| | GBC | 23,85% | 33,22% | 39,26% | MELHOROU | 0,404 |
| | CrescROL | 60,26% | 74,14% | 23,03% | MELHOROU | 0,404 |
| Adquiridas | MgLíquida | 7,19% | 17,32% | 140,84% | MELHOROU | 0,369 |
| | MgEBIT | -31,25%* | 27,02% | -186,48% | MELHOROU | 0,150 |
| | GBC | 37,45% | 25,50% | -31,89% | PIOROU | 0,588 |
| | CrescROL | 26,33% | 78,63% | 198,60% | MELHOROU | 0,178 |

(*) A amostra de empresas adquiridas apresentava várias empresas com grande deficit operacional, o que trouxe a média para um valor negativo(-31,25%). A mediana da amostra foi de +11,8%.

lor encontrado para as variáveis mencionadas foi menor do que os níveis de significância estipulados para a pesquisa, não se pode rejeitar H2. Assim, pode-se afirmar que a média das variáveis de sinergias operacionais das empresas compradoras não sofreu mudanças significativas dois anos após a união. De uma maneira geral, o grupo de empresas adquiridas também apresentou resultados que indicam uma melhora no desempenho das empresas após a união, com exceção da variável GBC, que apresentou uma redução de 31,89%. As demais variáveis, MgLíquida, MgEBIT e CrescROL, apresentaram, respectivamente, melhora de 140,84%, -186,48%(sobre uma base negativa) e 198,60%. Mais uma vez, levando-se em conta os p-valores encontrados pelos testes estatísticos e os níveis de significância estabelecidos, a hipótese H4 não pode ser rejeitada. Com isso, a afirmação de que a média das variáveis de sinergias operacionais das empresas adquiridas não sofreu mudanças significativas dois anos após a união deve ser considerada verdadeira.

Foram comparadas, ainda, as médias de cada variável apresentada pelos grupos de empresas compradoras e empresas adqui-

ridas, com vistas a identificar se existem diferenças significativas. A Tabela 4 mostra essa comparação para as médias observadas dois anos após a união.

Como pode ser observado, há diferença significativa entre os valores comparados apenas com relação ao indicador MgEBIT, no qual o grupo das compradoras apresenta uma média de 31,30%, enquanto o grupo das empresas adquiridas apresenta uma média de 27,02%. Com relação à criação de valor, não se pode afirmar que a média das variáveis, quando comparadas dois anos após a união, apresenta diferenças significativas. Quanto às variáveis de sinergia operacional, duas entre quatro apresentam diferenças significativas (Margem Líquida e Margem EBIT), enquanto Geração de Caixa e Crescimento de Receitas estatisticamente não apresentam diferenças entre empresas compradoras e adquiridas. Esses resultados sugerem que, apesar de haver uma diferença favorável às compradoras em indicadores de margem, para as demais métricas de desempenho e para as variáveis de criação de valor (que representam a percepção do mercado), não se pode afirmar que haja diferenças entre compradoras e adquiridas.

TABELA 4 – Teste de comparação de médias entre compradoras e adquiridas dois anos após a união

| Variável | Situação em t+8 | | |
|-----------|-----------------|------------|---------|
| | Compradoras | Adquiridas | p-valor |
| VM/VP | 3,89 | 4,09 | 0,655 |
| FV/AT | 1,63 | 1,52 | 0,659 |
| MgLíquida | 27,15% | 17,32% | 0,086* |
| MgEBIT | 31,30% | 27,02% | 0,043** |
| GBC | 33,22% | 25,50% | 0,435 |
| CrescROL | 74,14% | 78,63% | 0,496 |

* Significante ao nível de 0,1; **Significante ao nível de 0,05.

Além da comparação entre as médias encontradas para a amostra analisada, foi realizada também uma regressão múltipla com o objetivo de identificar os fatores que explicam as variações dos indicadores analisados. A regressão hierárquica também foi realizada, com a inserção de uma variável independente por vez, com o objetivo de identificar a consequente variação do coeficiente de determinação.

Desse modo, primeiramente, foi calculada a regressão tendo como variável independente apenas a variável binária (*dummy*), como pode ser observado pela equação a seguir:

$$(1) \Delta\%indicador = \beta_1 + \beta_2 dummy + e_i$$

Sendo:

$\Delta\%indicador$ = variação percentual de cada indicador selecionado

dummy = variável binária, podendo ser 0 ou 1, em que 0 significa empresa compradora e 1 significa empresa adquirida

Posteriormente, foi inserida na regressão uma variável independente representante do faturamento da empresa. Na análise em tela, optou-se por utilizar o logaritmo neperiano da receita líquida anual de cada empresa. Assim, a equação passou a ser como segue:

$$(2) \Delta\%indicador = \beta_1 + \beta_2 dummy + \beta_3 \ln(ver)$$

Sendo:

$\ln(vendas_{t0})$ = logaritmo neperiano da receita líquida anual de cada empresa em t0

Por último, foi inserida uma variável independente representando o prêmio pago pela empresa comprada, como segue:

$$(3) \Delta\%indicador = \beta_1 + \beta_2 dummy + \beta_3 \ln(vendas_{t1})$$

Sendo:

Preço pago/preço mercado = valor pago por ação dividido pelo valor de mercado da ação na data do anúncio da operação

A Tabela 5, a seguir, mostra os resultados encontrados para a variável $\Delta\%VM/VP$.

Apesar de as variáveis independentes analisadas explicarem um percentual relativamente baixo da variação do indicador $\Delta\%VM/VP$, apenas 9%, pode-se observar que, além de a variável faturamento responder pela maior variação do coeficiente de determinação desse modelo, essa variável é também a única que apresentou resultados estatisticamente significantes ao nível de 5% e 6%. O fato de o coeficiente encontrado ser negativo é curioso, pois indica que o tamanho da empresa, medido pelo seu faturamento, é inversamente relacionado à percepção do mercado em relação ao valor patrimonial contábil da empresa. Um motivo para isso pode ser a percepção, pelo mercado, de que a utilidade marginal de uma aquisição será tão menor quanto maior for a empresa.

TABELA 5 – Resultado da regressão da variável $\Delta\%VM/VP$

| Regressão $\Delta\%VM/VP$ | | | |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Resultados | Equação (1) | Equação (2) | Equação (3) |
| R - Quadrado | 0,020 | 0,084 | 0,094 |
| Var. R - Quadrado % | - | 0,064 | 0,01 |
| Interseção | | | |
| - coeficiente | -1,096 | 240,089 | 272,250 |
| - valor-p | 0,992 | 0,150 | 0,115 |
| Comprador/Adquirida | | | |
| - coeficiente | 175,424 | 225,126 | 219,979 |
| - valor-p | 0,280 | 0,162 | 0,174 |
| Faturamento | | | |
| - coeficiente | - | -27,054 | -28,850 |
| - valor-p | - | 0,052* | 0,042** |
| Prêmio Pago | | | |
| - coeficiente | - | - | -0,312 |
| - valor-p | - | - | 0,432 |

* Significante ao nível de 0,1. **Significante ao nível de 0,05.

TABELA 6 – Resultado da regressão da variável $\Delta\%FV/AT$

| Regressão $\Delta\%FV/AT$ | | | |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Resultados | Equação (1) | Equação (2) | Equação (3) |
| R - Quadrado | 0,001 | 0,065 | 0,073 |
| Var. R - Quadrado % | - | 0,064 | 0,08 |
| Interseção | | | |
| - coeficiente | 25,834 | 70,493 | 75,757 |
| - valor-p | 0,229 | 0,025** | 0,021** |
| Comprador/Adquirida | | | |
| - coeficiente | 8,668 | 17,871 | 17,028 |
| - valor-p | 0,774 | 0,550 | 0,571 |
| Faturamento | | | |
| - coeficiente | - | -5,009 | -5,303 |
| - valor-p | - | 0,054* | 0,045** |
| Prêmio Pago | | | |
| - coeficiente | - | - | -0,051 |
| - valor-p | - | - | 0,491 |

* Significante ao nível de 0,1. **Significante ao nível de 0,05.

As variáveis independentes analisadas explicam um percentual ainda menor da variação do indicador $\Delta\%FV/AT$ que as observadas na Tabela 6, apenas 7%. Mais uma vez, pode-se observar que a variável faturamento responde pela maior variação do coeficiente de determinação deste modelo, além de ser também a única variável

independente que apresentou resultados estatisticamente significantes. O mesmo pode ser observado na Tabela 7 a seguir, indicando uma relação negativa entre tamanho da empresa e melhoria na margem líquida após a transação de F&A. De novo, vale o argumento de menor utilidade marginal quanto maior for a empresa.

TABELA 7 – Resultado da regressão da variável $\Delta\%$ Margem Líquida

| Regressão $\Delta\%$ Mg Líquida | | | |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Resultados | Equação (1) | Equação (2) | Equação (3) |
| R - Quadrado | 0,005 | 0,095 | 0,103 |
| Var. R - Quadrado % | - | 0,09 | 0,08 |
| Interseção | | | |
| - coeficiente | 474,050 | 1335,762 | 1422,271 |
| - valor-p | 0,174 | 0,009** | 0,007** |
| Comprador/Adquirida | | | |
| - coeficiente | -262,805 | -85,230 | -99,073 |
| - valor-p | 0,592 | 0,858 | 0,836 |
| Faturamento | | | |
| - coeficiente | - | -96,658 | -101,489 |
| - valor-p | - | 0,021** | 0,017** |
| Prêmio Pago | | | |
| - coeficiente | - | - | -0,838 |
| - valor-p | - | - | 0,479 |

**Significante ao nível de 0,05.

A Tabela 8, a seguir, corrobora os resultados encontrados até agora também para as regressões do indicador $\Delta\%$ MgEBIT. A Tabela 9, por outro lado, mostra que não foram encontrados resultados estatisticamente significantes

para as regressões do indicador $\Delta\%$ GBC.

A Tabela 10, abaixo, mostra mais uma vez que a variável tamanho (ln vendas) é a única estatisticamente significativa na explicação do crescimento das receitas após a transação de F&A.

TABELA 8 – Resultado da regressão da variável $\Delta\%$ Margem EBIT

| Regressão $\Delta\%$ Mg EBIT | | | |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Resultados | Equação (1) | Equação (2) | Equação (3) |
| R - Quadrado | 0,017 | 0,077 | 0,080 |
| Var. R - Quadrado % | - | 0,06 | 0,003 |
| Interseção | | | |
| - coeficiente | 3,433 | 353,212 | 377,007 |
| - valor-p | 0,984 | 0,155 | 0,144 |
| Comprador/Adquirida | | | |
| - coeficiente | 238,625 | 310,705 | 306,898 |
| - valor-p | 0,323 | 0,195 | 0,204 |
| Faturamento | | | |
| - coeficiente | - | -39,234 | -40,563 |
| - valor-p | - | 0,058* | 0,055* |
| Prêmio Pago | | | |
| - coeficiente | - | - | -0,230 |
| - valor-p | - | - | 0,696 |

* Significante ao nível de 0,1.

TABELA 9 – Resultado da regressão da variável $\Delta\%$ GBC

| Regressão $\Delta\%$ GBC | | | |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Resultados | Equação (1) | Equação (2) | Equação (3) |
| R - Quadrado | 0,015 | 0,015 | 0,018 |
| Var. R - Quadrado % | - | 0% | 0,003 |
| Interseção | | | |
| - coeficiente | 1439,374 | 1400,096 | 1505,069 |
| - valor-p | 0,064* | 0,224 | 0,208 |
| Comprador/Adquirida | | | |
| - coeficiente | -1021,983 | -1030,077 | -1046,875 |
| - valor-p | 0,347 | 0,354 | 0,350 |
| Faturamento | | | |
| - coeficiente | - | 4,406 | -1,457 |
| - valor-p | - | 0,963 | 0,988 |
| Prêmio Pago | | | |
| - coeficiente | - | - | -1,017 |
| - valor-p | - | - | 0,712 |

* Significante ao nível de 0,1.

TABELA 10 – Resultado da regressão da variável $\Delta\%$ CrescROL

| Regressão $\Delta\%$ CrescROL | | | |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Resultados | Equação (1) | Equação (2) | Equação (3) |
| R - Quadrado | 0,017 | 0,081 | 0,085 |
| Var. R - Quadrado % | - | 0,064 | 0,004 |
| Interseção | | | |
| - coeficiente | -0,937 | 23,340 | 25,278 |
| - valor-p | 0,935 | 0,162 | 0,144 |
| Comprador/Adquirida | | | |
| - coeficiente | 16,077 | 21,080 | 20,770 |
| - valor-p | 0,323 | 0,191 | 0,201 |
| Faturamento | | | |
| - coeficiente | - | -2,723 | -2,831 |
| - valor-p | - | 0,050* | 0,047** |
| Prêmio Pago | | | |
| - coeficiente | - | - | -0,019 |
| - valor-p | - | - | 0,636 |

* Significante ao nível de 0,1. **Significante ao nível de 0,05.

Analisando-se os resultados acima expostos, conclui-se haver forte relação entre o tamanho da empresa (ora representado pelo seu faturamento) e o impacto nas variáveis analisadas, implicando que, quanto menor a empresa, maior é o incremento observado nas variáveis de desempenho. Provavelmen-

te, isto se dá tendo em vista que empresas ainda em fase de crescimento orgânico, uma vez adquirindo outra empresa, apresentam um crescimento marginal, em seu patamar de vendas, mais facilmente observado do que quando comparamos com uma empresa já madura, bem estabelecida em seu setor.

Além das análises supramencionadas, conforme explicado anteriormente, foi realizada também uma regressão múltipla com o objetivo de identificar o impacto das variáveis de sinergias operacionais no valor de mercado conjunto das empresas compradoras e adquiridas após a união.

A regressão hierárquica, inserindo na equação a seguir uma variável independente por vez, sendo a primeira a variável binária, tem a forma:

$$\left(\frac{M(C+V)_{t+8}}{M(C+V)_{t-1}} - 1 \right) = \beta_1 + \beta_2 dummy_2 + e_t$$

Sendo:

$VM(C+V)_{t+8}$ = valor de mercado da empresa resultante da união dois anos após a operação $VM(C+V)_{t-1}$ = valor de mercado da empresa resultante da união no trimestre anterior à operação $dummy_2$ = variável binária, podendo ser 0 ou 1, em que 1 significa que a operação foi uma F&A horizontal e 0, que a operação foi uma F&A vertical ou de outra classe.

A próxima regressão tem a seguinte especificação:

$$(5) \left(\frac{M(C+V)_{t+8}}{M(C+V)_{t-1}} - 1 \right) = \beta_1 + \beta_2 dummy_2 + \beta_3 \Delta \%GBC(C,V) + e_t$$

Sendo:

$\Delta \%GBC(C,V)$ = Variação percentual da média dos indicadores GBC das empresas envolvidas na operação entre trimestre imediatamente anterior e dois anos após a transação de F&A.

O terceiro indicador a ser incluído na regressão como variável independente foi a variação da média dos indicadores $MgLíquida$, como pode ser observado na equação a seguir:

$$(6) \left(\frac{M(C+V)_{t+8}}{M(C+V)_{t-1}} - 1 \right) = \beta_1 + \beta_2 dummy_2 + \beta_3 \Delta \%GBC(C,V) + \beta_4 \Delta \%MgLíquida(C,V) + e_t$$

Sendo:

$\Delta \%MgLíquida(C,V)$ = Variação percentual da média dos indicadores Margem Líquida das empresas envolvidas na operação entre trimestre imediatamente anterior e dois anos após a transação de F&A.

Com isso, os resultados obtidos podem ser observados na Tabela 11, a seguir.

TABELA 11 – Resultado da regressão do incremento do valor de mercado

| Regressão $\Delta\%VM$ | | | |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Resultados | Equação (4) | Equação (5) | Equação (6) |
| R - Quadrado | 0,190 | 0,196 | 0,209 |
| Var. R - Quadrado % | - | 0,006 | 0,055 |
| Interseção | | | |
| - coeficiente | 4,341 | 4,327 | 4,257 |
| - valor-p | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| Horizontal/Outros | | | |
| - coeficiente | -3,174 | -3,272 | -3,168 |
| - valor-p | 0,016** | 0,016** | 0,022** |
| $\Delta \%GBC$ | | | |
| - coeficiente | - | 0,000 | 0,001 |
| - valor-p | - | 0,656 | 0,495 |
| $\Delta \%MgLiq$ | | | |
| - coeficiente | - | - | -0,090 |
| - valor-p | - | - | 0,530 |

** Significante ao nível de 0,05. *** Significante ao nível de 0,01.

Pode-se observar, na Tabela 11, que esse modelo tem melhor poder de explicação da variação de valor de mercado, em torno de 21%. Nesse caso, a única variável com resultados estatisticamente significantes e que, por isso, pode-se afirmar ter relação com o incremento do valor de mercado das empresas combinadas (pós-F&A), é a variável binária que identifica se as operações foram classificadas como horizontal ou não. Da tabela, pode-se inferir que operações de F&A verticais geram mais valor para os acionistas do que outros tipos de operação. Desse modo, deve-se rejeitar H6. Um motivo para isso pode ser o maior controle que a empresa adquire sobre os insumos e/ou canais de distribuição. Isso permite que a empresa tenha mais flexibilidade no seu planejamento estratégico sobre investimento, produção e distribuição de seus produtos, especialmente se a empresa tiver que se relacionar com empresas de setores oligopolistas ou monopolistas.

CONCLUSÕES

Os resultados encontrados mostraram que não houve uma melhoria estatisticamente significativa nos indicadores realizados nos dois anos após a união entre as empresas, apesar de, aparentemente, estes indicadores terem apresentados melhoras relativas na média. Assim, pode-se concluir que as fusões e aquisições estudadas não resultaram nem em ganhos de valor para os seus acionistas, nem em sinergias operacionais.

Os resultados obtidos na análise de regressão dos indicadores analisados indica, apesar do baixo coeficiente de deter-

minação em todos os casos, que a única variável que tem impacto estatisticamente significativo na variação da maioria dos indicadores é o porte da empresa, representado no modelo pelo seu faturamento. Outras variáveis analisadas, como o fato de a empresa ser compradora ou estar sendo comprada e o prêmio sobre o preço de mercado pago pelos compradores, se mostraram sem influência significativa nos indicadores.

Já os resultados obtidos na análise de regressão para identificar as variáveis que influenciaram o incremento no valor de mercado resultante das sinergias capturadas apresentou coeficiente de determinação relativamente melhor, de 21%. Além disso, a única variável com resultados estatisticamente significantes, a variável binária que identifica se a operação foi uma F&A horizontal ou não, mostra que operações verticais resultam em maior criação de valor para os acionistas e maior captura de sinergia em dois anos do que os demais.

Como sugestão para pesquisas futuras, poderia ser analisado um período de tempo maior após a união das empresas, tendo em vista a complexidade da integração entre elas, o que pode resultar em demora na captura das sinergias identificadas no momento da negociação. Além disso, deve-se considerar o fato de que grande parte do período analisado foi afetado por uma crise econômica internacional que, apesar de ter tido efeitos relativamente pequenos na economia brasileira, pode ter afetado empresas exportadoras e/ou importadoras, que dependem do mercado externo para o sucesso de suas operações.

ANEXO 1 – Lista das empresas analisadas na pesquisa

| Data | Adquirida | Compradora |
|------------|---------------------------------------|---------------------------------------|
| 08/04/2005 | Bandeirante Energia SA | EDP - Energias do Brasil SA |
| 27/04/2005 | TIM Sul SA | Tim Participações S.A. |
| 02/06/2005 | Cia Siderurgica de Tubarao | ArcelorMittal Brasil SA |
| 19/08/2005 | Shoptime SA | Lojas Americanas SA |
| 13/12/2005 | Varig Part Transp Aéreos S.A. | Docas Investimentos SA |
| 28/03/2006 | Empresa Brasileira de Compressores SA | Whirlpool S.A. |
| 05/04/2006 | Politeno SA Industria e Comercio SA | Braskem SA |
| 10/05/2006 | Brasil Ferrovias SA | All Amér Latina Logística SA |
| 10/05/2006 | RGE | CPFL Energia SA |
| 31/08/2006 | Fertibras S.A | Yara S.A |
| 19/03/2007 | Refinaria Petroleo Ipiranga | Ultrapar Part S.A. |
| 25/07/2007 | Petroquimica Uniao SA | Unipar Part S.A. |
| 03/08/2007 | Quattor Petroquímica S.A. | Petróleo Brasileiro S.A. |
| 06/03/2008 | Direcional Engenharia SA | TIG Holding Ltd |
| 25/03/2008 | Bovespa Holding SA | Bolsa de Mercadorias e Futuros - BM&F |
| 25/04/2008 | Brasil Telecom Participacoes SA | Telemar Norte Leste S.A. |
| 22/05/2008 | Aços Villares SA | Gerdau SA |
| 22/06/2008 | Agra Empreendimentos Imobiliarios SA | Cyrela Br R SA Empr e Part |
| 22/07/2008 | Datasul SA | Totvs S.A. |
| 20/01/2009 | Aracruz Celulose SA | Fibria Celulose SA |
| 20/02/2009 | Amazonia Celular SA | Tele Norte Celular Part S.A. |
| 19/05/2009 | Sadia SA | BRF - Brasil Foods SA |
| 08/06/2009 | Globex Utilidades SA | Cia BR Distr Pão de Açucar |
| 22/06/2009 | Duratex SA/Old | Duratex SA |
| 21/09/2009 | Cia Energética Minas Gerais | Andrade Gutierrez Conc SA |
| 22/10/2009 | Construtora Tenda SA | Gafisa SA |
| 29/10/2009 | Caraiba Metais SA | Paranapanema SA |
| 19/11/2009 | Medial Saude SA | Amil Participações SA |
| 09/12/2009 | Trafo Equipamentos Eletricos SA | Weg S.A. |
| 05/08/2010 | NET Serviços Comunicação SA | Embratel Participações AS |

REFERÊNCIAS

- AGRAWAL, A.; JAFFE, J. F.; MANDLKER, G. N. The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 47, n. 4, p. 1605-1621, Sept. 1992.
- ANDRADE, G.; MITCHELL, M.; STAFFORD, E. New Evidence and Perspectives on Mergers. **Journal of Economic Perspectives**, [S. l.], v. 15, n. 2, p. 103-120, 2001.
- ASQUITH, P. Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 11, p. 51-83, 1983.
- BENSTON, G. J. **Conglomerate Mergers: Causes, Consequences and Remedies**. [S. l.]: American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1980.
- BERGER, A. N.; SAUNDERS, A.; SCALISE, J. M.; UDELL, G. F. **The Effects of Bank Mergers and Acquisitions on Small Business Lending**. Working Paper, Mar. 1997.
- BERK, J.; DEMARZO, P. **Finanças empresariais**. Porto Alegre: Bookman, 2009. 1048 p.
- BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2008. 1113 p.
- BRUNER, R. F. **Applied Mergers and Acquisitions**. New York: John Wiley & Sons, 2004. 1029 p.
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões, aquisições e *takeovers*: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisas em Administração**, [S. l.], v. 10, n. 2, p. 17-38, abr./jun. 2003.
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. de capitais brasileiro pós-Plano Real. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 12, n. 4, p. 33-53, out./dez. 2005.
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994 e 2001. **Revista de Administração**, [S. l.], v. 42, n. 4, p. 468-481, out./nov./dez. 2007.
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **Revista de Administração de Empresas**, [S. l.], v. 49, n. 2, p. 206-220, abr./jun. 2009.
- CAPRON, L.; PISTRE, N. When Do Acquirers Earn Abnormal Returns? **Strategic Management Journal**, [S. l.], v. 23, p. 781-794, 2002.
- CHATTERJEE, S. Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms. **Strategic Management Journal**, [S. l.], v. 7, n. 2, p. 119-139, Mar./Apr. 1986.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007. 464 p.
- GOMES, C.; AIDAR, O.; VIDEIRA, R. Fusões, aquisições e lucratividade: uma análise do setor siderúrgico brasileiro. **Revista Economia, Selecta**, Brasília, v. 7, n. 4, p. 143-163, dez. 2006.
- GRAHAM, J. R.; LEMMON, M. L.; WOLF, J. G. Does Corporate Diversification Destroy Value? **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 57, n. 2, p. 695-720, Apr. 2002.
- HASBROUCK, J. The Characteristics of Takeover Targets: Q and Other Measures. **Journal of Banking and Finance**, [S. l.], v. 9, p. 351-362, 1985.
- HILL, R. C.; GRIFFITHS, W. E.; JUDGE, G. G. **Econometria**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. 471 p.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency, Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.
- JENSEN, M. C.; RUBACK, R. S. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 11, p. 5-50, 1983.
- KLOECKNER, G. O. Fusões e Aquisições: Motivos e Evidência Empírica. **Revista de Administração**, [S. l.], v. 29, n. 1, p. 42-58, 1994.
- KOLLER, T.; GOEDHART, M.; WESSELS, D. **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**. 4. ed. New York: John Wiley & Sons, 2005. 739 p.
- KPMG. **Pesquisa de Fusões e Aquisições 2010 — 4º Trimestre**. 2011. Disponível em: <www.kpmg.com.br>.
- LANG, L. H. P.; STULZ, R. M.; WALKING, R. A. Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains From Successful Tender Offers. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 24, p. 137-154, 1989.
- LOUGHRAN, T.; VIJH, A. M. Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions? **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 52, n. 5, p. 1765-1790, Dec. 1997.
- MARION, J. C. **Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 292 p.
- MATIAS, A. B.; PASIN, R. M. A Geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições. **Revista de Administração**, [S. l.], v. 36, n. 1, p. 5-13, jan./mar. 2001.

- MCCLAVE, J. T.; BENSON, P. G.; SINCICH, T. **Statistics for Business and Economics**. 8. ed. Upper-Saddle River: Prentice Hall, 2001. 1028 p.
- MEGGINSON, W. L.; NASH, R. C.; RANDENBORGH, M. The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: an International Empirical Analysis. **Estudios de Administración**, [S. l.], v. 5, n. 1, p. 43-101, 1998.
- MIRANDA, J. C.; MARTINS, L. Fusões e aquisições de empresas no Brasil. **Economia e Sociedade**, [S. l.], v. 14, p. 67-88, jun. 2000.
- NELSON, R. L. **Merger Moviments in American Industry: 1895 - 1956**. Princeton: Princeton University Press, 1968.
- OLIVEIRA, O. V.; FORTE, S. H. A. C.; ARAGÃO, L. A. Fusões e aquisições sob a perspectiva da vantagem competitiva: o caso da Perdigão Agroindustrial S.A. RBGN, [S. l.], v. 9, n. 24, p. 91-108, maio/ago. 2007.
- PASIN, R. M. Fusões e aquisições na indústria de alimentos do Brasil: um estudo sobre a gestão financeira das empresas. **Anais Eletrônicos...** [S. l.]: BALAS, 2002.
- PATROCÍNIO, M. R.; KAYO, E. K.; KIMURA, H. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. **Revista de Administração**, [S. l.], v. 42, n. 2, p. 205-215, abr./maio/jun. 2007.
- PIFFER, E. A. **Adequação estratégica dos processos de fusões e aquisições no setor de minério de ferro - estudo de caso da Companhia Vale do Rio Doce**. 2004. 228 f. Dissertação (Mestrado) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – Departamento de Administração, Rio de Janeiro, 2004.
- PINHEIRO, A. C. Impactos Microeconômicos da Privatização no Brasil. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, [S. l.], v. 26, n. 3, p. 357-398, dez. 1996.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Fusões e aquisições no Brasil: Dezembro de 2010**. 2010. Disponível em: < www.pwc.com.br >.
- REMENYI, D.; WILLIAMS, B.; MONEY, A.; SWARTZ, E. **Doing Research in Business and Management: an Introduction to Process and Method**. 6. ed. London: Sage Publications, 2005. 309p.
- ROCHA, F.; IOOTY, M.; FERRAZ, J. C. Desempenho das fusões e aquisições na indústria brasileira na década de 90: a ótica das empresas adquiridas. **Revista de Administração Contemporânea**, [S. l.], v. 5, p. 69-102, 2001. Número especial.
- ROSS, S.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira: corporate finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 776p.
- SETH, A. Value Creation in Acquisitions: a Reexamination of Performance Issues. **Strategic Management Journal**, [S. l.], v. 11, n. 2, p. 99-115, abr. 1990.
- SHELTON, L. M. Strategic Business and Corporate Acquisition: Empirical Evidence. **Strategic Management Journal**, [S. l.], v. 9, n. 3, p. 278-287, jun. 1988.
- SINCICH, T. **Business Statistics by Example**. 5. ed. New York: Prentice Hall, 1996. 1259 p.
- SOARES, F. M. **Fusões e aquisições: modelando o processo de análise**. 2005. 118 f. Dissertação (Mestrado) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – Departamento de Engenharia Industrial, Rio de Janeiro, 2005.
- TRAVLOS, N. G. Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firm's Stock Returns. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 42, n. 4, p. 943-963, Sept. 1987.