

## Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Criação de Valor e Sinergias Operacionais

Autoria: Marcos Antônio de Camargos, Francisco Vidal Barbosa

### Resumo:

Neste artigo buscou-se avaliar se os processos de fusões e aquisições (F&As) de empresas brasileiras resultaram em sinergias operacionais e criaram valor para os acionistas. Além disso, investigou-se a correlação das três medidas de criação de valor (Q de Tobin, VM/VP e *Firm Value*), visando justificar o seu uso como *proxies* alternativas do desempenho empresarial. Para isso, foram analisados dados trimestrais de uma amostra de 72 processos de F&As ocorridos entre jan./96 e dez./04. Foram comparadas as médias de sete variáveis (três sinalizadoras da criação de valor e quatro de sinergias operacionais), nos dois anos anteriores e posteriores à F&A mediante a aplicação do *Wilcoxon Signed Rank Test* e do *Rank Test*. Na análise da correlação entre as variáveis de criação de valor foi utilizado o Coeficiente de Correlação de Pearson. Constatou-se que: i) as F&As avaliadas resultaram em sinergias operacionais e na criação de valor para as empresas estudadas; ii) as empresas adquirentes da amostra pesquisada apresentaram um maior potencial de criação de valor e de gerar sinergias operacionais, quando comparadas com fusões e empresas adquiridas; iii) foram encontradas correlações com significância estatística, mas com valores baixos em ordem decrescente: QT e VM/VP (mais de 84%), QT e FV (mais de 58%) e VM/VP e FV (mais de 28%).

### 1. INTRODUÇÃO

O final do Século XX foi marcado por grandes transformações cujos desdobramentos ainda se fazem presentes no meio empresarial em particular, tanto na arena internacional, quanto nacional. Uma das conseqüências diretas dessas transformações foi uma reorientação na gestão para um enfoque mais voltado às melhorias de desempenho e geração de riquezas. Assistiu-se nesse cenário, por um lado, a um resgate do objetivo primordial de Finanças o da maximização da riqueza dos acionistas. Por outro, as empresas se viram assim, obrigadas a rever seu posicionamento estratégico e suas estratégias de crescimento, utilizando-se para isso, em muitos casos de associações e processos de fusões e aquisições (F&As).

Os processos de F&As integram a estratégia empresarial, mediante os quais as empresas conseguem expansões rápidas, conquista de novos mercados, maior racionalização produtiva, economias de escala, ativos complementares, entre outros. Apesar disso, não devem ser encarados como uma solução simples para problemas internos ou ameaças mercadológicas, devido ao elevado grau de complexidade, risco e incerteza que permeiam essas operações, além da ausência de um consenso sobre ganhos (sinergias) e criação de valor.

As F&As constituem uma das atividades de destaque que reconfigurou e transformou as relações empresariais ao longo do Século XX, principalmente nas suas duas últimas décadas, quando então as denominadas quarta (anos 80) e quinta (anos 90) ondas de F&As resultaram na intensificação da união ou combinação entre empresas, que ganharam dimensões globais. As F&As são vistas pela teoria neoclássica como uma resposta na melhora da eficiência a alterações no ambiente econômico (choques), como políticas antitrustes e desregulação ou abertura de mercado (JOVANOVIC e ROUSSEAU, 2002), internacionalização, aumento da competição e maior integração dos mercados de capitais em nível mundial.

Uma fusão ou consolidação é um dos métodos pelo qual uma firma pode adquirir outra. Além da fusão, a aquisição pode ser feita por meio da compra de ações ou ativos. O pagamento pode ser em dinheiro, ações ou outros títulos, com o processo sendo realizado via bolsa de valores, por meio de uma oferta privada de aquisição da administração da empresa adquirente à administração ou ao conselho de administração da empresa-alvo, denominada também de tomada amigável de controle acionário; ou mediante uma oferta pública de

aquisição (*tender offer*), feita pela firma adquirente diretamente aos acionistas da empresa-alvo, em uma oferta para comprar um determinado número de ações a um preço específico em uma data estipulada. Situação também chamada de tomada hostil de controle acionário.

Bernardo e Campos Filho (2007) salientam que, apesar da intensificação das operações de F&As no Brasil e no mundo, aqueles dispostos a estas estratégias parecem necessitar de um maior entendimento sobre o tema, as principais motivações e, principalmente, como mensurar a geração de sinergias ao final do processo. Neste sentido, esses processos implicam na necessidade de avaliação do desempenho das empresas envolvidas, em termos econômico-financeiros, uma vez que os diferentes resultados que podem ser obtidos no pós-fusão estão alicerçados na capacidade dos gestores e das empresas em adicionar valor ao seu negócio.

A teoria de Finanças apresenta um conjunto de técnicas e ferramentas para a análise das sinergias operacionais e da criação de valor para os acionistas. Uma das mais utilizadas na literatura internacional é o Q de Tobin (QT), desenvolvido originalmente por Tobin e Brainard (1968), que resumidamente sintetiza o valor que uma empresa criou em relação ao que nela foi investido. Dentre as várias medidas utilizadas como *proxy* do QT está o índice Valor de Mercado / Valor Patrimonial (VM/VP) e o Valor da Firma ou *Firm Value* (FV). Neste artigo além dessas medidas de criação de valor, foram utilizadas variáveis sinalizadoras das sinergias operacionais como: i) Margem EBIT (*Earnings Before Interests and Taxes*); ii) crescimento das vendas; iii) EBITDA (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*) e iv) geração bruta de caixa (GBC), detalhados na metodologia.

O objetivo deste artigo foi identificar se os processos de F&As de empresas brasileiras resultaram em sinergias operacionais e criaram valor para os acionistas. Além disso, investigou-se a correlação das três medidas de criação de valor, no intuito de justificar o seu uso como proxies alternativas do desempenho / valor empresarial. Para isso, foram analisados dados econômicos e contábeis de uma amostra de 72 processos de F&As, ocorridos entre janeiro de 1996 e dezembro de 2004. O artigo tem a seguinte estrutura, após essa introdução, a seção 2 apresenta os conceitos e teorias para o entendimento e suporte da criação de valor e sinergias em processos de F&As, cujos resultados são apresentados na seção 3. Encerra-se com as conclusões e considerações finais na seção 4, seguida das referências na seção 5.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

Segundo Cano (2002, p. 151),

*os processos de F&As são inerentes à concorrência capitalista. Acumulação de capital, inovações, ganhos de produtividade e acirramento da competição levando a pressões pela eliminação de concorrentes ou pela abertura de novos mercados, são processos que marcaram a história do capitalismo desde o seu início. Tais fatores foram potencializados pelo surgimento do capital financeiro monopolista organizado na forma de sociedade anônima, pelo aumento da intervenção estatal na economia e pelo desenvolvimento do mercado bancário de capitais, o que impulsionou as F&As.*

A atividade de F&As guarda assim, relação estreita tanto com o surgimento, crescimento e “humor” do mercado de capitais, quanto com o surgimento das grandes corporações, denominadas por Berle Jr. e Means (1932), como “corporação moderna”. Assim, sua origem teórica se fundamenta nas diversas teorias que explicam a origem e o crescimento da firma.

Kloekner (1994) e Camargos e Barbosa (2003) salientam que a atividade de F&A é um arcabouço teórico em construção, que ainda não está totalmente assimilado e sedimentado em uma teoria geral que lhe sirva de suporte, carecendo, portanto, tanto de estudos teóricos, quanto empíricos. Para esses autores o que existe é um conjunto de teorias que abordam algum aspecto do assunto, derivadas principalmente da Teoria da Firma e da Agência.

No que se refere à questão da eficiência e os ganhos (sinergias), Weston (1994) apresenta cinco teorias diferentes que explicam a atividade de F&A, apresentadas no Quadro 1:

**QUADRO 1: Correntes teóricas que discutem a eficiência e os ganhos em fusões e aquisições**

Teoria	Argumentos Teóricos
Hipótese da Eficiência*	uma F&A pode melhorar tanto o desempenho de uma empresa, como produzir uma empresa mais eficiente, devido à obtenção de algum tipo de sinergia.
Hipótese da Informação	efeito de curto prazo causado na cotação das ações das empresas envolvidas no mercado, que tenta incorporar ao preço o resultado ou o desdobramento da união.
Teorias da Agência	as F&As podem ser um mecanismo para minimizar os problemas e custos de agência.
Poder de Mercado	se as economias esperadas pela F&A não ocorrerem, o aumento na concentração foi motivado por ganhos de monopólio.
Impostos	F&As são motivadas por ganhos tributários.

(\*) hipótese testada neste artigo.

FONTE: compilado de Weston (1994).

As idéias e conseqüências dessas teorias afetam tanto a distribuição de riqueza criada pelas firmas, como também aspectos relacionados aos incentivos que os diversos *stakeholders* têm em investir e participar de atividades que resultem na criação de valor no desenvolvimento das atividades das firmas. Na perspectiva da análise do desempenho e da criação de valor por uma empresa, Assaf Neto (2003) acrescenta que o uso de medidas centradas no valor trazem a vantagem de enquadrar a administração da empresa aos objetivos dos acionistas, reduzindo os conflitos de agentes e oferecendo melhores práticas de governança corporativa.

### **2.1. Criação de Valor e Sinergias em Fusões e Aquisições**

Cabe salientar aqui que a controvérsia existente na literatura sobre o resultado dos processos de F&As na perspectiva de criação de valor para o acionista aparentemente se prolongará indefinidamente por meio do embate teórico e das evidências empíricas favoráveis e desfavoráveis. As dificuldades de um consenso emergem dos seguintes fatores: i) determinação de quão abrangente deve ser uma amostra para que se possa generalizar os resultados; ii) perspectiva de análise de curto, médio e longo prazo; iii) métricas a serem utilizadas (dados do mercado de capitais, variáveis de desempenho econômico ou financeiro?); e iv) como isolar os efeitos de um processo de F&A sobre o desempenho de uma empresa, tendo em vista concomitância das demais estratégias adotadas. Certamente esses fatores são limitadores do escopo das pesquisas sobre a geração de riqueza para o acionista, mas não inviabilizadores das suas conclusões. Neste sentido, os resultados de tais processos devem ser analisados sob a perspectiva de um mosaico de resultados, obtidos com diferentes dados e metodologias, que por si só não explicam o todo, mas em conjunto fornecem um panorama mais amplo desse debate e possibilitam um melhor entendimento do assunto.

Segundo Napier (1989), cerca de 30% das F&As acabam em fracassos e mais de 50% não alcançam completamente os objetivos pretendidos, sendo consideradas como insucesso. Salter e Weinhold (1979) atentam para a importância dos gestores na condução e na obtenção das sinergias, principalmente financeiras. Para eles os gestores devem reconhecer e ter as habilidades necessárias para negociar com as várias situações e necessidades intrínsecas a um processo de F&A, como ter conhecimento de vários setores, ter os recursos necessários e o acesso à fonte de financiamento adequada para sua execução.

Para Lang, Stulz e Walkling (1991) empresas que ingressam em F&As sem ter como motivação principal a maximização de valor para o acionista, caracterizam-se por preços baixos de ações em relação aos seus valores contábeis. Essas empresas compradoras são altamente lucrativas, mas por apresentarem baixos índices VM/VP, aparentemente, não se deve esperar que elas tenham um bom desempenho no futuro.

Na perspectiva da criação de valor, “para proteger os interesses de acionistas e administradores, as empresas adquirentes devem buscar quantificar o provável valor

resultante de uma aquisição e pagar algo menos, ou então cair fora.” (STEWART III, 2005, p. 301). Que também salienta que “uma aquisição só gerará valor para os acionistas da empresa compradora se esta conseguir superar as expectativas dos planos prospectivos já refletidas no preço por ação do vendedor (STEWART III, 2005, p. 302).

No que se refere às evidências sobre sinergias operacionais e financeiras em F&As utilizando dados contábeis, um trabalho, ao mesmo tempo abrangente, e por isso questionado é o de Ravenscraft e Scherer (1987), que investigaram mais de cinco mil fusões que ocorreram entre 1950 e 1975, encontrando evidências de que não levaram a uma melhora de desempenho e por isso não criaram valor. Hasbrouck (1985), analisando o Q de Tobin constatou que empresas-alvo freqüentemente são empresas em decadência. Empresas bem administradas apresentavam Q de Tobin elevado, em contrapartida com empresas mal administradas, nas quais este indicador era baixo. Healy, Palepu e Ruback (1992) em análise de 50 mega-fusões ocorridas entre 1979 e 1983 encontraram evidências de melhorias tanto nas vendas, quanto nos lucros das empresas após a união. Andrade, Mitchell e Stafford (2001) em análise de duas mil fusões ocorridas entre 1973 e 1998 constataram que as margens operacionais das empresas-alvo e adquirentes melhoraram aproximadamente 1% após a fusão.

### 2.1.1. Sinergias e Criação de Valor em Processos de F&As do Mercado Brasileiro

Segundo Cano (2002), os processos de F&As ocorridos nos anos 90 no Brasil foram fortemente influenciados: i) pelo seu caráter institucionalizado, que fez com que boa parte das operações aqui ocorridas fosse apenas reflexo de F&As da arena internacional, ocasionando fusões e aquisições entre filiais; ii) pelo forte processo de reestruturação produtiva, retomada da entrada de fluxos de Investimento Direto Estrangeiro (IDE) e expectativas favoráveis quanto à sustentabilidade do crescimento econômico, que desencadeou a entrada de novos concorrentes externos, boa parte via F&As; iii) reação das empresas já estabelecidas, nacionais ou estrangeiras, que também buscaram a estratégia de F&A e a especialização no *core business*.

No contexto brasileiro, são poucos os trabalhos que analisaram a criação de valor e de sinergias operacionais em processos de F&As, alguns dos quais apresentados no Quadro 2.

QUADRO 2: Resumo dos Trabalhos no Mercado Brasileiro

Autores / Ano	Amostra	Dados / Período	Conclusão
Rocha, Iootty e Ferraz (2001)	120 F&As	Contábeis Anuais 1990 / 1997	não há diferenças significativas no desempenho econômico-financeiro após a F&A. Dois anos após as aquisições, os resultados em termos de rentabilidade, parcela de mercado, endividamento e investimentos não são superiores à média de cada um dos setores examinados, salvo raras exceções.
Matias e Pasin (2001)	22 F&As	Contábeis Anuais	grande parte das empresas apresentou reduções nos custos e despesas, com conseqüente aumento na rentabilidade, comprovando a existência de sinergias em F&As.
Pasin (2002)	15 F&AS	Contábeis Anuais 1996 / 1999	os ganhos decorrentes de sinergias, integração entre empresas e melhor gestão administrativa em processos de F&A contribuíram para a redução de despesas das empresas e a maior NCG contribuiu para a maior necessidade de capital de terceiros ou próprios.
Camargos e Barbosa (2005a)	22 F&As	Contábeis Anuais	identificaram uma piora na situação financeira das empresas analisadas, uma melhora na situação econômica após a combinação e que tais processos geraram sinergias operacionais e gerenciais.
Gomes, Aidar e Videira (2006)	120 F&As	Contábeis Anuais 1998 a 2004	existem claros sinais de aumento de lucratividade para toda a indústria, mas com mais vigor nas participantes em F&As.

Fonte: compilado pelos autores.

Conforme pode ser observado no Quadro 2, as pesquisas sobre desempenho financeiro, sinergias e criação de valor em processos de F&As com dados de empresas brasileiras ainda são muito incipientes. Os resultados das poucas existentes sinalizam para: i) uma redução dos custos e despesas, gerando assim, sinergias econômicas ou operacionais; e ii) piora no desempenho financeiro pós-união.

### 3. METODOLOGIA

Esta pesquisa é do tipo descritiva ao ter como objetivo principal a descrição das características de determinado fenômeno (F&A) e o estabelecimento de relações entre variáveis. Trata-se também, de uma pesquisa quantitativa, baseada em dados secundários, cujo objetivo foi identificar e descrever o impacto de determinado evento (F&A), sobre o desempenho operacional e das ações no mercado. Foi utilizada a técnica de pesquisa *ex-post-facto*, pois foram analisados fatos ocorridos no passado, após as variáveis terem interferido sobre o objeto de pesquisa, não sendo possível a interferência do pesquisador sobre as variáveis analisadas (COOPER e SCHINDLER, 2003).

A pesquisa é também do tipo *cross-section*, por ter um mesmo conjunto de empresas brasileiras de capital aberto analisadas em um período específico de tempo de oito anos. Foram analisados processos de F&As ocorridos após a implantação do plano de estabilização monetária (Plano Real), por se tratar de um período de relativa estabilidade monetária da economia brasileira, evitando assim possíveis vieses da análise de um período maior.

As unidades de análise foram companhias de capital aberto listadas na Bovespa, que passaram por processos de F&As após janeiro de 1996 e as unidades de observação foram os demonstrativos financeiros das empresas pesquisadas e a cotação das suas ações no mercado.

#### 3.1. Dados e Amostra da Pesquisa

Foram objetos da pesquisa somente as companhias de capital aberto não-financeiras que passaram por processos de fusões e aquisições entre janeiro (primeiro trimestre) de 1996 e dezembro (último trimestre) de 2004, cujas ações estavam listadas na Bovespa. Os dados contábeis e as cotações das ações foram obtidos do banco de dados Economatica. No cálculo das variáveis foram utilizados dados trimestrais, obtidos de demonstrações financeiras não consolidadas, pois se buscou analisar o impacto da F&A sobre a riqueza dos acionistas de determinada empresa e não do conglomerado empresarial a que ela pertence.

Os critérios de escolha da amostra foram: i) identificação do dia da divulgação da F&A ao mercado; ii) envolver um valor relevante (acima de R\$ 5.000.000); iii) envolver companhias não-financeiras; v) ter efetuado apenas um processo de F&A no período de 24 meses (em caso de mais de um, foi selecionado aquele que foi o de maior valor para a empresa, ou aquele considerado mais estratégico, como por exemplo, F&As que significassem a entrada ou a ampliação da participação em mercados estrangeiros).

Foram analisados dados de setenta e seis (76) empresas, que participaram de setenta e dois (72) processos de F&As, que envolveram sessenta e quatro (64) companhias diferentes, distribuídas em: i) quarenta e nove (49) empresas **compradoras / adquirentes**; ii) treze (13) empresas **compradas / alvo**; e iii) duas (2) que se processaram como fusões nas quais não se observou a figura nem de adquirente e nem de adquirida, nos cinco (5) processos de fusão analisados.

A TAB. 1 apresenta a distribuição dos processos de F&A analisados no período estudado.

TABELA 1: Distribuição dos processos de F&As no período

Ano	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Total
Nº F&As	13	8	4	8	9	1	7	5	17	72
Nº Empresas	15	8	5	8	9	1	7	5	18	76

FONTE: Elaborada pelo autor.

Na ausência de uma metodologia consolidada sobre análise da criação de valor e de sinergias operacionais, optou-se por fazer uma análise agregada (de todas as empresas da amostra) em um período anterior e outro posterior (dois anos) à divulgação da F&A, os quais tiveram as médias de cada variável comparadas estatisticamente, conforme fizeram, Pinheiro (1996), Matias e Pasin (2001) e Rocha, Iooty e Ferraz (2001). Mais especificamente, comparou-se a média aritmética das variáveis nos oito trimestres anteriores à união empresarial, com os oito trimestres posteriores, conforme equação 1. O trimestre em que ocorreu a F&A não foi considerado na análise.

$$\sum_{t=-8}^{-1} \frac{\left( \sum_{i=1}^n Var_{X,t} \right)}{n} \Leftrightarrow \sum_{t=+1}^{+8} \frac{\left( \sum_{i=1}^n Var_{X,t} \right)}{n} \quad [\text{Equação 1}]$$

sendo:

$t$  = trimestres relativos analisados (-8 a -1 anteriores e +1 a +8 posteriores à união);  $n$  = número total de empresas que tiveram a variável calculada e analisada;  $Var_X$  = variáveis analisadas;  $i$  = empresa analisada;

### 3.2. Operacionalização da Pesquisa e Hipóteses Testadas

No intuito de se identificar o efeito da F&A sobre o desempenho e a criação de valor, dividiu-se o período analisado em dois. O primeiro (Período 1) foi de jan./94 até dez./99, período de maior transformação da economia brasileira, no que se refere ao controle inflacionário, estabilidade monetária e política, apesar de que externamente foi um período conturbado, com várias crises na economia mundial, principalmente de países emergentes (México/94, Ásia/97, Rússia/98). O segundo (Período 2) foi de jan./00 a dez./06, com exceção do ano de 2001 (crise Argentina e atentados ao *World Trade Center* nos Estados Unidos), foi uma fase de maior estabilidade econômica, na qual a economia brasileira, mas principalmente a mundial passou por um longo período de crescimento. O critério utilizado para a escolha do mês de dezembro de 1999 como divisor dos períodos foi que neste mês o Ibovespa ultrapassou pela primeira vez a marca dos 15.000. Além disso, a pontuação média do Ibovespa nos dois períodos foi bem distinta. No Período 1 foi de 7.149 pontos, enquanto que no Período 2 foi de 20.634. Com a divisão da análise nesses dois períodos, presumia-se que possivelmente as F&As ocorridas no segundo apresentariam resultados mais contundentes da obtenção de sinergias operacionais e da criação de valor. Além disso, dividiu-se a amostra entre empresas adquirentes, adquiridas e fusionadas, visando identificar possíveis diferenças nos seus resultados.

#### 3.2.1. Variáveis Utilizadas

O Quadro 3 apresenta a forma de cálculo e os pressupostos teóricos, bem como a fonte teórica e operacional de cada variável. No cálculo do valor de mercado das ações ON e PN, foram utilizadas cotações não ajustadas a proventos, multiplicadas pelo total de cada ação, excluindo-se as ações em tesouraria. Os dados contábeis foram referentes ao respectivo trimestre e a cotação das ações corresponde ao preço de fechamento do último dia de negociação de cada trimestre. Em caso de ausência de informação para as ações ordinárias, foi utilizada uma aproximação pela cotação da ação preferencial, conforme (SILVEIRA, 2004), que apresentam maior liquidez em relação àquelas.

O uso de medidas de valor que contemplam o valor de mercado se fundamenta no fato de que o objetivo fundamental das Finanças Corporativas de maximização da riqueza geralmente é expresso pela maximização do preço de mercado das ações ordinárias, no sentido de que a cotação desses valores no mercado, em dado momento, deve refletir as expectativas dos acionistas quanto à capacidade da empresa em gerar benefícios econômicos futuros de caixa mais elevados. A realização desse objetivo requer um mais amplo entendimento dos fatores que afetam o valor de mercado das ações, os denominados direcionadores de valor, e da maneira como eles atuam sobre esse valor (ASSAF NETO, 2003).

Segundo Andrade (2002) o Q de Tobin é normalmente utilizado para medir o valor criado pela administração de uma empresa. Quanto maior ele for, maior o valor criado. Segundo esse autor, o grande atrativo dessa medida é que ela fornece uma estimativa dos ativos intangíveis da empresa, como força do mercado, a qualidade da administração e as oportunidades futuras de investimento; quanto maior for esses ativos intangíveis, maior será o valor do Q.

A validade do QT para se mensurar a criação de valor para o acionista é justificada pelos trabalhos que a utilizaram para avaliar estratégias de diversificação como: Wernerfelt e Montgomery (1988); Lang e Stulz (1994); Lloyd e Jahera (1994) e Steiner (1996).

Quanto maior for o valor de mercado em relação ao seu valor patrimonial (VM/VP) maior é a perspectiva de geração de valor por parte da companhia. Ele é também conhecido como indicador de Valor Agregado da Empresa, salientando que ele sinaliza a riqueza gerada por um empreendimento em termos de percepção do mercado relativa ao valor das suas ações.

Geralmente medidas QT, VM/VP e FV são utilizadas como *proxies* do valor de uma empresa, bem como do seu desempenho no mercado, em uma perspectiva de longo prazo.

No que se refere às variáveis de sinergias operacionais, segundo Silva (2006), muitas empresas têm estabelecido a remuneração de certos executivos a partir de metas de *EBITDA*, avaliando-os assim, pela performance operacional, não computando o impacto dos investimentos em imobilizado.

Segundo Damodaran (2004) a eficiência operacional de uma empresa determina sua margem operacional e, portanto, seu lucro operacional; empresas mais eficientes têm margens operacionais mais elevadas, quando outros fatores permanecem constantes, que empresas menos eficientes, que operam no mesmo setor. Assim, se uma empresa consegue aumentar sua margem operacional sobre os ativos existentes, ela vai gerar valor adicional. Para as variáveis *EBITDA* e *GBC* foram utilizados dados anuais, ou seja, dois anos anteriores e dois posteriores.

As hipóteses testadas neste estudo foram:

**H<sub>1</sub> – a média das variáveis de criação de valor das empresas que passaram por processos de fusão e aquisição não sofreu mudanças significativas após a união.**

**H<sub>2</sub> – a média das variáveis de sinergias operacionais das empresas brasileiras que passaram por processos de fusão e aquisição não sofreu mudanças significativas após a união.**

**H<sub>3</sub> – o resultado das variáveis analisadas de empresas que passaram por processos de fusão e aquisição não apresenta diferenças quando se observa subamostras de empresas adquirentes, adquiridas e de fusões.**

**H<sub>4</sub> – o resultado das variáveis analisadas de empresas que passaram por processos de fusão e aquisição no Período 1 não foi diferente daquele observado nas empresas no Período 2.**

**H<sub>5</sub> – não existe correlação com significância estatística entre as variáveis QT, VM/VP e FV.**

QUADRO 3: Resumo das Variáveis Utilizadas no Estudo

Grupo	Variável	Sigla	Fórmula de Cálculo	Interpretação Teórica	Fonte	
					Teórica	Operacional
Criação de Valor	Q de Tobin	QT	$QT \cong \frac{VMAO + VMAP + DIVT *}{AT}$	fornece uma estimativa dos ativos intangíveis da empresa (mercado, qualidade da administração e oportunidades de investimento).	Chung e Pruitt (1994); Famá e Barros (2000)	Economática
	Valor de Mercado / Valor Patrimonial	VM/VP	$\frac{VM}{VP} \cong \frac{VMAO + VMAP}{PL}$	fornece uma medida de avaliação da perspectiva e do desempenho a longo prazo da empresa.	Helfet (1998)	
	Firm Value	FV	$VF = \frac{Firm Value **}{AT}$	fornece uma medida do capital dos sócios (ações), de terceiros (dívidas) e aqueles decorrente das atividades da empresa em relação aos investimentos nela realizados	Silveira (2004)	
Sinergias Operacionais	Margem EBIT	MEBIT	$MEBIT = \frac{L. Operacional (Ebit)}{VL}$	indicador do desempenho operacional que fornece uma medida do controle da estrutura de gastos (custos + despesas) da empresa.	Economática	
	Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization	EBITDA ou LAJIRDA	= Lucro Operac. + Depreciação + Amortização + outras receitas / despesas operacionais	indicador do desempenho operacional, que considera as receitas operacionais líquidas, menos os custos e as despesas operacionais, exceto as depreciações e amortizações.	Silveira (2004)	
	Geração Bruta de Caixa	GBC	$GBC = \frac{EBITDA}{Ativo Total}$	é um indicador do caixa ou do potencial de caixa gerado pelos ativos operacionais.	Silveira (2004)	
	Crescimento das Vendas Líquidas	CRES.	$CRESC = \frac{VL_t - VL_{t-1}}{VL_{t-1}}$	indicador do comportamento das atividades da empresa antes e após F&A e da participação / atuação no mercado, identificada pelos seus níveis de vendas líquidas (VL)	Mendes-da-Silva (2002)	

(\*)  $VMAO$  = valor de mercado de ações ordinárias;  $VMAP$  = valor de mercado de ações preferenciais;  $DIVT$  = valor contábil da dívida total, definida por: passivo circulante mais exigível a longo prazo mais estoques menos ativo circulante;  $AT$  = ativo total da companhia;  $PL$  = Patrimônio Líquido;  $VL$  = Vendas Líquidas.

(\*\*)  $firm\ value = VMAO + VMAP + DbCP + DbLP + FinCP + FinLP + ACC - DICP$  ( $DbCP$  e  $DbLP$  = debêntures de curto e longo prazo;  $FinCP$  e  $FinLP$  = financiamentos de curto e longo prazo;  $ACC$  = adiantamentos de contratos de câmbio;  $DICP$  = disponibilidades e investimentos de curto prazo)

FONTE: compilado de Silveira (2004); Mendes-da-Silva (2002); Famá e Barros (2000); Helfet (1998).



### 3.3. Tratamento Estatístico

Visando identificar o impacto das F&As 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 uma das variáveis descritas na seção anterior. Após ter sido constatado que poucas variáveis apresentavam distribuição normal, optou-se por utilizar o *Wilcoxon Signed Rank Test* e o *Rank Test* (Teste do Sinal). O segundo mede a proporção de empresas que apresentaram mudanças no sentido esperado e o primeiro ajusta esta medida levando em conta a magnitude da mudança (PINHEIRO, 1996).

O *Wilcoxon Signed Rank Test* e o *Rank Test* são testes não-paramétricos, que testam a hipótese de um determinado evento (F&A no caso deste artigo) não ter efeito após a sua ocorrência, usando para isso, pares de variáveis casadas (BICKEL e DOKSUM, 1977). Por exemplo, considere a variável Q de Tobin. Para a amostra de 76 empresas, é possível supor, formalmente, 76 pares independentes de variáveis aleatórias  $(X_{1j}, X_{2j})$ , sendo  $j = 1, 2, \dots, n$  com  $n =$  número de pares de variáveis analisadas (i.e., número de empresas);  $X_1 =$  média do Q de Tobin da empresa nos dois anos anteriores à operação, e  $X_2 =$  média do Q de Tobin da empresa nos dois anos posteriores à operação. Neste caso, para cada par  $(X_{1j}, X_{2j})$ , o impacto (resultado) da realização da(s) operação(ões) de F&As pode ser medido por  $R_j = X_{1j} - X_{2j}$ , para  $j = 1, 2, \dots, n$ . A hipótese nula, de que a realização de F&A não cria valor para o acionista e não afeta o desempenho financeiro da empresa corresponde à hipótese de que  $R_j$  tem uma distribuição simétrica em relação a zero. Em ambos os testes foi considerado um nível de significância de 5% ( $p\text{-value} < 0,05$ ).

Foi utilizado também o Coeficiente de Correlação de Pearson ( $r$ ), na análise da correlação entre as três variáveis de criação de valor. De acordo com Smailes e McGrane (2002) a análise de correlação é uma técnica utilizada para medir a força de associação entre duas variáveis. Essa medição leva em consideração o “grau de dispersão” entre os valores dos dados. O valor de  $r$  oscila sempre entre -1 ou +1, inclusive, podendo ser, portanto, negativa, nula ou positiva. Os testes estatísticos foram efetuados utilizando-se o *Statistical Package for the Social Sciences - SPSS* -, versão 13.0.

## 4. RESULTADOS

As TAB. 2 e 4 resumem os resultados obtidos para cada um dos grupos de variáveis, a partir da amostra e subamostras analisadas. Mais precisamente, são apresentados: a magnitude da variação entre os valores das médias das variáveis antes e depois do “trimestre da F&A” (*variação na média*); a proporção das empresas que apresentaram variação positiva na referida variável (*crescimento na variável*); o resultado à luz da teoria de Finanças e os níveis de significância relativos ao *Wilcoxon Signed Rank Test* e o *Rank Test*.

Analisando os dados para a amostra de todas as empresas, foram encontradas evidências da criação de valor, quando se considera as variáveis que levam em consideração o valor de mercado das ações, comparados com o investimento realizado na empresa, seja para suas atividades (ativo), seja pelos seus acionistas (PL). Ou seja, para as três variáveis de criação de valor (QT, VM/VP e FV), 65,7%, 59,1% e 63,7% das empresas apresentaram elevação dessas duas variáveis, em média, de 27,6%, 84,8% e 15,1%, respectivamente; do período pré para o pós F&A. Assim, em relação à hipótese de que a média das variáveis de criação de valor das empresas que passaram por processos de F&A **não** sofreu mudanças significativas após a união ( $H_1$ ) foi rejeitada. Concluiu-se que resultaram na maximização do valor de mercado das empresas pesquisadas, e conseqüentemente, da riqueza dos acionistas.

Foi constatada piora na variável FV somente para a amostra de empresa adquirida, mas sem significância estatística. Nas demais subamostras foi observada uma melhora com significância estatística para todas as empresas, adquirentes e F&As ocorridas no Período 2.

O *Wilcoxon Signed Rank Test* e o *Rank Test* demonstraram aumentos expressivos, mas significância estatística apenas nas comparações realizadas para todas as empresas da amostra, empresas adquirentes e F&As ocorridas no Período 2. Para as três variáveis de criação de valor (QT, VM/VP e FV), considerando todas as empresas da amostra, 65,7%, 59,1% e 63,7 das empresas apresentaram elevação dessas duas variáveis, em média, de 27,6%, 84,8% e 15,1%, respectivamente; do período pré para o pós F&A. Já para as empresas adquirentes, 67,7%, 62,1% e 65,7% das empresas tiveram suas médias elevadas do período anterior para o posterior, em 25,9%, 52,6% e 24,9%, respectivamente. Entretanto, foram as empresas do Período 2 que apresentaram as evidências mais significativas de melhoria das médias dessas duas variáveis, com 76,3%, 64,3% e 73,8% delas com elevação da média em 32,5%, 64,3% e 24,5%, respectivamente. Constatações que fornecem evidências da criação de valor para os acionistas, todas com significância estatística a um nível de 1%. Cabe aqui a ressalva de que possivelmente essa criação de valor pode não ter advinda da estratégia de F&A, tendo em vista que se trata de um período, principalmente a partir de 2000, no qual ocorreram melhorias dos fundamentos microeconômicos do País, impulsionadas em parte pelo crescimento do valor das *commodities*, produtos básicos de exportação e de faturamento de boa parte das grandes empresas brasileiras, inclusive da amostra estudada.

Em síntese, quando se consideram variáveis que levam em consideração o valor de mercado das ações, comparados com o investimento realizado na empresa, seja para suas atividades (ativo), seja pelos seus acionistas (PL), aparentemente as F&As resultaram na criação de valor no período analisado, principalmente para empresas adquirentes e para as F&As que ocorreram no Período 2. Dessa maneira, rejeitou-se  $H_1$ . As três variáveis sinalizadoras da criação de valor de mercado em relação ao valor de reposição de ativos / investimentos dos sócios (QT, VM/VP e FV) apresentaram mudanças significativas e positivas, confirmando a criação de valor pelas empresas estudadas, para três subamostras analisadas. Além disso, a hipótese de que os dois períodos das F&As não apresentaram resultados diferentes ( $H_4$ ) foi refutada. Enquanto as F&As do Período 1 apresentaram apenas indícios de melhora (sem significância estatística), as F&As ocorridas no Período 2 apresentaram resultados bem mais contundentes da criação de valor, com evidências (significância estatística) de melhoras nas três variáveis.

No que se refere à correlação existente entre as variáveis de criação de valor (QT, VM/VP e FV), cujos resultados estão apresentados na TAB. 3, rejeitou-se a hipótese de que **não** há correlação entre elas ( $H_5$ ), pois conforme pode ser observado, há correlação significativa quando se compara cada uma das três variáveis nos respectivos períodos, anteriores e posteriores, a um nível de significância de 1%. Essa constatação reforça o pressuposto de que essas três variáveis podem ser utilizadas como *proxies* alternativas umas das outras em estudos acadêmicos, uma vez que apresentaram comportamento semelhante. Há que se salientar, entretanto, que foi constatada uma proximidade de comportamento maior entre as variáveis QT e VM/VP (90,6% antes e 84,6% depois da F&A), significando dizer que a variação da primeira se aproxima em mais de 84% da variação da segunda. Variação esta, bem superior à verificada com as variáveis QT e FV (58,8% antes e 70,6% depois da F&A) e de VM/VP e FV (54,1% e 28,0%), sinalizando que a variável VM/VP pode ser utilizada como *proxy* do QT, que o FV deve sê-lo com ressalvas (baixa correlação), enquanto, que as variáveis VM/VP e FV não devem ser utilizadas como *proxy* uma da outra, tendo em vista a baixa correlação apresentadas entre ambas.

No que se refere à obtenção de sinergias operacionais, conforme pode ser observado na TAB. 4, de forma geral, os resultados obtidos indicam uma melhora no desempenho das

empresas após a F&A (exceto para a variável crescimento), o que implica dizer que para três das variáveis de sinergias operacionais consideradas no estudo rejeitou-se a hipótese de que a ocorrência deste tipo de operação **não** traz alterações sobre a performance operacional ( $H_2$ ).

A *Margem EBIT* melhorou em todas as subamostras analisadas e com significância estatística (exceto para as F&As ocorridas no Período 2), com destaque para as empresas adquiridas, F&As do Período 1 e fusões, cuja média aumentou 38,3%, 28,9% e 13,4%, respectivamente, com um percentual acima de 63% das empresas melhorando suas margens. Resultado semelhante foi observado na variável *EBITDA*, melhorou em todas as subamostras analisadas, mas com significância estatística apenas para, empresas F&As ocorridas no Período 1, todas as empresas da amostra, F&As do Período 2 e empresas adquirentes, cujas médias aumentaram 58,4%, 49,3%, 47,9% e 47,1%, respectivamente, com um percentual acima de 65% das empresas melhorando o lucro obtido nas suas operações.

A variável *GBC* apresentou resultados sem significância estatística e contraditórios, ao melhorar em três das subamostras analisadas (todas as empresas, empresas adquiridas e F&As do Período 1), e piorar nas outras três (empresas adquirentes, fusões e F&As do Período 2). Chegou-se, portanto, a resultados inconclusivos para esta variável. Uma explicação para isso seria que o aumento do AT tenha compensado o aumento observado na variável *EBITDA*.

A variável *Cresc.* apresentou evidências contrárias às variáveis ligadas ao lucro operacional das empresas pesquisadas, ao piorar em quatro das subamostras (F&As do Período 1, Todas as empresas, empresas adquirentes e F&As do Período 2), cujas médias reduziram 51,2%, 47,3%, 42,3% e 39,7%, respectivamente, com um percentual acima de 54% das empresas passando a ter um volume menor de vendas após a F&A. Uma razoável interpretação é entender esta redução como resultado de ajustes no *market share* e redefinição nos segmentos de atuação após a F&A. A evidência da redução na média da variável *Cresc.*, associada à evidência (*MEBIT* e *EBITDA*) e aos indícios (*GBC*) de melhora de variáveis sinalizadoras da margem de lucro e do lucro operacional, reforça a idéia do aumento da eficiência operacional. Ou seja, reduziram-se as receitas, mas aumentaram-se os lucros. O que permite concluir que as F&As estudadas resultaram em sinergias operacionais para as empresas após a combinação, rejeitando-se, portanto,  $H_2$ .

No que se refere à hipótese de que os dois períodos das F&As não apresentassem resultados diferentes ( $H_4$ ), considerando as variáveis de sinergias operacionais, o que pode ser dito é que ela foi refutada, mas com resultados contrários aos esperados, com a F&As do Período 1 apresentando melhoras em três das variáveis (*Mebit*, *EBITDA* e *GBC*), com significância estatística nas duas primeiras. Enquanto as F&As ocorridas no Período 2 apresentaram melhoras apenas nas duas primeiras variáveis e com significância estatística apenas para a variável *EBITDA*. Ou seja, aparentemente as F&As do Período 1 apresentaram um melhor desempenho do que as F&As do Período 2. Uma possível explicação para isso seria a necessidade de adaptação à nova realidade econômica, que exigiu maior eficiência operacional das empresas, ao reduzir as possibilidades de ganhos não operacionais no mercado financeiro, levando-as a se especializarem no seu *core business* (CANO, 2002).

Por fim, a hipótese de que as empresas adquirentes, adquiridas e fusionadas apresentassem resultados semelhantes ( $H_3$ ) também foi rejeitada, uma vez que as primeiras apresentaram evidências de maior potencial de criação de valor após a união, quando comparadas com as demais. Resultado semelhante quando se observa as variáveis de sinergias operacionais, nas quais as empresas adquirentes apresentaram evidências de melhoras nas duas variáveis de desempenho operacional (*MEBIT*, *EBITDA*), enquanto que as empresas adquiridas também o tiveram, mas somente na última variável. Ou seja, pode-se dizer que as empresas adquirentes da amostra pesquisada apresentaram um maior potencial de criação de valor e de gerar sinergias operacionais, quando comparadas com fusões e empresas adquiridas.

TABELA 2: Resumo do Resultado do Teste de Comparação de Médias para Variáveis de Criação de Valor

Nº	Amostra	Variável	Nº Obs.	Média Antes	Média Depois	Variação na Média	Crescimento na variável	Resultado	Nível significância - Teste Wilcoxon -	Nível significância - Teste do Sinal-
1	Todas as Empresas (N = 76)	QT	592	0,997	1,272	27,6%	65,7%	melhorou	0,000	0,000
2		VM/VP	592	1,450	2,680	84,8%	59,1%	melhorou	0,000	0,000
3		FV	592	1,075	1,238	15,1%	63,7%	melhorou	0,000	0,000
1	Adquirentes (N = 63)	QT	504	0,993	1,250	25,9%	67,7%	melhorou	0,000	0,000
2		VM/VP	504	1,460	2,229	52,6%	62,1%	melhorou	0,000	0,000
3		FV	504	1,037	1,295	24,9%	65,7%	melhorou	0,000	0,000
1	Adquiridas (N = 13)	QT	96	1,232	1,728	40,2%	56,3%	melhorou	0,265	0,262
2		VM/VP	96	1,799	5,821	223,5%	44,8%	melhorou	0,389	0,358
3		FV	96	1,476	1,345	-8,9%	54,2%	piorou	0,419	0,475
1	Fusões (N = 6)	QT	40	1,589	1,679	5,7%	60,0%	melhorou	0,485	0,268
2		VM/VP	40	2,148	2,033	-5,3%	37,5%	piorou	0,412	0,155
3		FV	40	1,429	1,600	11,9%	50,0%	melhorou	0,591	1,000
1	Período 1 (N = 36)	QT	272	0,806	0,961	19,3%	53,3%	melhorou	0,751	0,303
2		VM/VP	272	1,023	2,328	127,6%	43,4%	melhorou	0,393	0,034
3		FV	272	0,816	0,797	19,3%	53,3%	melhorou	0,751	0,303
1	Período 2 (N = 40)	QT	320	1,160	1,537	32,5%	76,3%	melhorou	0,000	0,000
2		VM/VP	320	1,812	2,979	64,3%	72,5%	melhorou	0,000	0,000
3		FV	320	1,295	1,612	24,5%	73,8%	melhorou	0,000	0,000

Fonte: elaborado pelos autores (Saídas do SPSS).

TABELA 3: Resumo da Correlação das Variáveis de Criação de Valor (continua)

(N = 600)		QT_A	QT_D	VM/VP_A	VM/VP_D	FV_A	FV_D
QT_A	Pearson Correlation	1					
	Sig. (2-tailed)						
QT_D	Pearson Correlation	,587(**)					
	Sig. (2-tailed)	,000					
VM/VP_A	Pearson Correlation	,907(**)	,611(**)				
	Sig. (2-tailed)	,000	,000				
VM/VP_D	Pearson Correlation	,236(**)	,847(**)	,274(**)			
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000			

TABELA 3: Resumo da Correlação das Variáveis de Criação de Valor (conclusão)

FV_A	Pearson Correlation	<b>,588(**)</b>	<b>,374(**)</b>	<b>,541(**)</b>	<b>,140(**)</b>		
	Sig. (2-tailed)	<b>,000</b>	<b>,000</b>	<b>,000</b>	<b>,001</b>		
FV_D	Pearson Correlation	<b>,771(**)</b>	<b>,706(**)</b>	<b>,815(**)</b>	<b>,280(**)</b>	<b>,533(**)</b>	
	Sig. (2-tailed)	<b>,000</b>	<b>,000</b>	<b>,000</b>	<b>,000</b>	<b>,000</b>	

(\*\*) Correlação com significância ao nível de 0,01 (2-caudas). Fonte: elaborado pelos autores (Saídas do SPSS).

TABELA 4: Resumo do Resultado do Teste de Comparação de Médias para Variáveis de Sinergias Operacionais

Nº	Amostra	Variável	Nº Obs.	Média Antes	Média Depois	Variação na Média	Crescimento na variável	Resultado	Nível significância - Teste Wilcoxon -	Nível significância - Teste do Sinal-
1	Todas as Empresas (N = 76)	MEBIT	568	13,41%	14,31%	6,7%	56,0%	melhorou	<b>0,001</b>	<b>0,003</b>
2		EBTIDA	150	\$506.829.751	\$756.846.879	49,3%	66,7%	melhorou	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>
3		GBC	150	72,30%	75,93%	5,0%	54,0%	melhorou	0,786	0,369
4		CRESC.	592	17,7%	9,3%	-47,2%	44,6%	piorou	<b>0,001</b>	<b>0,010</b>
1	Adquirentes (N = 63)	MEBIT	480	14,24%	14,78%	3,8%	55,0%	melhorou	<b>0,013</b>	<b>0,022</b>
2		EBTIDA	126	\$591.166.324	\$869.659.849	47,1%	65,9%	melhorou	<b>0,000</b>	<b>0,001</b>
3		GBC	126	83,31%	78,77%	-5,5%	54,8%	piorou	0,987	0,327
4		CRESC.	504	13,5%	7,8%	-42,3%	45,6%	piorou	<b>0,004</b>	0,055
1	Adquiridas (N = 13)	MEBIT	96	8,15%	11,27%	38,3%	64,6%	melhorou	<b>0,001</b>	<b>0,006</b>
2		EBTIDA	26	\$57.529.451	\$149.558.077	160,0%	69,2%	melhorou	0,112	0,078
3		GBC	26	12,67%	55,69%	339,5%	50,0%	melhorou	0,657	1,000
5		CRESC.	96	38,2%	17,3%	-54,6%	70,8%	piorou	0,108	0,052
1	Fusões (N = 6)	MEBIT	48	14,23%	16,14%	13,4%	75,0%	melhorou	<b>0,008</b>	<b>0,001</b>
2		EBTIDA	12	\$313.270.917	\$506.995.333	61,8%	66,7%	melhorou	0,272	0,388
3		GBC	12	88,52%	46,36%	-47,6%	33,3%	piorou	0,084	0,388(a)
4		CRESC.	48	3,1%	30,6%	892,3%	52,1%	melhorou	0,594	0,885
1	Período 1 (N = 36)	MEBIT	256	5,01%	6,46%	28,9%	63,3%	melhorou	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>
2		EBTIDA	70	\$146.506.608	\$232.013.427	58,4%	67,1%	melhorou	<b>0,008</b>	<b>0,006</b>
3		GBC	70	46,33%	60,69%	31,0%	55,7%	melhorou	0,617	0,403
5		CRESC.	272	25,23%	12,32%	-51,2%	43,0%	piorou	<b>0,007</b>	<b>0,025</b>
1	Período 2 (N = 40)	MEBIT	312	20,31%	20,75%	2,1%	50,0%	melhorou	0,319	0,955
2		EBTIDA	80	\$822.112.500	\$1.216.076.150	47,9%	66,3%	melhorou	<b>0,003</b>	<b>0,005</b>
3		GBC	80	95,02%	89,26%	-6,1%	52,5%	piorou	0,920	0,737
4		CRESC.	320	11,3%	6,8%	-39,7%	45,9%	piorou	<b>0,030</b>	0,162

Fonte: elaborado pelos autores (Saídas do SPSS).

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO

Baseado na teoria de Finanças a decisão de se engajar em um processo de F&A se insere no rol das decisões de investimento, sob uma perspectiva de expandir, diversificar ou aproveitar oportunidades de negócios. Trata-se de uma decisão complexa e trabalhosa, que demanda um planejamento minucioso e uma execução bem controlada, cujos objetivos geralmente estão relacionados à obtenção de ativos e recursos que aumentem a participação e o valor de mercado, resultando assim, na potencial criação de valor para a empresa e seus acionistas. Neste sentido, um processo de F&A afeta a distribuição da riqueza gerada pelas organizações e a estrutura de propriedade, resultando em novos arranjos organizacionais (economia e governança corporativa), envolve os incentivos para que os participantes diretos desse processo se empenhem em atingi-la (agência) e diz respeito também à (melhor) forma de se conduzir o negócio (política de negócios e estratégia organizacional), e na maioria das vezes ocorrem visando maximizar o interesse dos seus proprietários ou acionistas (criação de riqueza), por meio da maximização do valor da empresa no mercado.

Neste artigo foi analisado se os processos de F&As de empresas brasileiras resultaram em sinergias operacionais e criaram valor para os acionistas. Além disso, investigou-se a correlação das três medidas de criação de valor, visando justificar o seu uso como *proxies* alternativas do desempenho da empresa. Para isso, foram analisados dados econômicos, contábeis e de mercado de uma amostra de 72 processos de F&As de empresas brasileiras ocorridos entre janeiro de 1996 e dezembro de 2004. O exame da significância estatística das alterações na criação de valor e de sinergias operacionais nas empresas foi realizado mediante a aplicação do *Wilcoxon Signed Rank Test* e o *Rank Test*, para um grupo de sete variáveis, sendo três sinalizadoras da criação de valor e quatro de sinergias operacionais.

Foram testadas cinco hipóteses, cujos principais resultados foram: i) as três variáveis sinalizadoras da criação de valor de mercado em relação ao valor de reposição de ativos / investimentos dos sócios (QT, FV e VM/VP) apresentaram mudanças significativas e positivas na média, confirmando a criação de valor pelas empresas estudadas. Rejeitou-se, portanto  $H_1$ ; ii) as F&As estudadas resultaram em sinergias operacionais para as empresas após a combinação, rejeitando-se, portanto,  $H_2$ ; iii) as empresas adquirentes da amostra pesquisada apresentaram um maior potencial de criação de valor e de gerar sinergias operacionais, quando comparadas com fusões e empresas adquiridas. Rejeitou-se, portanto  $H_3$ ; iv) hipótese de que os dois períodos das F&As não apresentassem resultados diferentes ( $H_4$ ) também foi refutada, mas de maneira contraditória. Enquanto as F&As do Período 1 apresentaram apenas indícios de melhora (sem significância estatística), as F&As ocorridas no Período 2 apresentaram resultados bem mais contundentes da criação de valor, com evidências (com significância estatística) de melhoras nas três variáveis. Quanto se considera as variáveis de sinergias operacionais, os resultados foram contrários aos esperados, com a F&As do Período 1 apresentando evidências de aumento em duas variáveis (*MEBIT* e *EBITDA*), enquanto que as F&As ocorridas no Período 2 apresentaram evidências apenas para a variável *EBITDA*; e v) foi constatada correlação significativa quando se compara o comportamento de cada uma das três variáveis de criação de valor nos respectivos períodos, anteriores e posteriores, a um nível de significância de 1%, ressaltando-se, entretanto, que foi observada uma proximidade de comportamento em ordem decrescente para as variáveis na seguinte ordem: QT e VM/VP (acima de 84%), QT e FV (acima de 58%) e VM/VP e FV (acima de 28% apenas), sinalizando que a variável VM/VP pode ser utilizada como *proxy* do QT, que o FV deve sê-lo com ressalvas (baixa correlação), enquanto, que as variáveis VM/VP e FV não devem ser utilizadas como *proxy* uma da outra, tendo em vista a baixa correlação apresentadas entre ambas. Rejeitou-se, portanto,  $H_5$ .

Apesar de relevantes, as evidências encontradas neste estudo devem ser vistas com cautela, principalmente, com relação a dois pontos principais. Primeiro, porque os resultados

refletem uma amostra específica de empresas, em um determinado período de tempo, mas não deixa de ser um indicador do resultado, longe de querer fazer generalizações. O segundo decorre do curto espaço de tempo analisado após a F&A, cujos desdobramentos podem ainda não ter sido totalmente refletido nas operações das empresas. Sobre este ponto, entretanto, cabe ressaltar que a análise de um período superior a dois anos após a F&A certamente contemplaria outros eventos e estratégias corporativos importantes, inclusive a realização de outras F&As, os quais, certamente poderiam viesar os resultados.

Isto posto, cabe ressaltar que esses fatores são limitadores do escopo da pesquisa, mas não inviabilizadores dos seus resultados. Diante das dificuldades inerentes ao tema e partidários da opinião de que os processos de F&As devem ser analisados sob a perspectiva de um mosaico de resultados, obtidos com diferentes dados e metodologias, que por si só não explicam o todo, mas em conjunto fornecem um panorama mais amplo desse debate e possibilitam um melhor entendimento do assunto, este trabalho deu sua contribuição, ao fornecer evidências de que os processos de F&As de empresas brasileiras analisados resultaram na criação de valor para os acionistas e na geração de sinergias operacionais, confirmando-se a hipótese da eficiência apresentada por Weston (1994).

## 6. REFERÊNCIAS

- ANDRADE, V. R. A. **Efeitos da diversificação no valor das empresas do mercado de telecomunicações**: teste do modelo de Berger e Ofek. 2002. 164 f. Dissertação (Mestrado em Administração)-FEA-USP, São Paulo, 2002.
- ANDRADE, G.; MITCHELL, M.; STAFFORD, E. New evidence and perspectives on mergers. **Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 1, 2001, p. 103-120, Spring 2001.
- ASSAF NETO, A. **Contribuição ao estudo de avaliação de empresas no Brasil**: uma aplicação prática. 203 f. Tese (Livre-Docência) – FEA-USP, Ribeirão Preto, 2003.
- BERLE JR., A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private propriety**. New York: Macmillan, 1932.
- BERNARDO, J. R. R.; CAMPOS FILHO, L. A. Produção científica em fusões e aquisições e indicadores de desempenho para avaliação das aquisições: uma revisão da literatura. In: ENCONTRO DE ESTUDOS DE ESTRATÉGIA, 3., 2007, São Paulo (SP). **Anais Eletrônicos...**Rio de Janeiro: ANPAD, 2007 (CD-ROM).
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Caderno de Pesquisas em Administração USP**, São Paulo, v. 12, n. 2, p. 99-115, abril / junho 2005.
- 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 USP**, São Paulo, v. 10, n. 2, p. 17-38, abril / junho 2003.
- CANO, M. **O recente processo de fusões e aquisições na economia brasileira**. 164 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, UNICAMP, Campinas, 2002.
- CHUNG, K.; PRUITT, S. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, Autumn 1994.
- COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003. 640 p.
- DAMODARAN, A. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2. ed., Porto Alegre: Bookman, 2004, 796 p.
- FAMÁ, R.; BARROS, L. A. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas Administração USP**, v. 7, n. 4, p. 27-43, out./dez. 2000.
- GOMES, C; AIDAR, O.; VIDEIRA, R. Fusões, aquisições e lucratividade: uma análise do setor siderúrgico brasileiro. **Economia**, Brasília (DF), v. 7, n. 4, p.143–163, Dez. 2006.

- HASBROUCK, J. The characteristics of takeover targets  $q$  and other measures. **Journal of Banking and Finance**, v. 9, n. 3, p. 351-362, Sept. 1985.
- HEALY, P.; PALEPU, K.; RUBACK, R. Does corporate performance improve after mergers? **Journal of Financial Economics**, v. 31, v. 2, p. 135-176, 1992.
- HELFERT, E. A. **Técnicas de análise financeira**. 9. ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.
- JOVANOVIC, B.; ROUSSEAU, P. The Q-theory of mergers. **American Economic Review**, v. 92, n. 3, p. 198-204, 2002.
- KLOECKNER, G. O. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 29, n. 1, p. 42-58, jan. / mar. 1994.
- LANG, L.; STULZ, R. M. Tobin's  $q$ , corporate diversification and firm performance. **Journal of Political Economy**, v. 102, n. 6, p. 1248-1280, Dec. 1994.
- LANG, L.; STULZ, R.; WALKLING, R. Tobin's  $q$  and the gains from successful tender offers. **Journal of Financial Economics**, v. 24, n. 3, p. 137-154, Sept. 1989.
- LLOYD, W. P.; JAHERA, J. S. J. Firm-diversification effects on performance as measured by Tobin's  $q$ . **Managerial and Decision Economics**, v. 15, n. 3, p. 259-266, May, 1994.
- 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 - USP**, São Paulo, v. 36 n. 1, p. 5-13, janeiro/março, 2001.
- MENDES-DA-SILVA, W. **Governança corporativa e desempenho de empresas brasileiras**. 2002. 230 f. Dissertação (Mestrado Administração) – FEA-UFPE, Recife, 2002.
- NAPIER, N. K. Mergers and acquisitions, human resources issues and outcomes: a review and suggested typology. **Journal of Management Studies**, v. 26, n. 3, p. 271-286, May 1989.
- PASIN, R. M. Fusões e aquisições na indústria de alimentos do Brasil: um estudo sobre a gestão financeira das empresas. **Anais Eletrônicos... Flórida**: BALAS, 2002 (CD-ROM).
- PINHEIRO, A. C. Impactos microeconômicos da privatização no Brasil. **Pesquisa e Planejamento Econômico**. Rio de Janeiro: IPEA, v. 26, n. 3, p. 357-398, Dez. 1996.
- RAVENSCHRAFT, D. J.; SCHERER, F. M. **Mergers, selloffs, and economic efficiency**. Washington, DC: Brookings Institution, 1987.
- ROCHA, F.; IOOTTY, M.; FERRAZ, J. C. Desempenho das fusões e aquisições na indústria brasileira na década de 90: a ótica das empresas adquiridas. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 5, n. especial, p. 69-102, out./nov./dez 2001.
- SALTER, M. S.; WEINHOLD, W. A. **Diversification through acquisition: strategies for creating economic value**. The Free Press, New York, 1979.
- SILVA, J. P. Análise financeira das empresas. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2006. 552 p.
- SILVEIRA, A. Di M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, USP, São Paulo.
- SMAILES, J.; MCGRANE, A. **Estatística aplicada à administração com Excel**. São Paulo: Atlas, 2002.
- STEINER, T. L. A Reexamination of the relationships between ownership structure, firm diversification, and Tobin's  $q$ . **Quarterly Journal of Business and Economics**, v. 35, n. 4, p. 39-48, Aut.1996.
- STEWART III, G. B. **Em busca do valor: o guia de EVA para estrategistas**. Porto Alegre: Bookman, 2005, 655 p.
- TOBIN, J.; BRAINARD W. Pitfalls in financial models building. **American Economic Review**, v. 58, n. 2, p. xx-xx, Feb. 1968.
- WESTON, J. F. **The payoff in merger and acquisitions**. In: ROCK, M; ROCK, R. H.; SIKORA, M. (eds). **The M&A handbook**. 2<sup>th</sup> ed. New York: McGraw-Hill, 1994.
- WERNERFELT, B.; MONTGOMERY, C. A. Tobin's  $q$  and the importance of focus in firm performance. **The American Economic Review**, v. 78, n. 1, p. 246-250, March 1988.