
Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Sinergias Operacionais, Gerenciais e Rentabilidade

Marcos Antônio de Camargos ¹
Francisco Vidal Barbosa ²

• Artigo recebido em: 08/07/2009 •• Artigo aceito em: 24/11/2009 ••• Segunda versão aceita em: 30/11/2009

Resumo

O objetivo deste artigo foi avaliar se as fusões e aquisições (F&A's) de empresas brasileiras resultaram em sinergias operacionais e gerenciais e, também, no aumento da rentabilidade das empresas envolvidas. Foram analisados dados trimestrais de 76 empresas brasileiras de uma amostra de 72 processos de F&A's, ocorridos entre janeiro de 1996 e dezembro de 2004. Trata-se de uma pesquisa quantitativa, na qual as médias de dez variáveis foram comparadas estatisticamente, nos dois anos anteriores e posteriores à F&A por meio do *Wilcoxon Signed Rank Test* e do *Rank Test*, tentando-se seis hipóteses teóricas. Os resultados mostraram que as F&A's: 1. levaram a alteração (aumento) significativa estatisticamente no valor dos ativos das empresas; 2. resultaram em sinergias operacionais e gerenciais; 3. não se refletiram no aumento da rentabilidade das empresas estudadas, mas aparentemente dos acionistas; 4. as empresas adquirentes e as F&A's ocorridas do Período 2 (após janeiro de 2000) apresentaram um maior potencial de gerar sinergias operacionais e gerenciais e de melhorar a rentabilidade. A explicação para esses resultados seria que o possível aumento na lucratividade foi compensado pelo aumento do valor do ativo total, do patrimônio líquido e das dívidas para financiá-las.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições; Sinergias Operacionais e Gerenciais; Rentabilidade.

¹ Doutor em Administração pelo CEPEAD-UFMG, professor e pesquisador das Faculdades IBMEC-MG. Endereço: Rua Paraíba, 330 – 4º andar, Seculus Business Center – Belo Horizonte – MG - CEP: 30.130-140. Telefone: (31) 3247:5776. E-mail: marcosac@ibmecmg.br ou camargos.marcos@gmail.com

² Pós-Doutor pela Universidade de Harvard, Professor Associado do CAD/CEPEAD/FACE/UFMG. Endereço: Av. Antônio Carlos, 6627, Gabinete 4050, Campus Pampulha - Belo Horizonte – MG, CEP: 31270-901 Telefone: (31) 3409:7034. E-mail: fbarbosa@face.ufmg.br

Nota: este artigo foi aceito pela Editora Científica Jacqueline Veneroso Alves Cunha e passou por uma avaliação *double blind review*.

Merger and Acquisitions of Brazilian Companies: Operational and Managerial Synergisms and Profitability

Abstract

This paper aims evaluate if the merger & acquisitions (M&A) of Brazilian companies resulted in operational and managerial synergisms and in the increase of they profitability. We analyze quarterly data of 76 Brazilian companies from a sample of 72 processes of M&A occurred between January, 1996 and December, 2004. It is a quantitative research, in which was compared statistically the averages of ten variables via the Wilcoxon Signed Rank Test and the Rank Test, in a previous and in an ulterior period (two years), testing six theoretical hypotheses. The results had shown that the M&A studied: 1. lead to alterations (increases) statistically significant in the value of the companies' assets; 2. resulted in operational and managerial synergisms; 3. did not reflect in the increase of the profitability of the companies studied, but apparently of the shareholders; 4. the acquiring companies and the M&A occurred in the Period 2 (after January, 2000) presented a higher potential to generate operational and managerial synergisms and in the increase of profitability of involved companies. An explication to these results was that the possible increase of profitability was compensated by the increase of the companies' total assets, equity and the debts to financier them.

Keywords: Mergers and Acquisitions; Operational and Managerial Synergisms; Profitability.

1. Introdução

O final do século XX foi marcado por grandes transformações cujos desdobramentos ainda se fazem presentes na sociedade de modo geral e no meio empresarial em particular, tanto no cenário internacional, quanto nacional. Os avanços tecnológicos, principalmente na área da informática e de transportes, possibilitaram a intensificação do fluxo de pessoas, capitais e bens e serviços, associada à formação de blocos econômicos e comerciais, resultando na progressiva abertura das fronteiras das economias nacionais, culminando com a formação de uma sociedade mundial, por um lado, cada vez mais integrada, mas, por outro, suscetível à propagação de instabilidades do sistema econômico-financeiro internacional (STIGLITZ; GREENWALD, 2004).

Tal cenário fez com que as fusões e aquisições (F&A's) ganhassem destaque, ao serem vistas em muitas situações como uma estratégia viável às novas condições econômicas vigentes, tanto no ambiente econômico nacional, como no internacional. Segundo Capron e Pistre (2002), são vários os motivos que justificam as combinações empresariais, tais como, aumento do poder de mercado, obtenção de sinergias operacionais e financeiras, ganhos tributários, substituição de gestores ineficientes na empresa alvo, etc. Além disso, pode-se dizer que, por meio das F&A's, as empresas conseguem expansões rápidas, entrar em novos mercados, maior racionalização produtiva, economias de escala, ativos complementares, entre outros. Apesar disso, essas operações não devem ser encaradas como uma solução simples para problemas internos ou ameaças mercadológicas, devido ao elevado grau de complexidade e incerteza que as permeiam; isso sem mencionar a ausência de um consenso sobre benefícios/ganhos para os acionistas.

Dessa forma, as F&A's constituem uma das atividades de destaque que vem reconfigurando e transformando as relações empresariais ao longo do século XX, principalmente nas suas duas últimas décadas, quando então as denominadas quarta (anos 1980) e quinta (anos 1990) ondas de F&A's resultaram na intensificação da união entre empresas que ganharam dimensões globais. As F&A's 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 (JOVANOVIĆ; ROUSSEAU, 2002), internacionalização, aumento da competição e maior integração dos mercados de capitais.

A controvérsia existente na literatura sobre o resultado dos processos de F&A's na perspectiva dos benefícios/ganhos gerados ainda carece de pesquisas e de um melhor entendimento. As dificuldades de um consenso emergem de: 1. determinação de quão abrangente deve ser a amostra para que se generalizar os resultados; 2. perspectiva de análise de curto, médio e longo prazo; 3. métricas a serem utilizadas (dados do mercado de capitais, variáveis de desempenho a serem utilizadas); 4. como isolar os efeitos de um processo de F&A sobre o desempenho de uma empresa, tendo em vista as atividades e as demais estratégias que são adotadas concomitantemente. Certamente esses fatores são limitadores do escopo das pesquisas sobre o ganhos/benefícios em F&A's, mas não inviabilizadores dos seus resultados.

Nesse sentido, os resultados de tais processos devem ser analisados sob a perspectiva de um mosaico de evidências obtidas com diferentes dados e metodologias, que por si sós não explicam o todo, mas em conjunto fornecem um panorama mais amplo desse debate e possibilitam um melhor entendimento do assunto.

Observa-se, tanto na literatura nacional, quanto internacional, os motivos, teorias, hipóteses que justificam, principalmente os resultados dos processos de F&A's e outros tipos de alianças estratégicas, têm sido amplamente analisados e discutidos, sem, entretanto, se chegar a um consenso. Para Gerbaud, York e Wohar (2006), a literatura sobre estratégia e a econômico-financeira ainda não conseguiu explicar completamente a influência de uma aquisição no desempenho da empresa adquirente.

Na perspectiva financeira, estratégia de se fundir ou comprar outras empresas é implantada, geralmente buscando-se sempre a obtenção de benefícios/ganhos (sinergias) para as empresas ou a criação de valor para os acionistas. No que se refere aos benefícios ou ganhos em processos de F&A's, Seth (1990) salienta que as sinergias existem, quando o valor combinado das companhias, após o processo for maior do que a soma dos valores individuais das duas companhias. Para ela, essa diferença adviria, possivelmente, do aumento da eficiência operacional ou de ganhos financeiros.

Inserido nessa discussão, o objetivo deste artigo foi identificar se os processos de F&A's de empresas brasileiras resultaram em sinergias (operacionais e gerenciais) e melhoraram a rentabilidade das empresas envolvidas. Dessa forma, é na identificação dos ganhos proporcionadas pelas operações de F&A's que reside a principal contribuição deste artigo, na perspectiva de se aumentar a compreensão de um tema controverso e relevante para a área acadêmica e empresarial, ainda carente de sustentação teórica e empírica. Dessa maneira, espera-se que este trabalho contribua para preencher essa lacuna, aumentando o corpo de evidências empíricas sobre a atividade em questão, bem como contribuir para a sistematização do seu arcabouço teórico. O principal resultado desta pesquisa sinaliza que, se por um lado as F&A's pesquisadas resultaram em sinergias operacionais e gerenciais, por outro, não se refletiram no aumento da rentabilidade das empresas estudadas.

Na sequência, é apresentado o quadro teórico de referência, seguido dos procedimentos metodológicos e análise e discussão dos resultados nas seções 2, 3 e 4, respectivamente. Encerra-se com as conclusões e considerações finais na seção 5, seguida das referências.

2. Referencial Teórico

2.1 Fusões e Aquisições na Teoria de Finanças

Baseada na teoria de finanças, a decisão de se engajar em um processo de F&A se insere no rol das decisões de investimento, dentro de uma perspectiva de expansão, diversificação ou crescimento dos negócios. Mas, apesar de ser uma decisão de investimento, assim como ocorre na prática empresarial, ela tem um relacionamento direto com as duas outras grandes áreas de decisão em finanças, a de financiamento e a destinação dos lucros (política de dividendos), no sentido de que, para se operacionalizar uma F&A, é necessário ter os recursos, sejam internos (lucro ou emissão de ações), ou externos (empréstimos ou emissão de títulos de dívida) para efetuar o pagamento.

Seth, Song e Pettit (2000) apresentam três hipóteses que explicam os motivos das F&A's: 1. *hipótese da sinergia*: o valor da nova entidade é maior do que a soma dos valores individuais das empresas antes da união; 2. *hipótese gerencial*: os gestores optam por F&A's para maximizar sua própria utilidade em detrimento da maximização da riqueza dos acionistas das empresas envolvidas; 3. *hipótese do orgulho exagerado*: os administradores da empresa adquirente erram ao avaliar o preço da empresa alvo, mas decidem continuar com a negociação assumindo que o valor está correto. Esta última hipótese foi proposta inicialmente por Roll (1986), sob a denominação de *hubris hypothesis*.

Para Hagedoorn e Duysters (2002), as F&A's seriam alternativas externas de competências inovadoras, ao passo que para Singh e Montgomery (1987) representam uma estratégia de crescimento ou expansão empresarial, denominada por eles de crescimento externo, que se daria por meio da união com outras empresas. Estratégia que proporciona, por um lado, crescimento rápido, entrada em novos mercados, minimização de barreiras de entrada e

internacionalização, entre muitos outros, mas que, por outro, pode resultar na destruição da riqueza dos acionistas devido a erros de avaliação provocados pelo excesso de confiança, prêmios pelo controle e custos de transação muito elevados, além de motivos fundamentados na teoria da agência, entre outros.

No contexto do mercado de capitais, 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 pública ou privada de aquisição. Uma aquisição, por sua vez, é a compra de uma firma por outra, na qual somente uma delas, geralmente, mantém a identidade. Essa compra pode ser de ações sem direito a voto (aquisição de participação) ou com direito a voto no mercado de capitais (aquisição do controle), além dos ativos ou de unidades de negócio de outra empresa. O pagamento pode ocorrer em dinheiro, ações ou outros títulos.

Das definições acima, podem-se depreender algumas distinções básicas entre fusão ou consolidação e aquisição: 1. em uma fusão, pode haver a criação de uma nova firma (consolidação), ao passo que na aquisição uma das empresas envolvidas geralmente mantém sua identidade jurídica; 2. na fusão, geralmente a forma de pagamento utilizada é uma permuta de ações, enquanto na aquisição a forma de pagamento pode ser dinheiro, ações ou outros títulos; 3. na fusão, as firmas geralmente são do mesmo setor, têm a mesma atividade-fim, já nas aquisições, é comum as firmas serem de setores diferentes.

2.2 Sinergias e rentabilidade em Fusões e Aquisições

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 (rentabilidade) sobre os ativos existentes, ela vai gerar valor adicional.

Para Datta (1991) as sinergias são oriundas da execução eficiente, objetivo principal das operações de F&A's durante a integração, que é o de fazer com que a empresas envolvidas trabalhem de maneira mais eficiente ao reduzir diversos gastos (custos e despesas), seja na produção, *marketing*, distribuição/logística ou na integração/eliminação de departamentos, atividades e funções similares que se sobrepõem. O autor salienta, entretanto, que muitos processos têm o seu potencial de ganhos reduzido ou eliminado devido às dificuldades ou incompatibilidades em diversas áreas após a F&A.

As sinergias guardam estreita relação com os motivos por trás de uma F&A. Elas representam os ganhos e benefícios decorrentes da união empresarial. Para Capron e Pistre (2002), Healy, Palepu e Ruback (1992), as principais fontes de sinergias em F&A's são: (1) economias de escalas operacionais: advindas da redução ou eliminação de custos de produção e de despesas com atividades corporativas (*marketing*, finanças, etc.), maior racionalização do esforço de pesquisa e desenvolvimento; (2) economias financeiras: advindas de uma melhor estrutura de capital, maior capacidade de alavancagem associada a um custo menor de endividamento; (3) melhorias na eficiência gerencial: advindas da substituição de administração ineficiente, geralmente da empresa adquirida, melhorando, assim, o seu desempenho econômico e financeiro; (4) maior poder de mercado: o aumento do tamanho leva a um maior poder de mercado, de negociação junto a fornecedores, concorrentes, governo, melhorando a capacidade competitiva das empresas; (5) avanço tecnológico: advindo do uso conjunto de insumos específicos não divisíveis e de recursos complementares, transferência de tecnologia e conhecimento (*know-how*), bem como economias de integração vertical; e (6) economias fiscais: advindas do uso de créditos tributários relativos a prejuízos operacionais líquidos acumulados em exercícios anteriores por uma das firmas envolvidas, que podem ser compensados em exercícios futuros pela firma.

Conforme pode ser observado, os motivos e as sinergias esperadas das F&A's, muitas vezes, se sobrepõem, o que torna ainda mais difícil identificar qual foi a motivação para que a empresa empreendesse a F&A.

Napier (1989) constatou que cerca de 30% das F&A's acabam em fracassos, e mais de 50% não alcançam completamente os objetivos pretendidos, sendo consideradas como insucessos. Salter e Weinhold (1979) atentam para a importância dos gestores na condução e na obtenção das

sinergias, principalmente financeiras. Para eles, os gestores devem ter as habilidades necessárias para negociar com as várias situações e necessidades intrínsecas a um processo de F&A (e saber reconhecê-las), assim como ter conhecimento de vários setores, ter os recursos necessários e o acesso à fonte de financiamento adequada para sua execução.

No que se refere às evidências sobre sinergias operacionais e financeiras em F&A's que utilizam dados contábeis, um trabalho ao mesmo tempo abrangente (mais de 5 mil F&As) e por isso questionado é o de Ravenscraft e Scherer (1987), que encontraram evidências de que elas não levaram a uma melhora de desempenho e por isso não criaram valor. Healy, Palepu e Ruback (1992) encontraram evidências de melhoras tanto nas vendas quanto nos lucros das empresas após a união. Andrade, Mitchell e Stafford (2001) constataram que as margens operacionais das empresas-alvo e adquirentes melhoraram aproximadamente 1% após a fusão.

Fazendo-se uma síntese dos principais resultados empíricos sobre a atividade de F&A's, pode-se dizer que: 1. os acionistas de empresas adquiridas obtêm ganhos substanciais a curto prazo, quando a operação é bem-sucedida, sendo os ganhos aparentemente maiores em ofertas de compras do que em fusões; 2. os acionistas das empresas adquirentes ganham relativamente pouco com as aquisições de controle, em média apenas 4%; 3. a taxa de retorno para os acionistas de empresas que são alvo de operações malsucedidas de fusão é negativa; e 4. a rentabilidade média geral para os acionistas em ofertas de compra e em fusões malsucedidas é igual (JENSEN; RUBACK, 1983; ASQUITH, 1983; LANG; STULZ; WALKLING, 1989; AGRAWAL; JAFFE; MANDELKER, 1992; GRAHAM; LEMMON; WOLF, 2002). Os resultados dos processos de F&A's nos estudos acadêmicos são, assim, inconclusivos, e deixam em aberto a questão dos ganhos e benefícios para os acionistas, principalmente das empresas adquirentes.

2.2.1 Criação de valor, sinergias e rentabilidade em processos de F&A's do mercado brasileiro

Segundo Cano (2002), os processos de F&A's ocorridos nos anos 1990 no Brasil foram fortemente influenciados: 1. pelo seu caráter institucionalizado, que fez com que boa parte das operações aqui ocorridas fosse apenas reflexo das F&A's da arena internacional (F&A's entre filiais); 2.

pelo forte processo de reestruturação produtiva, retomada da entrada de fluxos de investimento direto estrangeiro e expectativas favoráveis quanto à sustentabilidade do crescimento econômico, que, em conjunto, desencadeou a entrada de novos concorrentes externos, boa parte via F&A's; 3. 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 sinergias, o desempenho econômico-financeiro (rentabilidade) ou a criação de valor para acionistas em processos de F&A's, alguns dos quais apresentados no Quadro 1.

Quadro 1 - Resumo dos trabalhos no mercado brasileiro

Autores / Ano	Amostra	Dados / Período	Conclusão
Kayo, Patrocínio e Martin (2009)	164 eventos	Retorno Anormal 1996 / 2007	A interação entre intangibilidade e endividamento apresenta uma relação negativa e significativa com a criação de valor.
Patrocínio, Kayo e Kimura (2007)	-----	Retorno Anormal 1994 / 2004	Encontraram diferenças significativas dos retornos entre empresas intangível-intensivas e tangível-intensivas, sempre indicando retornos positivos para as primeiras e negativos para essas últimas.
Gomes, Aidar e Videira (2006)	120 F&A's	Contábeis Anuais 1998 a 2004	Encontraram sinais claros de aumento de lucratividade para toda a indústria, mas com mais vigor nas participantes em F&A's.
Camargos e Barbosa (2005)	22 F&A's	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.
Brito, Batistella e Famá (2005)	17 aquisições	Retorno Anormal 1997 / 2003	Os retornos anormais positivos não foram significativamente superiores aos retornos anormais negativos, indicando não ter ocorrido aumento na riqueza dos acionistas das empresas adquirentes.
Pasin (2002)	15 F&A'S	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.

Fonte: Elaborado pelos Autores.

Quadro 1 - Resumo dos trabalhos no mercado brasileiro

(continuação)

Autores / Ano	Amostra	Dados / Período	Conclusão
Guzmán (2002)	33 processos de F&A's Setor Bancário	Contábeis Anuais 1996 / 2000	As F&A's não resultaram em ganhos significativos na eficiência operacional, analisada em relação às despesas. Constatou-se uma melhora nos indicadores de rentabilidade e de gerência nas aquisições, mas de um modo geral, bancos que não passaram por F&A's apresentaram margens de lucro maiores para os acionistas
Matias e Pasin (2001)	22 F&A's	Contábeis Anuais	Grande parte das empresas apresentou reduções nos custos e despesas, com conseqüente aumento na rentabilidade, comprovando a existência de sinergias em F&A's.
Rocha, Iooty, Ferraz (2001)	120 F&A's	Contábeis Anuais 1990 / 1997	Não há diferenças significativas no desempenho econômico-financeiro após a F&A.

Fonte: Elaborado pelos Autores.

Conforme se vê no Quadro 1, as pesquisas sobre criação de valor, desempenho financeiro e sinergias em processos de F&A's com dados de empresas brasileiras ainda são incipientes. Os resultados das poucas existentes sinalizam para: 1. as F&A's não criaram valor para os acionistas; 2. redução dos custos e despesas, gerando, assim, sinergias econômicas ou operacionais; 3. piora no desempenho financeiro pós-união. Ou seja, não constataram o aumento da riqueza dos acionistas (criação de valor) e nem melhoras na rentabilidade em decorrência da F&A.

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 a rentabilidade de empresas brasileiras. 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; SCHINDLER, 2003).

A pesquisa é também do tipo *cross-section*, ou seja, por meio de um corte temporal transversal um mesmo conjunto de empresas brasileiras de capital aberto foram analisadas em um período específico de tempo de nove anos. Foram analisados processos de F&A's 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&A's após janeiro de 1996, e as unidades de observação foram os demonstrativos financeiros das empresas pesquisadas.

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 demonstrativos contábeis 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 desempenho operacional e sobre a rentabilidade de determinada empresa e não do conglomerado empresarial a que ela pertence. Ressalta-se, entretanto, que, na ausência dos dados necessários para o cálculo das variáveis da pesquisa nesses demonstrativos, utilizou-se uma aproximação pelos demonstrativos financeiros consolidados.

Os critérios de escolha da amostra foram: 1. identificação do dia da divulgação da F&A ao mercado; 2. envolver um valor relevante (acima de R\$ 5.000.000); 3. envolver companhias não financeiras; 4. 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&A's que significasse 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&A's, envolvendo sessenta e quatro (64) companhias diferentes, distribuídas em: 1. quarenta e nove (49) empresas **compradoras/adquirentes**; 2. treze (13) empresas **compradas/alvo**; 3. 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 distribuição dos processos de F&A analisados é apresentada na Tabela 1.

Tabela 1 - Distribuição dos processos de F&A's no período

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

Fonte: Elaborado pelos Autores.

A partir dessa tabela, fez-se uma análise agregada (de todas as empresas da amostra) em um período anterior e outro posterior (dois anos) à divulgação da F&A, na qual a média de cada variável das empresas da amostra foi comparada estatisticamente nesses dois períodos, conforme fizeram, Megginson, Nash e Randenborgh (1994), Pinheiro (1996), Pinto Jr. e Iooty (2005) 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.

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

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;

Ou seja, como o período de análise da rentabilidade e das sinergias nos processos de F&A's foi de dois anos no entorno do trimestre da ocorrência da F&A, o corte transversal dos dados utilizados na pesquisa englobaram o período compreendido entre janeiro de 1994 e dezembro de 2006.

Como a economia mundial e brasileira apresentou um resultado distinto nesse período, optou-se por dividi-lo em dois, baseado no comportamento do Ibovespa (a maioria das empresas da amostra compõe esse índice). O mês de dezembro de 1999 foi tomado como divisor, porque nele o Ibovespa ultrapassou pela primeira vez a marca dos 15.000 pontos, apresentando, também, uma média distinta. No Período 1 (jan./94 até dez./99) a média foi de 7.149 pontos, enquanto no Período 2 (jan./00 a dez./06) a média foi de 20.634. Presumia-se com esta divisão que, possivelmente, as F&A's ocorridas no Período 2 apresentariam resultados mais contundentes de possíveis sinergias e de aumento da rentabilidade, fornecendo assim indícios de que o comportamento da economia brasileira possa ter influenciado o resultado das F&A's estudadas. Além disso, dividiu-se a amostra entre empresas adquirentes, adquiridas e fusionadas, visando identificar possíveis diferenças nos seus resultados. Cabe ressaltar, entretanto, que o foco principal de análise é a amostra com todas as empresas.

3.2 Variáveis utilizadas e hipóteses testadas

Os dados contábeis foram referentes ao respectivo trimestre. As variáveis que foram utilizadas na análise das sinergias operacionais e gerenciais e da rentabilidade e suas respectivas fontes estão listadas no Quadro 2.

As hipóteses teóricas testadas neste estudo foram:

H_1 – a média do tamanho das empresas (AT) que passaram por processos de fusão e aquisição não sofreu mudanças significativas após a união.

H_2 – 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_3 – a média da variável de sinergia gerencial de empresas brasileiras que passaram por processos de fusão e aquisição não sofreu mudanças significativas após a união.

H₄ – a média das variáveis sinalizadoras da rentabilidade das empresas brasileiras que passaram por processos de fusão e aquisição não sofreu mudanças significativas após a união.

H₅ – 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.

H₆ – 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.

3.3 Tratamento estatístico

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; DOKSUM, 1977). Por exemplo, considere a variável MB. 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 da MB da empresa nos dois anos anteriores à operação, e X_2 = média da MB 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&A's 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 sinergias (operacionais e gerenciais) e não afeta a rentabilidade 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% ($p\text{-value} < 0,05$). Os testes estatísticos foram efetuados utilizando-se o *Statistical Package for the Social Sciences* – SPSS –, versão 13.0.

Quadro 2: Resumo das variáveis utilizadas na pesquisa

Variável	Sigla	Fórmula de Cálculo	Interpretação Teórica	Fonte	
				Teórica	Operacional
TM	TAMF	$LN(AT)$	É um indicador do: 1. crescimento da firma; 2. do seu poder de mercado e de barganha; 3. do poder e ganhos de dirigentes; e 4. do valor dos investimentos nela realizados	Silveira (2004)	(Demonstrativos Contábeis Não-Consolidado) Econômica
SG	EA	$\frac{DAG}{RL}$	Identifica se a união das empresas resultou em reduções das despesas administrativas e gerais, consequência direta esperada das combinações empresariais, uma vez que se extingue diversos departamentos, cargos, processos, atividades e rotinas redundantes (eficiência gerencial)	Assaf Neto (2009)	
Sinergias Operacionais	MB	$\frac{LB}{RL}$	Sinaliza se as empresas apresentaram economias de escala com o maior porte e poder de mercado que passaram a ter com a combinação. Fornece uma medida do controle da estrutura de custos da empresa (eficiência operacional)	Camargos e Barbosa (2005) e Pasin (2002)	
	MO	$\frac{LO}{RL}$	Sinaliza se as empresas apresentaram economias de escala com o maior porte e poder de mercado que passaram a ter. Fornece uma medida do controle da estrutura de gastos (custos + despesas) da empresa (eficiência operacional e gerencial)		

(*) Investimento = PL + Passivo Oneroso

(**) Variáveis calculadas pelo banco de dados do sistema Econômica.

Legenda: TM = Tamanho da Firma; SG = Sinergias Gerenciais; LN = logaritmo natural; AT = Ativo Total; RL = Receita Líquidas Operacionais; LB = Lucro Bruto; LO = Lucro Operacional; LL = Lucro Líquido; DAG = Despesas Administrativas e Gerais; PL = Patrimônio Líquido.

Fonte: Elaborado pelos Autores.

Quadro 2: Resumo das variáveis utilizadas na pesquisa

(continuação)

Sinergias Operacionais	Variável	Sigla	Fórmula de Cálculo	Interpretação Teórica	Fonte	
					Teórica	Operacional
	Margem Líquida	ML	$\frac{LL}{RL}$	Identifica se as empresas melhoraram sua eficiência operacional, administrativa e financeira, conseguindo converter uma proporção maior de sua receita em lucro. (desempenho global da empresa)	Assaf Neto (2009) Camargos e Barbosa (2005) e Pasin (2002)	(Demonstrativos Contábeis Não-Consolidado) Econômica
Rentabilidade	Lucro por Ação	LPA**	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{N}^{\circ} \text{ Total Ações}}$	É um indicador do lucro líquido para cada ação da empresa		
	Retorno Sobre Ativos	ROA**	$\frac{LO}{\text{Ativo Total}}$	É uma medida da eficiência global da empresa em gerar lucros com os ativos disponíveis	Assaf Neto (2009)	
	Retorno Sobre Investimento	ROI	$\frac{LO}{\text{Investimento}^*}$	Mede a taxa de retorno do capital investido na empresa (contratado), revelando a eficácia com que os recursos foram alocados		
	Retorno Sobre Patrimônio Líquido	ROE	$\frac{LL}{PL - LL}$	É o retorno proporcionado pela empresa em relação ao capital que nela foi investido pelos seus acionistas		
	Índice Payout	Payout* *	$\frac{\text{Dividendos Pagos}}{\text{Lucro Líquido}}$	É um indicador do percentual do lucro líquido que foi distribuído aos acionistas	Silveira (2004)	

(*) Investimento = PL + Passivo Oneroso

(**) Variáveis calculadas pelo banco de dados do sistema Econômica.

Legenda: TM = Tamanho da Firma; SG = Sinergias Gerenciais; LN = logaritmo natural; AT = Ativo Total; RL = Receita Líquidas Operacionais; LB = Lucro Bruto; LO = Lucro Operacional; LL = Lucro Líquido; DAG = Despesas Administrativas e Gerais; PL = Patrimônio Líquido.
Fonte: Elaborado pelos Autores.

4. Resultados

Os resultados obtidos para as variáveis, a partir da amostra e subamostras analisadas, estão resumidos nas Tabelas 2 e 3. 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 (ou negativa, no caso da EA) 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*.

O percentual de empresas cujo valor do AT aumentou de um período para outro foi superior a 88% em média (Tabela 2), sinalizando, como é de se esperar, que uma das conseqüenteme de um processo de F&A é o aumento do valor dos ativos, ou seja, do tamanho da empresa. Outra constatação, também já esperada, foi o crescimento de praticamente 90% no tamanho das empresas que empreendem processos de fusões, seguida da consolidação das suas operações (Tabela 2).

Por meio da Tabela 2, também se observa que o valor do AT médio das empresas pesquisadas sofreu uma alteração em todas as comparações de médias realizadas e com significância estatística em um nível de 1%, nas quais as médias posteriores aumentaram em índices superiores a 42%. Considerando a amostra de todas as empresas pesquisadas, 88,8% das empresas apresentaram crescimento de 48,14% no valor médio dos ativos após a união. Dessa maneira, rejeitou H_1 , pois foram encontradas evidências de que os processos de F&A's analisados levaram a alterações significantes estatisticamente no valor dos ativos das empresas. Fato que pode significar tanto o aumento do poder de mercado ou de monopólio, dependendo do contexto e empresa, de barganha junto a credores, concorrentes e governo, quanto ao crescimento do poder e dos ganhos dos seus dirigentes, corroborando a teoria de que o crescimento da empresa é um dos motivos ou justificativas para a realização de F&A's.

H_6 também foi refutada, tendo em vista que as F&A's que ocorreram no primeiro período revelaram um crescimento na média de 52,65% contra 44,2% do segundo, uma diferença de 8,45 pontos percentuais superior, contrário ao que era esperado. Uma possível justificativa para isso seria

que, diante do contexto de mercado desfavorável no Período 1, as F&A's foram utilizadas como forma de alavancar o crescimento da empresa, visando, onseqüentemente, aumentar o seu poder de atuação no mercado.

Os resultados da análise de comparação de médias das variáveis de sinergias operacionais e gerenciais nos períodos anteriores e posteriores à F&A estão apresentados na Tabela 2, ressaltando-se que a variável EA apresenta uma forma de análise contrária às demais variáveis, pois, quanto maior for a variação negativa (redução) da média no período posterior à F&A, melhor seria para a empresa, sob a ótica da teoria de finanças e de F&A's.

Conforme pode ser observado, a média de todas as variáveis melhorou após a F&A, quando se considera a amostra toda (com significância estatística apenas para MB e EA), rejeitando-se, portanto, as hipóteses de que a ocorrência desse tipo de operação **não** traz alterações na média das variáveis de sinergias operacionais (H_2) e gerenciais (H_3), sinalizando que as F&A's pesquisadas resultaram em sinergias operacionais e gerenciais.

Ademais, de maneira geral, os resultados obtidos indicam uma melhora no desempenho das empresas após a F&A, pois ocorreu um aumento da média de um período para o outro em 17 das 24 comparações de média realizadas (com significância estatística em 11), o que implica dizer que, a maioria das F&A's analisadas, levou à criação de sinergias operacionais e gerenciais. Todavia, os resultados apresentam diferenças para cada variável, sendo, portanto, necessária a análise de cada uma delas em separado.

A MB melhorou em todas as subamostras analisadas e com significância estatística (exceto para as F&A's do Período 2), com destaque para as empresas adquiridas e fusionadas e, para F&A'S do Período 1, cuja média aumentou 16,4% (duas primeiras) e 12,4%, respectivamente, com um percentual acima de 60% das empresas melhorando esse indicador.

As variáveis MO e ML apresentaram comportamento semelhante, mas com ligeira superioridade da última. A média dos períodos aumentou (com significância estatística apenas na ML para empresas adquirentes e F&A's do Período 2) e reduziu (com significância estatística em ambas para empresas adquiridas e fusões na ML) em três das seis comparações feitas em cada uma. De onde se conclui que não foi identificada uma tendência de melhora, tendo em vista que três médias pioraram com significância estatística.

Para a amostra de todas as empresas, foram encontradas evidências de que ocorreu uma redução da proporção de despesas administrativas e gerenciais em relação ao volume de receitas no mesmo período, da ordem de 8,4% (variável EA), com significância estatística. Rejeita-se, portanto, H_3 , concluindo-se que as F&A's analisadas criaram sinergias gerenciais.

Rejeitou-se também H_5 , pois as empresas adquirentes da amostra pesquisada apresentaram um maior potencial de gerar sinergias operacionais e gerenciais, quando comparadas com fusões e empresas adquiridas. Uma justificativa plausível para isso seria a necessidade de adaptação à nova realidade monetária e inflacionária, o que exigiu maior eficiência operacional e gerencial das empresas, ao reduzir as possibilidades de ganhos não operacionais no mercado financeiro, observada após a implantação do Plano Real.

Na comparação dos dois períodos (H_6), tanto para variáveis de sinergias operacionais, quanto gerenciais, o que pode ser dito é que ela também foi refutada, pois nas F&A's do Período 2 ocorreu aumento da média nas quatro variáveis (duas com significância), enquanto nas F&A's do Período 1 ocorreram melhoras e pioras em duas variáveis, respectivamente, (com significância em cada uma delas). Portanto, conclui-se que, aparentemente, as F&A's do Período 2 apresentaram um desempenho superior às F&A's do Período 1.

Os resultados encontrados para as variáveis sinalizadoras das sinergias operacionais e gerenciais em F&A's, considerando os indícios de melhora (MO e ML), mas principalmente as evidências (MB e EA), vão ao encontro dos resultados de pesquisas na literatura internacional, como, por exemplo, os de Andrade, Mitchell e Stafford (2001). Caminham também na mesma direção dos resultados de pesquisas realizadas no mercado brasileiro como, por exemplo, Camargos e Barbosa (2005), Pasin (2002) e Matias e Pasin (2001).

Os resultados da análise de comparação de médias das variáveis sinalizadoras da rentabilidade nos períodos anteriores e posteriores à F&A estão apresentados na Tabela 3. Também foram observados resultados contraditórios, tanto entre as variáveis, quanto entre as subamostras analisadas. Entretanto, aparentemente foram negativos, quando se considera que, das 30 comparações de médias realizadas, em 18 ocorreram redução (dez com significância estatística) e em apenas 12 houve aumento (cinco com signi-

ficância). Quando se considera a amostra com todas as empresas, foi constatada melhora na média em três das cinco variáveis e piora nas outras duas, ou seja, em ambas as situações apenas uma com significância. As variáveis relacionadas à rentabilidade dos acionistas, LPA e PAYOUT, foram as que apresentaram evidências de alteração na média, mas de maneira contraditória. A primeira apresentou uma redução de 49% em 41,3%; enquanto, na segunda, aconteceu um aumento de 32,8% em 54,7%, respectivamente, na média e no número de empresas pesquisadas. Uma possível explicação para isso seria que, como as F&A's demandam recursos para serem implantadas e, certamente, boa parte desses recursos são oriundos da emissão de novas ações, o que implica a redução do LPA. Já a melhora do PAYOUT pode ser interpretada como uma tentativa de atrair investidores após a operação, como forma de legitimar uma estratégia complexa e incerta como é uma operação de F&A.

Não se pode dizer que os processos de F&A's resultaram no aumento na rentabilidade (amostra toda), seja da empresa, seja dos acionistas, uma vez que foram encontradas evidências de aumento do PAYOUT e de redução no LPA. Assim, o que se pode dizer é que H4 também foi refutada, mas parcialmente, pois as variáveis apresentaram resultados contraditórios de aumento e de redução. Nesse sentido, não se pode afirmar que as F&A's analisadas levaram a um aumento da rentabilidade das empresas pesquisadas.

A variável que mostrou resultados mais contundentes de ganhos para os acionistas foi a que indica o percentual do lucro líquido das empresas que foi distribuído aos acionistas na forma de dividendos (PAYOUT), ou seja, sinalizadora de um ganho direto para estes últimos, que apresentou aumento da sua média em cinco subamostras, sendo três delas com significância estatística (F&A's do Período 2, todas as empresas da amostra e adquiridas), cujas médias aumentaram 41,5%, 32,8% e 30,6%, respectivamente, para mais de 54% das empresas de cada subamostra.

Tabela 2 – Resumo do resultado do teste de comparação de médias para variáveis do tamanho empresa e sinergias operacionais e gerenciais

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)	TAMF	600	14,084	14,477	2,8%	88,8%	aumentou	0,000	0,000
2		MB	560	30,82%	32,59%	5,7%	62,7%	melhorou	0,000	0,000
3		MO	594	10,27%	11,19%	8,9%	50,2%	melhorou	0,576	0,967
4		ML	536	8,65%	10,34%	16,8%	52,1%	melhorou	0,256	0,299
5		EA	568	21,0%	19,3%	-8,4%	56,2%	melhorou	0,003	0,003
1	Adquirentes (N = 63)	TAMF	504	14,202	14,603	2,8%	89,7%	aumentou	0,000	0,000
2		MB	472	30,81%	32,00%	3,9%	60,2%	melhorou	0,000	0,000
3		MO	495	11,20%	12,38%	10,5%	52,1%	melhorou	0,000	0,369
4		ML	448	10,19%	12,25%	20,2%	55,4%	melhorou	0,017	0,018
5		EA	276	19,4%	17,8%	-8,4%	57,5%	melhorou	0,000	0,001
1	Adquiridas (N = 13)	TAMF	104	13,557	13,908	2,6%	85,6%	aumentou	0,000	0,000
2		MB	96	29,54%	34,39%	16,4%	78,1%	melhorou	0,000	0,000
3		MO	108	4,81%	0,917%	-81,0%	37,0%	piorou	0,045	0,009
4		ML	96	2,02%	-5,48%	-371,2%	32,3%	piorou	0,010	0,001
5		EA	96	28,5%	25,9%	-9,1%	52,1%	melhorou	0,537	0,759
1	Fusões (N = 6)	TAMF	48	15,019	15,657	4,3%	87,5%	aumentou	0,000	0,000
2		MB	48	28,79%	33,51%	16,4%	81,3%	melhorou	0,000	0,000
3		MO	54	8,21%	1,99%	-75,7%	46,3%	piorou	0,091	0,683
4		ML	48	7,39%	-0,11%	-101,4%	33,3%	piorou	0,003	0,030
5		EA	48	15,5%	16,4%	5,6%	50,0%	piorou	0,573	1,000
1	Período 1 (N = 36)	TAMF	320	13,392	13,815	3,2%	89,6%	aumentou	0,000	0,000
2		MB	264	25,99%	29,21%	12,4%	70,8%	melhorou	0,000	0,000
3		MO	252	8,07%	6,44%	-20,2%	50,0%	piorou	0,293	1,000
4		ML	232	7,40%	6,45%	-12,9%	46,6%	piorou	0,422	0,357
5		EA	264	23,3%	21,2%	-8,7%	54,5%	melhorou	0,045	0,157

Fonte: Elaborada pelos Autores.

Tabela 2 – Resumo do resultado do teste de comparação de médias para variáveis do tamanho empresa e sinergias operacionais e gerenciais

(continuação)

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		TAMF	280	14,690	15,056	2,5%	88,1%	aumentou	0,000	0,000
2	Período 2 (N = 40)	MB	296	35,12%	35,60%	1,4%	55,4%	melhorou	0,070	0,062
3		MO	342	11,90%	14,69%	23,5%	50,3%	melhorou	0,097	0,957
4		ML	304	9,97%	13,31%	33,6%	56,3%	melhorou	0,016	0,025
5		EA	304	19,1%	17,5%	-8,1%	57,6%	melhorou	0,033	0,008

Fonte: Elaborada pelos Autores.

Uma segunda variável que apresentou resultados mais positivos do que negativos foi o ROI, cuja média melhorou em quatro das seis comparações realizadas, mas com significância estatística em apenas uma, contra duas cuja média reduziu, mas também somente uma com significância estatística. Ou seja, três subamostras mostraram indícios e uma evidência de melhora, o que permite concluir que as F&A's analisadas resultaram em um retorno maior em relação ao capital que nela foi investido. A leitura que pode ser feita dessa contradição seria que boa parte do aumento da média do ROI é proveniente de investimentos de conotação não operacional, o que pode ser constatado na pequena diferença entre as médias nos períodos anteriores e posteriores à F&A, quando se considera a amostra de todas as empresas, 1,62 e 0,85 ponto percentual, respectivamente, para as variáveis ML e MO.

No que se refere H_6 as evidências e indícios encontrados possibilitam rejeitá-la, tendo em vista que no Período 1 das cinco variáveis analisadas, em quatro, a média posterior é menor do que a média anterior à F&A e com significância estatística em três delas. Ao passo que nas F&A's do Período 2 foi constatado um crescimento da média em três das cinco variáveis, contra duas reduções, com significância estatística em duas e uma variáveis, respectivamente. De onde se conclui que as F&A's ocorridas no Período 2 apresentaram um potencial maior de aumento da rentabilidade, tanto da empresa, quanto do acionista.

Por fim, H_5 também foi rejeitada, uma vez que as empresas adquirentes da amostra pesquisada apresentaram um maior potencial de aumento da rentabilidade pós-F&A, quando comparadas com as adquiridas e fusionadas. Além disso, deve ser destacado que dessas três subamostras, a de pior desempenho estava entre as empresas adquiridas.

Tabela 3 – Resumo do resultado do teste de comparação de médias para variáveis de rentabilidade

Nº	Amostra	Variável	Nº Obs.	Média Antes	Média Depois	Varição na Média	Crescimento na variável	Resultado	Nível significância - Teste Wilcoxon -	Nível significância - Teste do Sinal-
1	Todas as Empresas (N =76)	LPA	600	\$1,86	\$0,95	-49,0%	59,7%	piorou	0,000	0,000
2		ROA	600	5,74%	6,37%	11,0%	50,3%	melhorou	0,522	0,838
3		ROE	600	4,10%	2,67%	-34,9%	47,5%	piorou	0,225	0,236
4		ROI	600	2,06%	2,16%	4,9%	50,2%	melhorou	0,951	0,870
5		PAYOUT	128	33,30%	44,24%	32,8%	54,7%	melhorou	0,007	0,178
1	Adquirentes (N = 63)	LPA	504	\$1,56	\$0,71	-54,5%	64,5%	piorou	0,000	0,000
2		ROA	504	6,51%	7,16%	9,9%	53,8%	melhorou	0,037	0,082
3		ROE	504	4,79%	3,10%	-16,6%	49,4%	piorou	0,755	0,824
4		ROI	504	2,23%	2,24%	0,5%	52,0%	melhorou	0,391	0,349
5		PAYOUT	114	33,56%	43,84%	30,6%	55,3%	melhorou	0,015	0,184
1	Adquiridas (N = 13)	LPA	104	\$3,24	\$1,35	-58,3%	31,7%	piorou	0,004	0,000
2		ROA	104	1,56%	0,91%	-41,6%	29,8%	piorou	0,005	0,000
3		ROE	104	0,42%	-4,58%	-1,202,7%	35,6%	piorou	0,038	0,004
4		ROI	104	1,09%	1,64%	50,0%	42,3%	melhorou	0,213	0,168
5		PAYOUT	16	34,14%	41,50%	21,5%	43,8%	melhorou	0,691	1,000(a)
1	Fusões (N = 6)	LPA	48	\$0,89	\$0,32	-64,5%	41,7%	piorou	0,072	0,312
2		ROA	48	7,10%	1,08%	-84,8%	64,6%	piorou	0,002	0,061
3		ROE	48	3,22%	2,11%	-34,6%	39,6%	piorou	0,076	0,194
4		ROI	48	2,13%	0,04%	-98,1%	39,6%	piorou	0,075	0,243
5		PAYOUT	10	67,17%	34,47%	-48,7%	40,0%	piorou	0,721	0,754(a)
1	Período 1 (N = 36)	LPA	280	\$2,48	\$0,54	-78,1%	49,6%	piorou	0,761	1,000
2		ROA	280	3,53%	1,48%	-58,2%	41,4%	piorou	0,001	0,005
3		ROE	280	1,74%	-1,24%	-171,5%	44,3%	piorou	0,011	0,064
4		ROI	280	1,31%	0,74%	-43,3%	45,0%	piorou	0,031	0,120
5		PAYOUT	56	32,41%	39,28%	21,2%	55,4%	melhorou	0,076	0,272

Fonte: Elaborada pelos Autores.

Tabela 3 – Resumo do resultado do teste de comparação de médias para variáveis de rentabilidade
(continuação)

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		LPA	320	\$1,32	\$1,30	-1,3%	68,4%	piorou	0,000	0,000
2	Período 2 (N = 40)	ROA	320	7,67%	10,64%	38,8%	58,1%	melhorou	0,000	0,003
3		ROE	320	6,16%	6,10%	-1,3%	50,3%	piorou	0,514	0,955
4		ROI	320	2,72%	3,41%	25,2%	54,7%	melhorou	0,070	0,082
5		PAYOUT	72	33,99%	48,09%	41,5%	54,2%	melhorou	0,043	0,476

Fonte: Elaborada pelos Autores.

Há que se ressaltar por fim, apesar dos resultados contraditórios de evidências de melhoras e de pioras, a baixa rentabilidade média dos três indicadores dos retornos (ROA, ROE e ROI), cujas médias, sejam em períodos anteriores ou posteriores à F&A, oscilaram entre 0,42% e 10,64%, sendo que este último percentual foi encontrado em apenas uma média. Em todas as demais o valor máximo ficou abaixo de 8%. A explicação para os resultados contraditórios de sinergias operacionais, por um lado, e, o não aumento da rentabilidade, por outro, seria o foco e a limitação desta pesquisa, em variáveis que avaliam o desempenho operacional. Possivelmente, os ganhos com a redução das despesas administrativas foram consumidos pelo aumento dos encargos financeiros com juros (custo do capital de terceiros) e com dividendos (custo do capital próprio), ressaltando-se que este último foi evidenciado pela pesquisa.

Contextualizando os resultados encontrados para as variáveis de rentabilidade com a teoria de finanças de F&A, pode-se dizer que a não evidência de aumento dos seus três indicadores mais tradicionais nas pesquisas da área financeira (ROA, ROE e ROI) contrariam os pressupostos teóricos de que as F&A's levam ao aumento da rentabilidade como, por exemplo, no estudo de Healy, Palepu e Ruback (1992). Uma possível explicação para isso seria que o aumento dos lucros foi compensado pelo aumento do tamanho da empresa (AT), pelo maior volume dos recursos próprios e de terceiros demandados para pagar pela F&A. No que se refere ao mercado brasileiro, os resultados encontrados vão em direção contrária aos de Camargos e Barbosa (2005) e Matias e Pasin (2001).

5. Considerações Finais e Conclusão

A atividade de F&A se dá em ondas, as quais aumenta e diminui sua intensidade e seus impactos sobre a economia, o mercado de capitais ou os países nos quais ocorre, sem, entretanto, reduzir os impactos e transformações que causam nas empresas envolvidas. Neste artigo foi analisado se os processos de F&A's de empresas brasileiras resultaram em sinergias operacionais e gerenciais e no aumento da rentabilidade das empresas envolvidas. Foram analisados dados de uma amostra de 72 processos de F&A's de empresas brasileiras ocorridos entre janeiro de 1996 e dezembro de 2004.

Em se tratando de economia brasileira, na literatura nacional consultada, não foi encontrado estudo que tivesse analisado amostra tão representativa e um conjunto de variáveis sinalizadoras de sinergias e de desempenho como a que se empreendeu neste artigo. Além disso, o período analisado, de nove anos, dividido em dois com características distintas, englobando grandes transformações da economia, reforça a necessidade de estudos que possibilitem um melhor entendimento do resultado de uma estratégia corporativa tão importante e impactante para as empresas, como é uma F&A, justificando e reafirmando suas conclusões.

Foram testadas seis hipóteses, cujos principais resultados foram de que as F&A's analisadas: 1. levaram a alterações (aumentos) significantes estatisticamente no valor dos ativos das empresas, rejeitando-se H_1 ; 2. resultaram em sinergias operacionais e gerenciais (Rejeitaram-se H_2 e H_3); 3. não se refletiram no aumento da rentabilidade das empresas estudadas, mas aparentemente dos acionistas (PAYOUT), rejeitou-se parcialmente H_4 ; 4. as empresas adquirentes da amostra pesquisada apresentaram um maior potencial de gerar sinergias operacionais e gerenciais e de melhorar a rentabilidade, quando comparadas com fusões e empresas adquiridas (rejeitou-se, H_5); 5. as F&A's no Período 2 apresentaram maior potencial de criação de sinergias operacionais e gerenciais e de aumento da rentabilidade, quando comparadas com as F&A's do Período 1 (rejeitou-se H_6).

Em síntese, por se tratar de uma estratégia complexa, os resultados obtidos sobre processos de F&A's de empresas brasileiras têm que ser analisados sob diversos pontos de vista. Entretanto, aparentemente, as conclusões a que se chegou nesta pesquisa vão na direção de que tal estratégia resulta em um aumento do tamanho, proporciona sinergias operacionais e gerenciais, sem, entretanto, levar à melhora da rentabilidade das empresas envolvidas, reforçando as evidências existentes. Uma explicação para isso seria que o possível aumento na lucratividade da empresa foi compensado pelo aumento do valor do AT, do PL e das dívidas para financiá-las.

Sobre as variáveis de rentabilidade, é oportuno salientar a baixa rentabilidade média dos três indicadores dos retornos sobre investimentos realizados na empresa, seja pelos sócios e por credores (ROA, ROI e ROI), cujas médias, seja em períodos anteriores ou posteriores à F&A, oscilaram

entre 0,42% e 10,64%, sendo que este último percentual foi encontrado em apenas uma média. Em todas as demais o valor máximo ficou abaixo de 8%. Essa situação só vem reforçar as suspeitas de que as empresas brasileiras ainda têm uma forte dependência do desempenho das ações no mercado e de investimentos de conotação não operacional. Ademais, quando se observam esses retornos, na perspectiva de investimentos por parte dos acionistas, estes ficaram muito aquém da maioria dos retornos proporcionados por outras oportunidades de investimento do mercado financeiro, próximos do rendimento da poupança. O contraponto que pode ser feito a essa baixa rentabilidade seria que a distribuição de uma proporção maior dos seus lucros aos acionistas (PAYOUT) acarreta a redução proporcional do lucro líquido, levando à redução dos indicadores derivados desse nível de lucro, como o ROE e o LPA. Fato que, ponderado pelo aumento do tamanho das empresas (TAMF) e a maior necessidade de recursos próprios e de terceiros para operacionalizar a união, explica os resultados de não se ter constatado um aumento dos três indicadores de rentabilidade (ROA, ROI e ROE).

Apesar de relevantes, as evidências encontradas neste estudo devem ser vistas com cautela, principalmente com relação a dois pontos. Primeiro, porque se referem às empresas pesquisadas, a um momento específico da economia brasileira, mas não deixa de ser um indicador do resultado, sem 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&A's, os quais poderiam enviesar os resultados.

Cabe ressaltar, por fim, 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&A's 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 que possibilita um melhor entendimento do assunto, este trabalho deu sua contribuição, ao fornecer evidências de que os processos de F&A's

de empresas brasileiras analisados, aparentemente, resultaram na geração de sinergias operacionais e gerenciais, sem, entretanto, melhorar a rentabilidade das empresas envolvidas.

Referências

- AGRAWAL, A.; JAFFE, J.; MANDELKER, G. The post-merger performance of acquiring firms: a reexamination of an anomaly. *The Journal of Finance*, v. 47, n. 4, p. 1605-21, Sept. 1992.
- ANDRADE, G.; MITCHELL, M.; STAFFORD, E. New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, v. 15, n. 1, 2001, p. 103-20, Spring 2001.
- ASQUITH, P. Merger bids, uncertainty and stockholder returns. *Journal of Financial Economics*, v. 11, n.1-4, p. 51-83, April 1983.
- ASSAF NETO, A. *Finanças corporativas e valor*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- BRICKEL, P.; DOKSUM, K. *Mathematical statistics: basic ideas and selected topics*. Holden-Day, Inc., 1977.
- BRITO, G. A. S.; BATISTELLA, F. D.; FAMÁ, R. Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. *Revista de Administração – RAUSP*, São Paulo, v. 40, n.4, p. 353-360, out./nov./dez. 2005.
- 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, abr./jun. 2005.
- CANO, M. *O recente processo de fusões e aquisições na economia brasileira*. 2002. 164 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.
- CAPRON, L.; PISTRE, N. When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*, v. 23, n. 9, p. 781-94, Sept. 2002.
- 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.
- DATTA, D. K. Organizational fit and acquisition performance: effects of pos-acquisition integration. *Strategic Management Journal*, v. 12, n. 4, p. 281-97, May 1991.

GERBAUD, R. R.; YORK, A. S.; WOHAR, M. Stock market reactions to knowledge motivated acquisitions. In: ACADEMY OF MANAGEMENT ANNUAL MEETING, Atlanta, 2006.

GOMES, C; AIDAR, O.; VIDEIRA, R. *Fusões, aquisições e lucratividade: uma análise do setor siderúrgico brasileiro*. Economia, Brasília (DF), v. 7, n. 4, p.143–63, dez. 2006.

GRAHAM, J. R.; LEMMON, M. L.; WOLF, J. G. Does corporate diversification destroy value? *The Journal of Finance*, v. 57, n. 2, 695-720, Apr. 2002.

GUZMÁN, X. Z. *Impacto das aquisições e fusões na performance operacional bancária no Brasil*. 2002. 68 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração, Porto Alegre.

HAGEDOORN, J.; DUYSTERS, G. External sources of innovative capabilities: the preference for strategic alliances or merger and acquisitions. *Journal of Management Studies*, v. 39, n. 2, p. 167-188, mar. 2002.

HEALY, P.; PALEPU, K.; RUBACK, R. Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, v. 31, v. 2, p. 135-76, 1992.

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

JOVANOVIC, B.; ROUSSEAU, P. The Q-theory of mergers. *American Economic Review*, v. 92, n. 3, p. 198-204, 2002.

KAYO, E. K.; PATROCÍNIO, M. R.; MARTIN, D. M. L. Intangibilidade e criação de valor em aquisições: o papel moderador do endividamento. *Revista de Administração – RAUSP*, São Paulo, v. 44, n.1, p. 59-69, jan./fev./mar. 2009.

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. 137-54, Sept. 1989.

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, jan./mar. 2001.

MEGGINSON, W. L.; NASH, R. C.; RANDENBORGH, M. The financial and operating performance of newly privatized firms: an international empirical analysis. *The Journal of Finance*, v. 49, n. 2, p. 391-9, nov. 1994.

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. 271-86, May 1989.

- PASIN, R. M. Fusões e aquisições na indústria de alimentos do Brasil: um estudo sobre a gestão financeira das empresas. In: BUSINESS ASSOCIATION OF LATIN AMERICAN STUDIES, 26., 2002, Flórida (USA). *Anais...* Flórida: 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 - USP*, São Paulo, v. 42, n. 2, p. 205-215, abr./mai./jun. 2007.
- PINHEIRO, A. C. Impactos microeconômicos da privatização no Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro: IPEA, v. 26, n. 3, p. 357-98, dez. 1996.
- PINTO JR., H. Q.; IOOTTY; M. Avaliando os impactos microeconômicos das fusões e aquisições nas indústrias de energia no mundo: uma análise para a década de 90. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 25, n. 4, p. 439-53, out./nov./dez 2005.
- RAVENS CRAFT, 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.
- ROLL, R. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, v. 59, n. 2, part 1, p. 197-216, Apr. 1986.
- SALTER, M. S.; WEINHOLD, W. A. *Diversification through acquisition: strategies for creating economic value*. New York: The Free Press, 1979.
- SETH, A. Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation. *Strategic Management Journal*, v. 11, n. 4, p. 431-46, Aug. 1990.
- SETH, A.; SONG, K. P.; PETTIT, R. Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of U. S. *Journal of International Business Studies*, v. 23, n. 10, p. 921-40, Oct. 2000.
- 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, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- SINGH, H.; MONTGOMERY, C. A. Corporate acquisitions strategies and economic performance. *Strategic Management Journal*, v. 8, n. 4, p. 377-386, July 1987.
- STIGLITZ, J. E.; GREENWALD, B. *Rumo a um novo paradigma em economia monetária*. São Paulo: Francis, 2004.