

Impactos gerados pelos processos de Combinação de Negócios: Um estudo com base no método Market-to-Book

Ingrid Laís de Sena Costa (UFPB) - ilsenna2.0@gmail.com

Luciana Alencar Firmo Macedo (UFPB/UNESC) - luciana.contabil@outlook.com

Resumo:

A pesquisa teve como objetivo analisar se os processos de F&A (Fusão e Aquisição) impactaram na expectativa de crescimento (medida pelo Market-to-Book) das companhias listadas na BM&FBOVESPA. O estudo foi realizado com empresas listadas na Bovespa pertencentes ao setor financeiro no período de 2008 a 2015, os dados foram coletados através do software Economática, a elaboração foi de caráter descritivo e a metodologia utilizada foi um teste de médias juntamente com uma análise de regressão OLS Pooled para explicar a expectativa de crescimento, acrescentou-se uma variável dummy para representar o processo de combinações de negócios. Os resultados obtidos através do teste de Wilcoxon demonstraram que houve diferenças significativas entre as médias do Market-to-Book nos distintos períodos analisados, verificou-se também que as expectativas de crescimento ao redor destas companhias foram reduzidas após os processos de F&A. A respeito dos determinantes do Market-to-Book observou-se que F&A é um determinante significativo destes processos.

Palavras-chave: *Combinação de Negócios. Fusões e Aquisições. Market-to-book.*

Área temática: *Abordagens contemporâneas de custos*

Impactos gerados pelos processos de Combinação de Negócios: Um estudo com base no método *Market-to-Book*

Resumo

A pesquisa teve como objetivo analisar se os processos de F&A (Fusão e Aquisição) impactaram na expectativa de crescimento (medida pelo *Market-to-Book*) das companhias listadas na BM&FBOVESPA. O estudo foi realizado com empresas listadas na Bovespa pertencentes ao setor financeiro no período de 2008 a 2015, os dados foram coletados através do software Economática, a elaboração foi de caráter descritivo e a metodologia utilizada foi um teste de médias juntamente com uma análise de regressão OLS *Pooled* para explicar a expectativa de crescimento, acrescentou-se uma variável *dummy* para representar o processo de combinações de negócios. Os resultados obtidos através do teste de *Wilcoxon* demonstraram que houve diferenças significativas entre as médias do *Market-to-Book* nos distintos períodos analisados, verificou-se também que as expectativas de crescimento ao redor destas companhias foram reduzidas após os processos de F&A. A respeito dos determinantes do *Market-to-Book* observou-se que F&A é um determinante significativo destes processos.

Palavras-chave: Combinação de Negócios. Fusões e Aquisições. *Market-to-book*.

Área Temática: Abordagens contemporâneas de custos.

1 Introdução

Na intenção de adotar a melhor estratégia de mercado, manter-se competitivo em relação aos seus concorrentes, obter uma expansão rápida de seus negócios e até mesmo vantagens tributárias e operacionais, muitas companhias optam por realizarem processos de Fusões e Aquisições (F&A). De acordo com Camargos e Barbosa (2005), a principal motivação para realização dessas operações são as sinergias geradas por elas.

Dados da KPMG Corporate Finance – [KPMG] (2015) revelaram um grande volume dessas negociações nos últimos 6 anos, com uma média anual de 791 operações, sendo a maioria dessas operações classificadas como *cross border* representando cerca de 57% destes processos. De acordo com a PricewaterhouseCoopers – [PWC] (2015) os setores que mais se destacaram em volume de transações foram os setores de tecnologia, de serviços auxiliares e o setor financeiro.

Diante do aumento desses processos e da complexidade dessas operações muitos estudos investigaram a respeito do tema, Camargos e Barbosa (2010) avaliaram o desempenho operacional de companhias brasileiras antes e depois de F&A no período de 1996 a 2004, excetuando-se as do setor financeiro, para identificar se de fato houve a criação de sinergias. Rani, Yadav e Jain (2013) desenvolveram estudo semelhante na Índia para identificar o impacto desses processos no desempenho corporativo das companhias no período de 2003 a 2008. Nas duas pesquisas foram identificados crescimento das empresas após as reestruturações, bem como aumento da rentabilidade dos acionistas.

Leitão e Galli (2014) fizeram uma análise da volatilidade das ações em momentos distintos, antes e depois do anúncio da fusão/aquisição e antes e depois da efetiva fusão/aquisição, eles observaram o período de 2003 a 2007, e identificaram que não há nenhum impacto das F&A sobre a volatilidade dos retornos das ações.

Com base nessa expectativa de crescimento gerada pelos processos de F&A, especialmente pelas vantagens competitivas que podem ser alcançadas através destas, o estudo se justifica devido a importância de analisar como o mercado enxerga o crescimento almejado nesses processos. Uma medida capaz de identificar essa expectativa por parte do mercado seria o *Market-to-Book*. De acordo com Brimble e Hodgson (2007), quanto maior o *Market-to-Book*, maiores são as expectativas sobre o poder de geração de riqueza da empresa.

Fama e French (1995) apresentaram em sua pesquisa com base no modelo de três fatores, que o MtB juntamente com o valor de mercado do patrimônio líquido captam boa parte da variação dos retornos médios transversais, bem como preveem a variação da rentabilidade das empresas analisadas.

A grande maioria dos estudos analisaram a relação entre o desempenho das empresas após o processo de combinação de negócios, investigando principalmente o desempenho financeiro, econômico, a criação de valor para os acionistas e as sinergias operacionais e gerenciais. Diante disso, o estudo torna-se relevante porque buscou verificar o impacto de fusões e aquisição na expectativa de crescimento das empresas do setor financeiro com base no *market-to-book*.

De acordo com Serra e Saito (2016) apesar de haver um grande número de estudos envolvendo o *Market-to-Book*, estes se concentraram na relação com o retorno, criando uma lacuna com relação a outros fatores determinantes do MtB, como crescimento, risco e tamanho. Com base nessa fragilidade o problema da pesquisa se baseia no seguinte questionamento: *Como os processos de F&A impactam na expectativa de crescimento (medida pelo Market-to-Book) das companhias listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo [BM&FBovespa]?*

Sendo assim, o objetivo do estudo é analisar se os processos de F&A impactam na expectativa de crescimento (medida pelo *Market-to-Book*) das companhias listadas na BM&FBovespa.

Os resultados confirmaram que houve um impacto negativo sobre a expectativa de crescimento das empresas que realizaram processos de combinações de negócios medida através do MtB defasado, verificou-se também que *goodwill* teve uma associação negativa com a expectativa de crescimento.

A pesquisa foi realizada com empresas listadas na Bovespa pertencentes ao setor financeiro no período de 2008 a 2015, os dados foram coletados através do software Economática. O estudo elaborado é de caráter descritivo e a metodologia utilizada foi um teste de médias juntamente com uma análise de regressão múltipla para explicar a expectativa de crescimento.

O artigo está estruturado em cinco seções, a partir desta introdução, que constitui a primeira; na sequência, a fundamentação teórica discute acerca das características da combinação de negócios, bem como os determinantes do *Market-to-Book*, como a segunda seção; a terceira seção apresenta as características metodológicas da pesquisa; em seguida, apresenta-se a análise dos resultados; e, por fim, a quinta seção traz as considerações finais, seguidas das referências.

2 Revisão da Literatura

2.1 Combinação de Negócios

Em meio às novas possibilidades e à necessidade de se sobressair à concorrência, companhias têm buscado com mais frequência realizar processos de combinação de negócios, com objetivo de buscar meios para expandir seus negócios e conseqüentemente torná-los mais competitivos vistos como estratégia de expansão de mercado mais rápida e aumento da sua

riqueza. Segundo Almeida et al. (2012), o processo de fusões e aquisições (F&A) representa um vasto campo para estudos relacionados à gestão contemporânea, seja pelo seu aspecto econômico-financeiro, estratégico ou mesmo comportamental.

Através do texto do pronunciamento CPC 15 – Combinação de Negócio, a sua aplicação dar-se-á através da regulamentação, reconhecimento, mensuração e evidenciação desses processos, tendo por objetivo aumentar a relevância, a confiabilidade e a comparabilidade das informações que a entidade fornece em suas demonstrações contábeis acerca de Combinação de Negócios e sobre seus efeitos. As companhias estão em busca de um crescimento da sua participação no mercado, da diversificação de seus negócios e aprimoramento da integração vertical, através do seu crescimento e aquisições, gerando rápido acesso a novos mercados.

A reorganização societária é um processo complexo e dinâmico que pode ocorrer de diversas formas: (a) fusões - ocorrem quando duas ou mais companhias se unem para formar uma terceira que irá lhe suceder em todos os direitos e obrigações, deixando as demais de existir; (b) incorporação - onde uma empresa (incorporadora) absorve todo o patrimônio da outra, sucedendo-lhe em todos os direitos e obrigações, e a incorporada é extinta; (c) aquisição de ativos líquidos que assegurem a obtenção de controle, caso em que, ao contrário da incorporação, a empresa adquirida continua a existir após o processo; e (d) cisão de uma empresa, em que serão originadas novas companhias que tornar-se-ão independentes ou não do grupo controlador, nesse tipo de reestruturação a empresa cindida poderá deixar de existir no caso de uma cisão total, ou poderá continuar suas atividades no caso de uma cisão parcial (BOMFIM, 2014; GUZMÁN, 2002).

De acordo com Camargos e Barbosa (2010), com base na teoria de finanças os processos de reorganização societária estão dentro das decisões de investimentos estratégicos, que tem o objetivo de promover expansão, diversificação e crescimento rápido dos negócios. Porém, se esse tipo de investimento não for bem planejado ou avaliado pode acarretar em prejuízos para as empresas envolvidas com destruição da riqueza dos acionistas devido principalmente a elevação dos custos de transação da operação e a adaptação da cultura organizacional.

Para evitar problemas com o custo de transação, é necessário que estas companhias observem duas características fundamentais antes da realização dessas combinações: a distribuição dos lucros e o financiamento (recursos que serão usados, seja por meio de reservas, de lucros ou de emissão de ações, ou mediante empréstimos) para o custeamento dessas operações. A gestão dessas duas variáveis podem determinar o bom desempenho do processo de combinação de negócios. (CAMARGOS e BARBOSA, 2010).

Outros fatores que podem auxiliar no desempenho de uma reestruturação e motivar seu acontecimento é a identificação de sinergias resultantes desses processos. Estas sinergias são benefícios ou ganhos que as empresas almejam alcançar com essas operações, as principais são: a obtenção de economias de escalas, onde se espera a redução de custos e despesas com atividades corporativas; economias financeiras, onde através de uma melhor estrutura de capital e uma maior capacidade de alavancagem com menores custos de endividamento; maior poder de mercado, onde o maior porte da empresa possibilitará um maior poder de competição e negociação; benefícios fiscais, como isenções e compensações autorizadas por lei, planejamento tributário para redução de encargos, entre outras. (BOMFIM, 2014; CAMARGOS e BARBOSA, 2005).

A literatura traz que essas reorganizações societárias são justificadas, do ponto de vista teórico, com base em teorias relacionadas ao crescimento das empresas. A principal teoria que dá suporte as combinações é a Teoria da Firma, mas como também a Teoria da Agência e das Hipóteses de Sinergias. (KLOECKNER, 1994; BOMFIM, 2014).

Camargos e Coutinho (2008) apontaram que as combinações encontraram embasamento em vários enfoques da Teoria da Firma, como na Economia dos custos de transação, Economia

dos Custos de Administração, Monopólio, mas principalmente na hipótese de maximização dos lucros da firma (riqueza) e a hipótese de maximização da utilidade gerencial.

Essas teorias justificam os motivos para as realizações de combinações e estão associadas a criação de valor, seja financeiro ou operacional, seja para os acionistas ou para os gestores, o objetivo é o crescimento/aumento do tamanho da firma.

Bortoluzzo et al. (2014) ao investigar o processo de aquisições realizadas por empresas brasileiras fora do País nos últimos 15 anos, verificou que as investidas *cross border* de melhoram o desempenho financeira das companhias envolvidas.

Pessanha et al (2014) ao verificar os impactos ocorridos em empresas que participaram de F&A's nos resultados das instituições bancárias, apresentou como resultado que as fusões e aquisições de bancos estudadas não proporcionaram retornos anormais positivos para os seus acionistas.

Khurram Ashfaq (2014) em seu estudo analisou o impacto das F&A's no desempenho financeiro pós-fusão de empresas envolvidas no setor não-financeiro do Paquistão, os resultados obtidos indicaram que, em média, o desempenho foi deteriorado na sequência de fusões e aquisição.

Fraser e Zhang (2009) investigou alterações no desempenho operacional de bancos adquiridos por organizações bancárias não americanas no período de 1980 a 2001, seus resultados apresentaram uma melhora significativa no desempenho após 3 anos, além de melhoria na eficiência organizacional e diminuição no nível de empréstimos.

Dessa maneira, considerando a importância dada ao processo de combinação de negócios, torna-se relevante a sua análise à luz do indicador *Market-to-Book*, que irá medir as oportunidades de crescimento das empresas, sendo que sua mensuração se dará através da divisão entre o valor de mercado da firma e o valor contábil do patrimônio líquido (*book value*). Vários estudos a respeito dessa área de conhecimento analisaram que existe uma relação positiva entre esse índice e as perspectivas relacionadas ao desempenho financeiro das empresas.

2.2 Determinantes do *Market-to-Book*

No processo de avaliação de empresas existe diversas metodologias para se estimar o valor de uma empresa, onde cada uma apresenta características particulares que melhor atendam aos seus objetivos, de acordo com Damodaran (2012) não existe um modelo melhor ou um modelo ideal. Uma das metodologias de avaliação mais utilizadas é a avaliação relativa, devido principalmente a sua simplicidade de aplicação.

O uso de múltiplos por profissionais e acadêmicos da área de finanças é muito comum. Sendo utilizados para inferir o valor de uma empresa a partir de companhias comparáveis. Pretende-se através destes, identificar ativos subprecificados ou superprecificados para comporem carteiras que tenham retornos anormais. (Serra e Saito, 2016)

O múltiplo que possibilita essa visão é o *Market-to-Book*, uma vez que ele quantifica a expectativa de crescimento de uma determinada empresa. Fama e French (1992) identificam que o *Market-to-Book* é uma medida relevante para a explicação de retornos, ou seja, ele expressa a valorização de uma empresa em relação aos valores contábeis.

O *Market-to-Book*, também pode ser interpretado como uma medida capaz de fornecer informações a respeito de retornos futuros que muitas vezes não são identificados por outras medidas, tais como rendimentos de juros e dividendos, Pontiff e Schall (1998) relataram que o BM seria uma proxy para a relação do fluxo de caixa e o nível de preços.

Há autores que tem opiniões controversas, Noda, Martelanc e Kayo (2016), por exemplo, preferiram utilizar o L/P (Múltiplo de lucro) como medida para verificar os retornos, pois acreditaram que o BM é menos significativo no Brasil na identificação de ações “caras” e

“baratas” devido a inflação mais elevada, eles argumentam ainda que carteiras classificadas por esses índices não apresentaram retornos anormais.

De acordo com Machado e Machado (2014) o *Market-to-Book* é calculado através da divisão do valor contábil pelo valor de mercado do patrimônio líquido. Em seu estudo fizeram uso do modelo de três fatores de Fama e French – 1993 e o de dois fatores de Liu para identificar qual modelo melhor explica as variações do retorno de ações no mercado brasileiro, com isso concluíram que o modelo de três fatores é o que explicava melhor as anomalias descritas pela literatura.

O *Market-to-Book* é uma razão do valor de mercado e do valor contábil, onde a proporção obtida pode indicar se a empresa está sub ou superavaliada. Um MtB maior que 1 indica que a empresa está superavaliada, ou seja, a expectativa de crescimento sobre esses ativos é maior, quando o MtB for menor que 1 indica que a empresa está subavaliada, portanto, a expectativa de crescimento a respeito de seus ativos é pequena.

3 Procedimentos Metodológicos

3.1 Amostra e Coleta dos dados

A amostra do estudo é composta por companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa, que pertencem ao Setor Financeiro e Outros (incluindo instituições bancárias, holdings, seguradoras, securitizadoras, prestadoras de serviços financeiros). A escolha desse setor se justifica pela quantidade de processos de F&A no período avaliado, que será de 2008 a 2015. As empresas que realizaram F&A foram identificadas através de análises de suas notas explicativas, compondo um total de 112 processos de combinações, envolvendo 31 empresas.

Os dados analisados são referentes as demonstrações financeiras anuais consolidadas e notas explicativas, dos respectivos períodos. Os dados foram coletados a partir do banco de dados Economática e através dos relatórios disponibilizados pelas companhias.

Tabela 1 – Composição da amostra

Descrição dos critérios	Quantidade de empresas
Total de companhias abertas listadas na BMF&Bovespa no período da pesquisa pertencentes ao setor “financeiro e outros”.	144
(-) Empresas eliminadas por não caracterizar o setor financeiro, (esse setor compreende algumas instituições que não tem características de empresas financeiras, como imobiliárias).	33
(-) Empresas que não possuem combinação de negócios (busca realizada por meio das seguintes palavras-chave: “combinação de negócios”, “aquisição”, “fusão” e “incorporação”, tanto no singular quanto no plural, para analisar se as empresas investigadas realizaram F&A no período da pesquisa 2008 a 2015).	80
= Número de companhias que realizaram processo de F&A	31

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados da pesquisa.

3.2 Variáveis e Hipóteses

As variáveis analisadas para identificar a perspectiva de crescimento que o mercado estima para estas companhias são os múltiplos de avaliação. Tomando por base a metodologia utilizada por Serra e Saito (2016), as variáveis utilizadas foram: como variável dependente o *Market-to-Book* (MtB) normal e defasado, e como variáveis independentes as seguintes: uma variável *dummy* para identificar os processos de F&A, o tamanho da empresa (TM), a variação

do lucro ano a ano, o beta alavancado (Beta), o *goodwill* (Goodwill) e a alavancagem (Alv). Na tabela 2 é detalhado como cada variável foi calculada.

Tabela 2 – Descrição das variáveis

Variável	Cálculo	Sinal	Representa
MtB	$\frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Valor Contábil}}$		Representa a expectativa de Crescimento
MtB Def	$\frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Valor Contábil}}_{t-1}$		Representa a expectativa de Crescimento em t-1
TM	$\ln AT$	+	Verifica o crescimento da empresa
Δ Lucro	$\text{Lucro } t - \text{Lucro } t - 1$	+	Crescimento do lucro no último ano
Beta	-	+/-	Representa o risco sistemático da empresa
Alv	$\frac{\text{Dívida Total}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	-	Representa o endividamento da empresa
VD_{F&A}	Variável Dummy	+	Representa se a empresa realizou ou não processos de F&A.
Goodwill	Valor do ágio	+	Representa expectativa de rentabilidade futura das empresas

Fonte: Adaptado de Serra e Saito (2016).

Diante do contexto da pesquisa, que tem por objetivo identificar a expectativa de crescimento das empresas do setor financeiro que realizaram processos de combinação de negócios com base no indicador *market-to-book*, sendo assim pretende-se testar empiricamente as seguintes hipóteses:

H₁: A média do *market-to-book* das companhias que realizaram F&A sofreram mudanças significativas após os processos;

H₂: Os processos de F&A são determinantes significativos do *market-to-book*.

3.3 Modelo econométrico

Após a delimitação das empresas, num primeiro momento realizou-se a análise do período anterior e um período posterior à divulgação/início da realização da combinação de negócios, obtendo-se uma média da cada variável que foram comparadas estatisticamente nesses dois períodos conforme metodologia aplicada em estudos realizados por Camargos e Barbosa (2010), com base na seguinte equação:

$$\sum_{a=-2}^{-1} \frac{(\sum_{i=1}^n \text{Var } x, a)}{n} \Leftrightarrow \sum_{a=+1}^{+2} \frac{(\sum_{i=1}^n \text{Var } x, a)}{n}$$

Sendo:

a = anos relativos analisados (-2 a -1 anteriores e +1 a +2 posteriores à união);

n = número total de empresas que tiveram a variável calculada e analisada;

$\text{Var } x$ = variáveis analisadas;

i = empresa analisada;

Para obter-se a significância estatística das médias dessas variáveis analisadas optou-se pelo teste *Wilcoxon*, que é um modelo de média para amostras emparelhadas empregado em situações com duas amostras dependentes (pareadas), como no caso das médias antes e depois de um fenômeno (no caso, a combinação), usando as diferenças dos pares de cada amostra para o cálculo (Souza, 2012).

Posteriormente para identificar o grau do impacto gerado pelas combinações de negócios, pretende-se testar o modelo com variáveis que representam determinantes para as variações da expectativa de crescimento do mercado com base no modelo utilizado por Serra e Saito (2016), para isso pretende-se rodar uma regressão OLS *pooled*, conforme abaixo:

$$MtB = \alpha + TM\beta_1 + \Delta Lucro\beta_2 + Beta\beta_3 + Alv\beta_4 + Goodwill\beta_5 + VD_{F\&A}\beta_6$$

Onde:

MtB: é o market-to-book (variável dependente);

TM: o tamanho da empresa, representa como a variação no tamanho dos ativos pode influenciar na expectativa de crescimento do mercado;

ΔLucro: pretende verificar quanto a variação nos lucros podem impactar na forma como o mercado precifica;

Beta: pretende verificar como as variações no risco de mercado das companhias impactam na expectativa de crescimento futuro das companhias;

Alv: pretende verificar como o nível de endividamento impacta na expectativa de crescimento;

Goodwill: representa a expectativa de geração de benefícios futuros;

VD_{F&A}: representa quanto o fato da empresa ter realizado uma F&A impacta na expectativa de crescimento.

Adicionalmente pretende-se testar o modelo usando o Market-to-book defasado, uma vez que a expectativa de crescimento pode sofrer alterações antes dos processos de F&A.

$$MtB_{Def} = \alpha + TM\beta_1 + \Delta Lucro\beta_2 + Beta\beta_3 + Alv\beta_4 + Goodwill\beta_5 + VD_{F\&A}\beta_6$$

4 Apresentação e Discussão dos Resultados

Ao analisar as notas explicativas das empresas da amostra, observou-se que no período investigado, 2008 a 2015, que 31 empresas realizaram processos de combinação de negócios.

Tabela 3- Estatísticas Descritivas das variáveis analisadas

Variáveis	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Max	Mediana
Tamanho	310	15,5835	2,5092	6,6489	21,0861	15,6555
Mtb	310	2,2514	5,6050	-5,1334	51,7865	1,0664
Alavancagem	310	9,0784	39,4227	-31,6294	687,9651	5,1578
VarLucro	310	-0,0033	0,3860	-3,4437	5,0349	0,0015
VDFA	310	0,2258	0,4187	0,0000	1,0000	0,0000
Goodwill	310	161765,2	1500979	0,0000	18300000	0,0000
Beta	310	0,6353	0,6540	-1,8900	3,4500	0,5900

Fonte: Dados da pesquisa

Na tabela 3 apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis analisadas nas empresas do setor financeiro. Observa-se que o valor do *market-to-book* representa uma média de 2,25, significando que o mercado reconhece que determinada empresa tem um valor maior do que está registrado nas suas demonstrações contábeis, ou seja, estão superavaliadas. Os valores médios dos betas das companhias analisadas apresentam um valor defensivo, significando que as empresas possuem oscilações inferiores ao mercado. Com relação ao tamanho, nota-se que a amplitude entre o maior e o menor valor é de 14,44. O valor da alavancagem tem uma média de 9,08. Em média percebeu-se pouca variação nos lucros no período analisado; a variável *dummy* utilizada representa as empresas realizaram processos de

combinações de negócios, com um número médio de 0,22, ou seja, 22% das empresas da amostra realizaram processos de combinações de negócios no período. O valor médio para o *goodwill* do período analisado é de 161765,2, porém como pode-se perceber pela mediana, com valor zero, a maioria das empresas não tiveram *goodwill*, sendo observado apenas 25 processos que possuíram ágio em suas combinações.

**Tabela 4 – Teste de média para amostra emparelhada
Teste não paramétrico de Wilcoxon**

MtB	Média P0	Média P1	Varição	Resultado
Empresas	2,6564	1,4958	-43,6917	Piorou
Teste Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney)				
	Estatísticas		p-valor	
	3,729		0,0002	

Fonte: Dados da pesquisa

A tabela 4 apresenta a análise da estatística do teste não paramétrico de *Wilcoxon* para amostra emparelhada, onde o objetivo foi verificar a diferença entre as médias em dois períodos do MtB, concluindo-se que as diferenças foram significativas e apresentaram uma variação negativa, ou seja, houve redução da expectativa de crescimento por parte do mercado após os processos de F&A. Através da análise realizada foi possível identificar que não houve influência dos processos de combinações de negócios com relação ao crescimento dessas empresas frente ao mercado. De acordo o p-valor do teste as diferenças das médias foram significativas a um nível de 1%, portanto não há evidências para rejeitar H_1 , ou seja, o Market-to-book sofreu mudanças relevantes após os processos de F&A. Camargos e Barbosa (2010) identificaram em seu estudo que esses processos aumentam a rentabilidade das empresas principalmente com relação aos acionistas, além de aumentar o potencial de gerar sinergias operacionais e gerenciais que corroborem no aumento da rentabilidade.

Pessanha et. al (2014) verificou que o retorno acumulado começa a entrar em declínio após a data zero (ocorrência da combinação de negócios), porém estes retornos também não apresentaram significância estatística, o que coaduna com o resultado obtido pelo testes *Wilcoxon* que verificou uma diminuição dessa expectativa de crescimento.

Sendo assim, como base nos resultados identificados por esse texto, indica que o mercado não conseguiu perceber esse aumento de rentabilidade gerado por esses processos.

**Tabela 5 – Resultados da regressão OLS do MtB com as variáveis de controle
Painel A**

Variáveis Explicativas	Coefficientes	Erro padrão	Estatísticas t	p-valor
Const	6,486782	1,9200	3,38	0,001
TM	-0,2903362	0,1300	-2,23	0,026
Beta	-0,6940855	0,4380	-1,58	0,114
Alavancagem	0,0735907	0,0070	10,51	0,000
VarLucro	1,057382	0,7090	1,49	0,137
Goodwill	1,90E-08	0,0000	0,10	0,919
V DFA	0,277058	0,7583	0,37	0,715

Painel A1

Descrição	Valor	Descrição	Valor
R^2	0,2781	Teste F (Estatística)	19,46
R^2 - Ajustado	0,2638	Teste F (p-valor)	0,0000
Jarque-Bera (Estatística)	31000	White (Estatística)	37,27
Jarque-Bera (p-valor)	0,0000	White (p-valor)	0,0544

Fonte: Dados da pesquisa

Nota: De acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 310 observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado;

A tabela 5 apresenta os resultados da regressão com as variáveis de controle, ressaltando que o objetivo da pesquisa é medir o nível de crescimento das empresas após o processo de combinação de negócios, com base no *market-to-book*, a regressão estimada apresenta-se, no geral, significativa em termos estatísticos a um nível de significância de 1%, uma vez que o p-valor obtido pela estatística F, foi inferior a 0,01. Considerando as variáveis explicativas, os seus coeficientes não são significativos, com exceção das variáveis tamanho da empresa e alavancagem que foram significativas a um nível de 5%. Com relação ao R² e ao R² ajustado, observa-se que houve uma razoável alteração, dessa forma o modelo explica cerca de 27% da variável dependente *market-to-book*.

Com relação aos sinais esperados para as variáveis identificou-se que apenas a variável tamanho e a variável alavancagem apresentaram os sinais opostos, as demais variáveis não corresponderam aos sinais esperados. Isso significa que o crescimento das empresas medido através de seu tamanho, bem como a sua capacidade de endividamento medida através da alavancagem não impactaram na expectativa de crescimento da empresa de forma esperada. De acordo com a realização do teste de White, verificou-se que os dados são homocedásticos.

O resultado obtido é o oposto do identificado por Camargos e Barbosa (2009) onde as F&A's estudadas resultaram na maximização do valor de mercado das empresas pesquisadas e da riqueza dos acionistas. Eles verificaram ainda que há correlações significativas entre as variáveis de criação de valor e as F&A's.

Motta et al. (2013) identificaram em seu estudo a respeito do desempenho das companhias após processos, que as fusões e aquisições estudadas não resultaram nem em ganhos de valor para os seus acionistas, nem em sinergias operacionais. Leitão e Galli (2014) observou que, de uma forma global, tanto o anúncio da operação de F&A quanto a sua conclusão não produziram impacto na volatilidade das companhias analisadas.

Os resultados destes estudos corroboram nos achados desta pesquisa que verificou que as F&A e que o *Goodwill* não impactaram na expectativa de crescimento das companhias.

De acordo com resultados obtidos pela tabela 5, a hipótese H2 seria rejeitada, tendo em vista que os processos de combinação de negócios não se mostraram significativos como determinantes do Market-to-book.

Como descrito na metodologia outro modelo que poderia explicar melhor essa relação dos determinantes da expectativa de mercado, seria a utilização da variável dependente defasada, uma vez, que a reação do mercado ocorre antes do acontecimento do evento. Pode-se observar essa relação na tabela 6.

Tabela 6 – Resultados da regressão OLS do MtB defasado com as variáveis de controle
Painel B

Variáveis Explicativas	Coefficientes	Erro padrão	Estatísticas t	p-valor
Const	6,486782	0,3461159*	0,71	0,477
TM	0,06396	0,0237124*	2,7	0,007
Beta	-0,1068509	0,1043994*	-1,02	0,307
Alavancagem	-0,001666	0,0002736*	-6,09	0,000
VarLucro	-0,0631335	0,1154405*	-0,55	0,585
Goodwill	-3,48E-08	7,34E-09*	-4,74	0,000

VDFA	-0,4102841	0,1191403*	-3,44	0,001
------	------------	------------	-------	-------

Painel B1

Descrição	Valor	Descrição	Valor
		Teste F	
R ²	0,0597	(Estatística)	15,99
R ² - Ajustado	0,041	Teste F (p-valor)	0,0000
Jarque-Bera (Estatística)	240,7	White (Estatística)	53,84
Jarque-Bera (p-valor)	0,0000	White (p-valor)	0,0007
Vif	1,16	Obs	310

Fonte: Dados da pesquisa

Nota: De acordo com o Teorema do Limite Central e considerando que foram utilizadas 310 observações, pressuposto da normalidade pode ser relaxado;

*Erros-padrão estimados com correção para heterocedasticidade de White, pois a hipótese de homocedasticidade foi rejeitada a um nível de 1%.

A tabela 6 evidencia os resultados das variáveis de controle através da regressão OLS do MtB defasado rodado de forma robusta, verificamos no painel A que as variáveis explicativas alavancagem, tamanho, *goodwill* e a variável *dummy* foram significativas a um nível de 1% no modelo, as demais, estatisticamente, não são capazes de explicar o *market-to-book* defasado. Com relação a estatística F, o modelo é significativo a um nível de 1%. O R² deste modelo foi de 6%, ou seja, é um modelo mais adequado na área de finanças. Com base no R² podemos comparar os dois modelos, sendo o primeiro com um R² maior, porém isso não significa que este seja o melhor modelo.

Os resultados permitiram identificar que tanto o Goodwill como as F&A apresentam uma relação negativa com a expectativa de crescimento das companhias, ou seja, quando uma entidade realiza um processo desse tipo, de acordo com os resultados deste modelo, ela diminui a expectativa de crescimento. Esses resultados encontram apoio no estudo de Pessanha et al (2014) onde nos resultados obtidos pelos testes realizados, verificou que as fusões e aquisições de bancos estudadas não proporcionaram retornos anormais positivos para os seus acionistas.

Os resultados também encontram apoio no estudo de Khurram Ashfaq (2014) que verificou o impacto das F&A's no desempenho financeiro pós-fusão de empresas do Paquistão, os resultados obtidos indicaram que, em média, o desempenho foi deteriorado na sequência de fusões e aquisição. Então o mercado antecipa essa previsão.

Com relação ao sinal das variáveis, a alavancagem, o tamanho, a alavancagem e o *goodwill* obtiveram o sinal esperado, as demais variáveis tiveram sinal diferente do que era esperado, a variável *dummy* também não obteve sinal como era esperado.

Nesse sentido, o resultado coaduna com o de Camargos e Barbosa (2005) onde foram identificado que a sinergias melhoraram o desempenho das companhias, neste estudo a alavancagem representa a sinergia financeira, onde é refletido um melhor nível de endividamento dessas companhias e o tamanho da empresa representa um maior poder de mercado obtido por estas companhias, fazendo com que estas tenham maior poder de negociação e por sua vez consiga reduzir seus custos e melhorar sua eficiência.

Sendo assim, de acordo com esse modelo, H2 não seria rejeitada, uma vez que a F&A, medidas pela variável *dummy*, é um determinante significativo do *Market-to-book* defasado. Nesse sentido os resultados permitiram verificar que os estudos sobre processos de combinação de negócios ainda não chegaram em uma convergência de resultados, é possível observar uma grande diversidade a respeito da criação e da destruição de valor por parte destas operações.

5 Considerações Finais

O tratamento dado ao processo de combinação de negócios visto ao longo do trabalho é considerado complexo e alguns estudos procuraram analisar os impactos dessas operações dentro das empresas, avaliando seu desempenho operacional em empresas do setor financeiro, a fim de identificar a criação de sinergias. Além disso, procuram identificar o efeito no desempenho corporativo das companhias em determinados períodos, resultando em crescimento das empresas após as reestruturações, como também o aumento da rentabilidade dos acionistas.

A proposta do artigo foi verificar se os processos de combinação de negócios afetaram a expectativa de crescimento medida pelo Market-to-book. Para verificar esta relação, foram selecionadas companhias do setor financeiro que realizaram F&A no período de 2008 a 2015, com 119 empresas, sendo 31 as que fizeram a reestruturação societária.

A análise dos dados permitiu identificar os seguintes resultados: observou-se que o MtB em média é 2,25, ou seja, as empresas estão sendo superavaliadas, evidenciando que há uma expectativa de crescimento com relação a estas companhias. Foi possível observar que as empresas que fizeram processos de combinação de negócios representam cerca de 22% da amostra analisada.

No teste de média Wilcoxon verificou-se que a diferença das médias do MtB nos dois momentos analisados foi significativa, mas a variação foi negativa, ou seja, percebeu-se uma redução na expectativa de crescimento na visão do mercado após a realização dos processos de F&A. Tendo em vista que o p-valor foi menor que 1%, não é possível rejeitar a hipótese 1 de que o Market-to-book sofreu mudanças após as F&A.

Com relação ao modelo testado pela regressão OLS, para identificar se as F&A eram um determinante significativo na composição da expectativa de mercado medida pelo MtB, foi verificado que o modelo é significativo, pois a estatística F foi menor que 1%. Considerando o R^2 , o modelo explica cerca de 27% da composição do Market-to-book e de acordo com a estatística apresentada as variáveis que foram significativas são o tamanho da empresa e alavancagem, ou seja, as sinergias são capazes de explicar a expectativa de crescimento do mercado, as demais variáveis não se mostraram significativas. Pode-se concluir o modelo explica o MtB e que a variável *dummy* não é um determinante significativo do Market-to-book.

Já o modelo que utiliza o MtB defasado verificou que dentre as variáveis explicativas, a alavancagem, tamanho da empresa, *goodwill* e a variável *dummy* foram significativas a um nível de 1%. O R^2 foi de 6%, ou seja, as variáveis analisadas explicam cerca de 6% do MtB. De acordo com o teste F, este modelo teve significância estatística a um nível de 1%. Portanto, há evidências para não rejeitar a hipótese 2 de que as F&A são determinantes significativos para o MtB.

De forma resumida, foi observado que os processos de fusão e aquisição impactaram negativamente na expectativa de crescimento medida através do MtB. Diante de tais evidências é possível afirmar que tais resultados são divergentes aos resultados obtidos por Camargos e Barbosa (2009) que identificaram que esses processos aumentaram o valor de mercado, além da rentabilidade e das sinergias operacionais e gerenciais. Com relação aos determinantes do MtB ao contrário do que foi obtido por Serra e Saito (2016), a alavancagem foi positiva e os demais determinantes se comportaram de maneira semelhante nos dois estudos.

Como limitações do estudo, destaca-se a subjetividade da análise realizada, além do número reduzido de períodos observados após as combinações e o número da amostra de empresas analisadas. De toda forma, os achados da pesquisa podem contribuir para que se desenvolvam mais trabalhos nesta área. Sugere-se para futuras investigações a abordagem de

períodos maiores, bem como a análise de outros setores, e aplicação de outras variáveis e modelos.

Referências

ALMEIDA, M. S.; SANTOS, T. A.; GOMES, C. D.; & CARVALHO, F.M. Fontes de sinergia em fusões e aquisições: Um estudo empírico. In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 32, 2012, Bento Gonçalves. **Anais...**Rio Grande do Sul: ENGEPP, 2012.

ASHFAQ, K. Investigating the impact of merger & acquisition on post merger financial performance (relative & absolute) of companies (evidence from non-financial sector of Pakistan). **Research Journal of Finance and Accounting**, v. 5, n. 13, 2014.

BOMFIM, E. T. **Performance de empresas brasileiras: avaliação do efeito provocado por operações de fusões e aquisições**. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte. João Pessoa, PB, Brasil, 2014.

BORTOLUZZO, A. B.; GARCIA, M. P. S.; BOEHE, D. M.; & SHENG, H. H. Desempenho de fusões e aquisições *cross border*: análise empírica do caso brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 54, n. 6, p. 659-671, nov./dez, 2014.

BRIMBLE, M.; HODGSON, A. "Assessing the risk relevance of accounting variables in diverse economic conditions", **Managerial Finance**, Vol. 33 Iss 8 pp. 553 – 573, 2007.

CAMARGOS, M. A.; & BARBOSA, F. V. Análise de 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**, São Paulo, v. 12, n. 2, p. 99-115, abr/jun, 2005.

CAMARGOS, M. A.; & BARBOSA, F. V. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: sinergias operacionais, gerenciais e rentabilidade. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 21, n. 1, p. 69-99, jan./mar, 2010.

CAMARGOS, M. A.; & BARBOSA, F. V. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 49, n. 2, abr./jun, 2009.

CAMARGOS, M. A.; & COUTINHO, E. S. A teoria da firma e a fundamentação teórica para fusões e aquisições: uma análise de suas interfaces. **RAC-Eletrônica**, v. 2, n. 2, p. 273-295, 2008.

COMITE DE PROCEDIMENTOS CONTÁBEIS. (2011). **Pronunciamento técnico CPC nº 15 (R1): combinação de negócios**. Brasília: CPC. Recuperado em 28 de agosto, 2014 de <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos>.

DAMODARAN, A. **Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any assets**. 3rd edition. New Jersey: Wiley & Sons, 2012.

FAMA, E. F. & FRENCH, K. R. The Cross-Section of Expected Stock Returns. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 2, Jun, 1992.

FAMA, E. F. & FRENCH, K. R. Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 1, mar, 1995.

FRASER, D. R.; & ZHANG, H. Mergers and long-term corporate performance: evidence from cross-border bank acquisitions. **Journal of Money, Credit, and Banking**, v. 41, n. 7, out, 2009.

GUZMÁN, X. Z. **Impacto das aquisições e fusões na performance operacional bancária no brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil, 2002.

KLOECKNER, G. O. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. **Revista de Administração**, v. 29, n. 1, p. 42-58, 1994.

KPMG. **Pesquisa de fusões e aquisições 2015 – 4º trimestre**. São Paulo: KPMG. Recuperado em 09 de junho, 2016 de http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Fusoes eAquisicoes/2015/FA-4-trim2015.pdf.

LEITÃO, C. R. N.; GALLI, O. C. Volatilidade em fusões e aquisições: um estudo no mercado brasileiro. **Organizações em contexto**, V. 10, n. 20, jul./dez, 2014.

MACHADO, M. A. V., & MACHADO, M. R. Liquidez e precificação de ativos: evidências do mercado brasileiro. **Brazilian Business Review**, 11(1), 73-95, 2014.

MOTTA, L. F. J.; OLIVEIRA, P. V. C.; CAVAZOTTE, F. S. C. N.; FIGUEIREDO, A. C.; & KLOTZLE, M. C. Criação de valor em fusões e aquisições brasileiras. **Revista de Administração Faces Journal**, Belo Horizonte, v. 12, n. 4, p. 100-119, out./dez, 2013.

NODA, R. F., MARTELANC, R., & KAYO, E. K. O Fator de Risco Lucro/Preço em Modelos de Precificação de Ativos Financeiros. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, 27(70), 67-79, 2016.

PESSANHA, G. R. G.; SANTOS, T. A.; CALEGARIO, C. L. L.; SÁFADI, T.; & ALCÂNTARA, J. N. Influências das fusões e aquisições no valor de mercado das instituições bancárias adquirentes. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 17, n. 3, p. 145-158, set./dez, 2014.

PONTIFF, J. & SCHALL, L. D. Book-to-market ratios as predictors of market returns. **Journal of Financial Economics**, v. 49, p. 141-160, 1998.

PWC. **Relatório de Fusões e Aquisições no Brasil – Dezembro**. São Paulo: PWC. Recuperado em 04 de junho, 2016 de <http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/fusoes-aquisicoes/2015/pwc-fusoes-aquisicoes-dezembro-15.pdf>.

RANI, N.; YADAV, S. S.; & JAIN, P. K. Post-M&A operating performance of Indian acquiring firms: a Du Pont analysis. **International Journal of Economics and Finance**, v. 5, n. 8, p. 65-73, 2013.

SERRA, R. G. & SAITO, A. T. Determinantes do P/B, setor regulado e estratégias de investimento. **R. Adm. FACES Journal Belo Horizonte**, v. 15 n. 1 p. 82-96 jan./mar, 2016.

SOUZA, P. A. C. **Tamanho de amostra e poder para três testes não-paramétricos**. Monografia (Bacharelado em Estatística) –Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil, 2012.