



Universidade de Brasília (UnB)

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas

(FACE)

Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)

Curso de Graduação em Ciências Contábeis

DIÓGENES RODRIGUES DOS SANTOS

Título:

Retorno de mercado comparado de empresas com e sem Goodwill adquirido

Brasília – DF

2021

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva Unternbäumen
Vice-Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Diêgo Madureira de Oliveira
Decano de Ensino de Graduação

Professor Doutor José Márcio Carvalho
**Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e
Gestão de Políticas Públicas**

Professor Doutor Sérgio Ricardo Miranda Nazaré
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuarias

Professor Doutor Alex Laquis Resende
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Diurno

Professor Doutor José Lúcio Tozetti Fernandes
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis – Noturno

DIÓGENES RODRIGUES DOS SANTOS

Retorno de mercado comparado de empresas com e sem Goodwill adquirido

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas como requisito à conclusão da disciplina de Pesquisa em Ciências Contábeis e obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Professor Doutor
Paulo Roberto Barbosa Lustosa

Brasília - DF
2021

dos Santos, Diogenes Rodrigues. **Retorno de mercado comparado de empresas com e sem Goodwill adquirido.**

Diogenes Rodrigues dos Santos. Orientador: Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa. Brasília, 2021.

Trabalho de conclusão de curso em Ciências Contábeis, 2021. Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão Pública da Universidade de Brasília.

1. Fusões e aquisições. 2. Goodwill. 3. Rentabilidade de mercado.

DIÓGENES RODRIGUES DOS SANTOS

Retorno de mercado comparado de empresas com e sem Goodwill adquirido

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas como requisito à conclusão da disciplina de Pesquisa em Ciências Contábeis e obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Aprovado em 12 de outubro de 2021

Prof. Dr. Paulo Roberto
Barbosa Lustosa
Professor Orientador

Prof. Dr. José Alves Dantas
Professor Avaliador

Brasília – DF

2021

*Aos meus avós amados:
Pedro e Maria.*

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, a Deus, pois sem Ele não conseguiria chegar até aqui. Agradeço também a meus familiares, em especial a meus pais, irmãos e, sobretudo, a meus avós que representam uma base não só para mim, mas a todos que os cercam. Também a meus amigos, principalmente irmãos na fé, que são grande referência em minha caminhada.

Agradeço aos professores da Universidade de Brasília com quem tive a oportunidade de obter aprendizado e experiências que levarei para a vida e, principalmente, ao meu orientador, o Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa, por todo apoio ofertado na consecução deste trabalho, tanto no tema quanto na sua execução.

RESUMO

Operações de fusão e aquisição (F&A) estão cada vez mais recorrentes no cenário econômico mundial. Transações desse tipo têm sido usadas com a finalidade de se obter rápido e contundente desenvolvimento. Desse modo, torna-se útil a análise dos resultados de empresas participantes desses processos e se, de fato, tem obtido diferenciais em relação ao restante do mercado. Este estudo tem o objetivo de comparar corporações que possuem goodwill registrado em seus demonstrativos com aquelas que não o possuem. Nesse sentido, foi analisada a rentabilidade de mercado obtida por diversas corporações de diferentes setores, no período de 2010 a 2020. Os resultados revelaram o melhor desempenho obtido por empresas que não estavam envolvidas em reorganizações societárias. As evidências geradas na pesquisa colaboram para o mercado, de forma geral, e sobretudo, para investidores na escolha de melhores alternativas de aplicação de recursos financeiros.

Palavras-chave: Fusões e aquisições; Goodwill; Rentabilidade de mercado.

ABSTRACT

Merger and acquisition (M&A) operations are increasingly recurrent in the global economic scenario. Transactions of this type have been used with a process of getting fast and forceful development. Thus, it is useful to analyze the results of companies participating in these processes and if, in fact, thematic differentials in relation to the rest of the market. This study aims to compare companies that have goodwill registered in their statements with those that do not. In this sense, the market profitability obtained by several corporations from different sectors, in the period from 2010 to 2020, was analyzed. The results revealed the best performance by companies that were not involved in corporate reorganizations. The evidence generated in the investor survey contributes to the market, in general, and above all, to the choice of better alternatives for the application of financial resources.

Keywords: Mergers & Acquisitions; Goodwill; Market Profitability.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Estatística descritiva dos retornos dos grupos “0” e “1”.....	25
Tabela 2: t teste aplicado para duas amostras com variâncias diferentes.....	26

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	11
2. REFERENCIAL TEÓRICO	13
2.1. Os processos de F&A.....	13
2.2. Sucesso em operações de F&A.....	15
2.2.1. Ativos intangíveis.....	17
2.2.2. Goodwill.....	18
2.3. Fracasso em operações de F&A.....	19
3. METODOLOGIA	21
3.1 População e Amostra.....	21
3.2 Medidas de análise.....	22
3.2.1. Rentabilidade de mercado.....	22
3.2.2 Média aritmética simples.....	23
3.2.3 Teste de Médias.....	24
3.4 Hipóteses.....	24
4. RESULTADOS	25
4.1 Estatística descritiva.....	25
4.2 Teste da hipótese.....	26
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	28
REFERÊNCIAS	29

1 INTRODUÇÃO

Estão cada vez mais frequentes os processos de reorganização societária e sua discussão no meio acadêmico. Tais operações têm origem na necessidade que as empresas têm por crescimento e obtenção de diferenciais, num cenário extremamente competitivo e que exige estratégias não convencionais para se destacar ou mesmo se manter saudável economicamente.

Diante disso, empresas têm buscado estar envolvidas nessas transações. No Brasil, segundo relatório publicado pela PWC (março, 2021), operações de fusão e aquisição há muito estão apresentando tendência de crescimento. A publicação mostra em março de 2021 o anúncio de 145 transações, representando um aumento de 169% em relação ao mesmo mês de 2020 (54).

Os efeitos econômicos negativos ocasionados pela pandemia da Covid-19 não impediram o ano de 2020 de ser recordista no volume de transações de fusão e aquisição no Brasil, com 1.038 operações.

No mundo, a tendência foi a mesma para o primeiro semestre de 2021: outro estudo, ainda da PWC, mostra que investidores estão buscando estratégias que provoquem uma recuperação, frente aos efeitos deixados pela pandemia. São altos os índices registrados para o período em operações de fusão e aquisição, geralmente envolvendo a aquisição de recursos de empresas de tecnologia como forma de obter algum diferencial. No primeiro semestre de 2021, as megatransações bateram recorde no valor dos negócios, ultrapassando os 5 bilhões de dólares.

No entanto, as expectativas na realização de transações de fusão e aquisição pela obtenção de vantagens competitivas vão de encontro a estudos e dados que revelam fracassos em operações desse tipo. Segundo Mitleton-Kelly (apud BRANDÃO et. al, 2012), os fracassos estão muitas vezes relacionados à não observância de aspectos importantes no momento da efetivação de operações desse tipo, tais como a integração das culturas organizacionais.

Pode-se citar, nesse sentido, publicação da revista *The Economist* (julho, 2020), que traz uma reflexão acerca dos aspectos do fracasso em fusões e aquisições, em referência a relatório

da KPMG. Nele ficou constatado que mais da metade das operações observadas no estudo destruiu valor para os acionistas, enquanto que o outro terço não conseguiu proporcionar resultados significativos para eles.

Evidências empíricas comprovam, ainda, que há destruição de valor ao invés de criação para os acionistas. Weston, Siu e Johnson (apud PATROCÍNIO, KAYO e KIMURA, 2006), revelam que apenas empresas-alvo de operações de fusão e aquisição têm criação de valor. Segundo os autores, o anúncio de operações de fusão para as empresas-alvo ocasiona retornos de 20% a 25% e de 30% a 40%, quando se trata de aquisições. Já as empresas adquirentes, nesses casos, têm retornos positivos de 1% a 2% no caso de anúncios de fusões e negativos de 1% a 2% para aquisições.

Assim, diante dos fatos narrados surge o seguinte questionamento: uma vez que se espera de empresas que adquirem outras um ganho de sinergia, dada a consequente aquisição de intangíveis e diante dos estudos empíricos acerca de fracassos nessas operações, há aumento da rentabilidade de mercado após essas transações?

Desse modo, tendo como base tal pergunta, o objetivo deste estudo é comparar a rentabilidade de mercado de corporações¹ de diversas frentes, as quais serão delimitadas na abordagem da metodologia de pesquisa, com goodwill registrado em seus demonstrativos, o que é evidência da realização de operações de fusão e aquisição com aquelas que não o possuem. Isso permitirá, ao final, observar a tendência de ganhos trazidos por diferentes empresas, tendo como critério a presença ou não do goodwill.

Para a pesquisa foram coletadas informações das corporações relacionadas na base de dados denominada *Compustat North America* no período de 2010 a 2020. As variáveis analisadas foram a presença ou não de goodwill e o retorno de mercado de cada instituição, ano a ano. E, a fim de atingir o objetivo da pesquisa, utilizou-se o valor de mercado das firmas para obter o retorno de mercado das delas, separando-as em dois grupos: “0” (sem goodwill) e “1” (com goodwill). A média dos retornos de cada grupo permite obter uma percepção a priori da

1 A análise será feita no nível consolidado dos grupos empresariais.

performance comparada dos grupos, o que poderá ser confirmado com o uso do *teste-t* para o teste de médias.

Os resultados obtidos por este estudo mostram, num primeiro momento, médias diferentes para os dois grupos, sendo o mais positivo o das empresas que não possuem goodwill registrados. Esse resultado foi confirmado pelo teste de médias, o qual revelou que a diferença entre os retornos obtidos é estatisticamente significativa.

A seção seguinte desta pesquisa traz o referencial teórico utilizado para análise. A terceira seção trata a respeito da metodologia empregada para se alcançar o resultado, o qual é exposto na quarta seção. A quinta e última seção conclui o trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Os processos de F&A

Os processos de reorganização societária são variados e podem ter diversas configurações, atendendo às necessidades específicas de cada entidade (TANURE e CANÇADO; RHINOW apud BRANDÃO et. al, 2012). Dentre os principais tipos estão a fusão, a incorporação e a aquisição. As definições desses institutos podem ser encontradas na Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/76), no Código Civil (Lei 10.406/02) e na doutrina especializada:

Fusão: ocorre pela união de duas ou mais sociedades formando uma nova, à qual são atribuídos todos os direitos e obrigações das anteriores. Necessariamente há a extinção das sociedades fundidas.

Incorporação: há a absorção de uma ou mais sociedades por uma outra, a qual incorpora também os direitos e obrigações daquelas. Há, nesse caso, a extinção da sociedade incorporada.

Aquisição: modalidade não encontrada de forma literal nas legislações já referenciadas, a qual, no entanto, é amplamente conceituada pela doutrina. E, com base nela, pode-se citar o seguinte entendimento: “a aquisição ocorre quando há compra do controle acionário de uma

empresa por outra e a empresa adquirente preserva a sua identidade” (BRANDÃO et. al, 2012, p. 02).

Já compreendidos os processos, é válido também entender as finalidades dessas transações e a causa de sua relevância no cenário econômico e social. NEY (2021) trata em seu estudo a respeito da sinergia presente em operações de F&A, especificamente no setor de alimentos e bebidas dos Estados Unidos. O autor destaca que esses processos são uma estratégia essencial para as empresas que desejam ter crescimento, frente a alta competitividade no mercado.

Nesse ambiente competitivo, sobretudo em países desenvolvidos e emergentes, uma estratégia convencional torna-se não muito eficaz para manter-se saudável e em crescimento. O autor aborda, ainda, os processos de F&A como uma alternativa para desenvolvimento rápido e contundente. Tal processo é tratado como um crescimento não-orgânico.

Weston, Siu e Johnson (apud PATROCÍNIO, KAYO e KIMURA, 2006), numa descrição histórica, apresentam características inerentes às cinco ondas que marcaram operações de fusão e aquisição nos Estados Unidos. Tais movimentos ocorreram, em sua maioria, em meio a altas taxas de crescimento da economia americana. Isso corrobora a ideia já desenvolvida de se buscar vantagens concorrenciais com processos de reorganização societária, nesse caso, aproveitando as oportunidades oferecidas pelo mercado para se ter um melhor posicionamento.

Em suma, no contexto americano, as empresas envolvidas nos processos buscavam por “novas oportunidades de investimento, otimização dos processos produtivos, inovações tecnológicas e eficiência na alocação de recursos” (PATROCÍNIO, KAYO e KIMURA, 2006, p. 207).

Outro aspecto relacionado a essas transações refere-se à concentração empresarial em determinado ramo com o fim de obter vantagens econômicas, tais como a redução de custos. No Brasil, alguns dos exemplos são a compra da Sadia pela Perdigão, Manacá pela Clarion, entre outros, o que representou para o ramo de agronegócios do país, e, mais especificamente

para o setor de alimentação, destaque no contexto mundial, em matéria tanto de produção, como de exportação (Veiga, 2010, p. 04).

Além disso, tão relevantes quanto operações do tipo citado, podem ser também operações que envolvam ramos diferentes. A onda de fusões e aquisições vista nos Estados Unidos com início em 1922 proporcionou à época inovações que têm seus efeitos até hoje percebidos, com destaque para “[...] indústrias de transportes (veículos motorizados), comunicação (rádios domésticos) e marketing de massa”. (MARKHAM e STOCKING apud WESTON, SIU e JOHNSON apud PATROCÍNIO, KAYO e KIMURA, 2006, p.207).

As motivações que dão origem a uma reorganização societária levam a um esperado crescimento por meio dessas operações, com bons retornos e menores custos, ou, de forma resumida, à criação de valor. Weston, Siu e Johnson (apud PATROCÍNIO, KAYO e KIMURA, 2006), no entanto, comprovam empiricamente que os retornos observados nas empresas adquirentes (compradoras) são mínimos, enquanto que nas empresas adquiridas são expressivamente positivos em relação à condição anterior da firma. Isso permite que sejam feitas considerações a respeito das possíveis causas de sucesso e fracasso em operações de fusão e aquisição.

2.2 Sucesso em operações de F&A

Um ponto relevante, que merece atenção em estudos sobre operações de fusão e aquisição, é a sinergia observada quando da efetivação desses processos. Tal sinergia pode ser entendida como “o valor adicional gerado pela combinação de duas empresas, criando oportunidades que não estariam disponíveis para essas empresas operando de forma independente” (DAMODARAN, 2005, pg. 03, tradução nossa).

Conforme Damodaran (apud NEY, 2021), as sinergias podem ser divididas em financeira e operacional. A sinergia financeira, segundo Damodaran (2005), está relacionada principalmente a ganhos de fluxos de caixa ou diminuição do custo de capital ou mesmo a ambos.

Ainda segundo o autor, esse aspecto da sinergia pode ser demonstrado quando, por exemplo, uma firma que possui maiores recursos em caixa realiza uma combinação com outra que possui projetos potencialmente lucrativos. Além disso, benefícios fiscais também podem ser obtidos, utilizando-se da combinação dos recursos financeiros (fluxo de caixa) para possibilitar a captação de capital de terceiros a um custo mais baixo do que se conseguiria individualmente.

A sinergia operacional é dividida por Damodaran (2005) em quatro segmentos. Um deles refere-se a um maior poder de precificação, como resultado da criação de uma espécie de oligopólio. Para ele, essa modalidade possui maior probabilidade de ocorrer em fusões de empresas pertencentes ao mesmo setor, e este com um número pequeno de concorrentes.

Há também a sinergia decorrente da combinação de forças funcionais. O exemplo dado pelo autor em sua obra seria o caso da junção de empresas com fortes habilidades de marketing com outra que possua uma linha de produtos promissora.

Outro aspecto da sinergia operacional é em relação à expansão decorrente da combinação das empresas em mercados novos ou já existentes. Fusões de empresas que pertencem a economias distintas é uma forma de se enxergar tal possibilidade.

Por fim, a economia de escala é também um dos aspectos da sinergia citados por Damodaran (2005), segundo o qual, empresas participantes da operação podem obter maior economia em relação a seus custos e, por conseguinte, alçarem maior lucratividade.

Segundo Ney (2021), pode-se compreender, de forma resumida, a economia de escala como a economia obtida por meio do aumento de volume gerado pela combinação dos negócios. Isso, por exemplo, gera a possibilidade de que as empresas reduzam seus custos unitários pela quantidade maior adquirida de insumos para produção, ao obter maior poder de barganha frente aos fornecedores. Essa sinergia, se efetivada, reflete-se também em economia na produtividade, devido ao maior volume produzido e possibilidade de redução dos custos unitários, bem como melhor otimização dos espaços e meios de distribuição utilizados.

2.2.1 Ativos intangíveis

Os ganhos obtidos pelas firmas em operações de fusão e aquisição (F&A) podem refletir-se num elemento presente nas demonstrações contábeis muito debatido por estudiosos e que reflete diversos valores inerentes às companhias, mas que, em muitos casos, possui difícil definição e identificação: o intangível.

Segundo Lev (apud PATROCÍNIO, KAYO e KIMURA, 2006, p. 206), o ativo intangível pode ser entendido como um “direito a benefícios futuros que não possui corpo físico ou financeiro (ações ou títulos de dívida)”. Em seu estudo Patrocínio, Kayo e Kimura (2006) pretendem mostrar a relação entre tal ativo e a criação de valor pelas empresas, discorrendo sobre a possibilidade de atribuir valor econômico a ele ou o nível de intangibilidade das empresas por meio da relação Valor de Mercado/Valor Contábil (*Market-to-Book ratio*).

O autor cita ainda as diversas classificações que o ativo intangível ganha na literatura, o que revela a importância atribuída a ele em uma organização. Kayo e Famá (apud PATROCÍNIO, KAYO e KIMURA, 2006) trazem os ativos humanos, de inovação, estruturais e de relacionamento com públicos estratégicos como suas quatro ramificações. Os ativos humanos compreendem, por exemplo, as experiências e conhecimento dos colaboradores, nos de inovação há o *know-how* tecnológico, os ativos estruturais incluem os bancos de dados, já nos ativos de relacionamento com públicos estratégicos estão a marca e direitos autorais.

“A lista de ativos pode ser interminável” (PATROCÍNIO, KAYO e KIMURA, 2006, p. 206), desse modo, fica ainda mais evidente tanto pelo número de possibilidades, quanto pelos elementos que compõem o intangível, sua relevância para a determinação de valor de uma firma.

Nesse sentido, conforme Lindenberg e Ross (apud PATROCÍNIO, KAYO e KIMURA, 2006, p. 206) “o valor que o mercado de capitais atribui às empresas embute, além do capital investido, os fatores intangíveis a partir dos quais a firma gera sua renda”. E, reforçando tal fala, Arikian (2002) afirma que esses ativos podem representar para as firmas vantagem competitiva sustentável devido a maior probabilidade de serem raros e de difícil imitação, sendo

um dos meios possíveis de acumulá-los as operações de fusão e aquisição (F&A).

Assim, observa-se que processos de F&A permitem às empresas envolvidas criarem valor, ou seja, obterem recursos, habilidades, competências e outros aspectos que antes não pertenciam a seu arcabouço (ANAND e DELIOS apud PATROCÍNIO, KAYO e KIMURA, 2006).

Para uma melhor visualização, cite-se o caso da aquisição da Kibon pela Unilever. A operação, que foi realizada pelo valor de US\$ 930 milhões, mostra a valorização pelo mercado dos atributos presentes na adquirida, refletidos no intangível, uma vez que à época seu patrimônio estava avaliado em pouco mais de US\$ 300 milhões (PATROCÍNIO, KAYO e KIMURA, 2006).

2.2.2 Goodwill

O goodwill é um item registrado no Balanço Patrimonial das empresas, que figura no grupo dos ativos intangíveis. Seu reconhecimento, efetivado pela parte adquirente, ocorre apenas se realizadas operações de fusão e aquisição e corresponde à diferença entre o valor pago no momento da transação e o valor justo de todos os ativos líquidos identificados (LUSTOSA e OLIVEIRA, 2018).

Tendo como base a teoria corrente sobre o tema, tem-se a seguinte definição: “Goodwill é um valor residual decorrente de a empresa valer mais do que a soma das suas partes, quando estas se harmonizam com a empresa e o ambiente externo” (LUSTOSA e OLIVEIRA, 2018, p. 05).

De forma mais específica, Lustosa e Oliveira (2019), tratam o goodwill como a soma de itens pertencentes ao grupo dos ativos intangíveis. Tais itens, que não possuem substância física, podem gerar valor às empresas, como por exemplo, marcas, reputação, localização, cultura corporativa, dentre outros. Assim, observa-se que ao reconhecer o goodwill a empresa participante de um processo de fusão e aquisição irá incorporar esses valores.

Indo mais além, ainda segundo os autores, os ativos intangíveis que dão origem ao

goodwill são fruto de transações realizadas pelas entidades, tais como a compra e venda de seus produtos, as quais poderão gerar lucros residuais. Esses lucros provêm da capacidade que a entidade possui de obter ganhos numa operação ao pagar um valor inferior ou receber um valor superior ao que o mercado estaria comumente disposto a remunerar determinado bem. Isso, para eles, surge a partir da eficiência das empresas “[...] em tecnologia, capacidade e flexibilidade da gestão, treinamento e motivação dos empregados, imagem institucional e dos produtos, market-share, etc [...]” (LUSTOSA e OLIVEIRA, 2018, p. 09).

2.3 Fracasso em operações de F&A

Apesar dos pontos positivos para empresas que efetuem operações de fusão e aquisição, tal processo envolve muitos desafios para que haja sucesso e os benefícios possam ser usufruídos.

E, dentre as etapas que compõem essas operações está a integração, um momento extremamente importante, em que aspectos culturais, que estão intimamente ligados ao ambiente empresarial, serão alinhados, o que envolve pessoas e a necessidade de se adaptarem a novas realidades (TANURE e CANÇADO apud BRANDÃO et. al, 2012).

Nesse sentido, Mitleton-Kelly (apud BRANDÃO et. al, 2012) reflete a respeito das razões que levam operações de fusão e aquisição a não terem sucesso. Uma delas está relacionada à ênfase exagerada muitas vezes dada a questões financeiras e de negociação, em detrimento de aspectos culturais e internos ligados à gestão de pessoas. Ainda, segundo o autor, tal trabalho de adaptação tanto da cultura quanto das novas atribuições e papéis desenvolvidos necessitarão de esforço, o que muitas vezes não é observado, podendo tornar-se uma questão crítica no momento pós-fusão.

Três razões podem explicar a importância dada a esse assunto no momento da operação. Segundo Critchlow (apud BRANDÃO et. al, 2012) são elas a presença cada vez maior de serviços no ambiente empresarial, o que enfatiza a necessidade de funcionários qualificados e satisfeitos para um bom desempenho no atendimento aos clientes. Além disso, reorganizações

societárias realizadas entre empresas de diferentes nações requerem atenção quanto aos aspectos de interação cultural. E, por fim, as razões para operações de fusão e aquisição têm transcendido as necessidades financeiras e compreendido a busca por transformação do negócio ou indústria.

De forma mais abrangente Key (apud MATIAS e PASIN, 2001) trata a respeito da reestruturação necessária após a fusão e aquisição. A falta desse processo ou, se realizado de forma lenta, pode levar a demora para que as sinergias sejam vistas e até mesmo que elas nem se manifestem naquele novo ambiente. Essa atividade, segundo o autor, inclui a redução da estrutura das empresas, a integração dos departamentos, a eliminação das tarefas redundantes e do pessoal em excesso.

Saliente-se os resultados esperados pela omissão das práticas descritas: além da lenta ou ausente sinergia, pode haver também custos adicionais a arcar, bem como rentabilidade baixa ou prejuízo (KEY apud MATIAS e PASIN, 2001).

Desse modo, frente às ocorrências de fracasso nas corporações em operações de fusão e aquisição pode-se levantar a seguinte hipótese alternativa a ser confrontada mais a seguir:
H₁ (hipótese alternativa): empresas que não possuem goodwill adquirido têm, na média, retornos melhores que empresas que o possuem.

3 METODOLOGIA

O objetivo central deste estudo está em realizar a comparação das rentabilidades de mercado de empresas com e sem goodwill registrados em suas demonstrações financeiras. O estudo analisou os dados de empresas num determinado período por meio do retorno de mercado obtido por elas. Para isso, foi calculado o retorno médio de cada firma dado pelo seu valor de mercado, período a período.

E, para que se tenha uma visão geral acerca da performance comparada das empresas, usou-se o cálculo da média aritmética simples de todos os valores observados, os quais foram separados em dois grandes grupos: “1” e “0”, representando empresas com e sem goodwill

registrados, respectivamente.

Entretanto, para se saber se a possível diferença obtida nas médias é estatisticamente significativa, recorreu-se ao teste estatístico de médias (*teste-t*).

3.1 População e amostra

A escolha da população foi feita com o auxílio da base denominada *Compustat North America*, a qual possui todas as empresas de capital aberto com ações negociadas nas bolsas dos EUA e Canadá, para os anos de 2010 a 2020. Não foi necessário realizar nenhum ajuste na base de dados, uma vez que somente foram utilizadas informações acerca da presença ou não de goodwill registrado, bem como do retorno obtido pelas empresas.

Destaque-se, no entanto, que, devido ao cálculo do retorno, que utiliza valores das ações de dois anos subsequentes para obtenção de um valor médio, as estimativas puderam ser obtidas apenas a partir de 2011 em relação a 2010.

Dessa forma, a amostra foi constituída por 56.888 observações acerca dos retornos médios, das quais 24.819 pertencem ao grupo “0” e 32.069 ao “1”.

3.2 Medidas de análise

3.2.1 Rentabilidade de mercado

Dentre as principais formas de se medir o quão rentável é uma entidade pode-se citar os métodos contábil e de mercado.

No primeiro caso, a contabilidade faz uso dos seus sistemas de informações para obter dados que a permitam construir indicadores que prevejam a situação financeira de determinada entidade. Tais dados, produzidos a priori por meio de métodos contábeis e apresentados por meio de diversas demonstrações, são informações passadas com as quais se deseja obter uma projeção de rentabilidade (DE CARVALHO et. al, 2010).

A aferição da rentabilidade de mercado está intimamente ligada à precificação de ações,

ou seja, é o valor que se espera como retorno de determinada entidade a partir de investimentos realizados nela. Assim, de maneira mais técnica, tem-se que “o valor de uma ação de uma empresa pode ser considerado [...] como o valor atualizado dos fluxos de caixa obtidos por essa ação” (GORDON apud RODRÍGUEZ e NICKEL, p. 07, 2004, tradução nossa). Nesse caso, percebe-se que para conhecer a rentabilidade de mercado são determinados os fluxos de caixa futuros, os quais são atualizados para se conhecer seu valor na data atual.

Por fim, vê-se como uma das principais diferenças entre os métodos citados a temporalidade: enquanto a rentabilidade do ponto de vista contábil utiliza valores de referências passados, a rentabilidade de mercado olha para o futuro. Por conta disso, optou-se neste estudo pela lógica de mercado, uma vez que nela já está presente a rentabilidade do ponto de vista contábil, ou seja, se a rentabilidade contábil não estiver correta a de mercado ajustará. Sendo que, para o estudo proposto, utilizou-se os valores de mercado das firmas.

Desse modo, como forma de aferir a rentabilidade obtida pelas entidades a cada ano realizou-se o seguinte cálculo:

$$R_{it} = \frac{Vm_{it} - Vm_{it-1}}{Vm_{it-1}}$$

Sendo:

R_{it} : retorno de mercado da empresa i, no ano t;

Vm_{it} : valor de mercado da empresa i, no fim do ano t;

Vm_{it-1} : valor de mercado da empresa i, no fim do ano t-1.

Destaque-se que o retorno de mercado foi calculado utilizando-se como parâmetro o valor de mercado das corporações analisadas. Essa escolha se justifica pelo fato de o valor de mercado considerar os possíveis *splits*² de ação ocorridos.

2 Termo utilizado para referir-se aos desdobramentos de ações.

3.3.2 Média aritmética simples

A obtenção das médias tem o objetivo de medir o quão rentável são as empresas pertencentes aos grupos “0” e “1”. Para isso realizou-se o seguinte cálculo para cada um dos grupos e seus respectivos retornos:

$$A = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n Rit$$

Sendo:

A : média aritmética dos retornos dos grupos

n : número de valores

R_{it} : retornos médios de cada entidade

3.3.3 Teste de médias

São variadas as técnicas que podem ser utilizadas para a comparação de médias, dentre as quais optou-se, neste estudo, pelo uso do *teste-t*. Essa comparação visa constatar se há diferença significativa entre os valores observados nos grupos.

O valor obtido em t tem relação direta com o tamanho da diferença entre as médias. Assim, quanto maior for a estimativa, maior será a representatividade da diferença entre os valores analisados. Conceitualmente, o valor de t representa a quantidade de desvios padrões em relação à média zero, numa distribuição t de student padronizada.

A interpretação do valor obtido em t pode ser realizada com o auxílio da estimativa denominada *p-value*. As duas medidas possuem relação inversa: quanto maior o cômputo observado em t , menor será o resultado do *p-value*.

Numa breve explanação acerca da ferramenta, vê-se que o *p-value* representa a probabilidade de que a estatística do teste assuma um valor extremo em relação ao valor observado no caso de a hipótese nula ser verdadeira. Em outras palavras, quanto menor a estimativa do *p-value*, mais significativa será a diferença observada na análise e maior será a probabilidade de que a hipótese nula seja rejeitada. Para se saber o quantum dessa medida,

deve-se observar a magnitude do valor de t .

Por fim, saliente-se que o nível de significância é o critério utilizado para se medir o quão pequeno é o p -value.

3.4 Hipóteses

A realização de operações de fusão e aquisição decorre da expectativa de obter ganhos de sinergia pela nova configuração adotada. No entanto, não é possível afirmar que tal ação irá gerar melhores resultados em todos os casos, devido às possíveis ocorrências de falhas nas operações.

Desse modo, é necessário que sejam realizados testes empíricos com o fim de avaliar qual a tendência dos resultados. Para isso formulou-se a seguinte hipótese a ser testada:

$$H_1: \bar{R}_{sg} > \bar{R}_{cg}$$

Sendo:

H_1 : Hipótese alternativa;

\bar{R}_{sg} : Retorno médio das empresas sem goodwill adquirido.

\bar{R}_{cg} : Retorno médio das empresas com goodwill adquirido.

4 RESULTADOS

4.1 Estatística descritiva

Primeiramente, pode-se expor a tabela 1, que contém as estatísticas descritivas acerca do retorno obtido pelas empresas com e sem goodwill:

Tabela 1: Estatística descritiva dos retornos dos grupos “0” e “1”.

Grupos	Observações	Média	Desvio Padrão
--------	-------------	-------	---------------

0	24.819	1,0839089	1,863212
1	32.069	1,030672	1,596787

Fonte: elaborada pelo autor.

Inicialmente, pode-se realizar breve discussão acerca dos resultados apresentados, dando destaque à discrepância observada entre os valores dos grupos.

Esses resultados, sobretudo, a média dos retornos nos dois casos, num primeiro momento, fornecem evidências acerca do melhor desempenho de empresas não participantes de operações de fusão e aquisição, as quais pertencem ao grupo “0”. Entretanto, devido à variabilidade dos dados, eles devem ser testados para se saber se a diferença encontrada entre os dois grupos é estatisticamente significativa.

4.2 Teste da hipótese

Com o fim de se conhecer a importância da diferença entre as médias observadas procedeu-se à realização do teste t com os resultados dispostos na tabela seguinte:

Tabela 2: t teste aplicado para duas amostras com variâncias diferentes.

Grupo	Obs.	Média	Erro Padrão	Desvio Padrão	Intervalo de Confiança 95%	
0	24.819	1,0839089	0,0118269	1,863212	1,815907	1,86227
1	32.069	1,030672	0,0089167	1,596787	1,368869	1,397865
Combinados	56.888	1,383367	0,0073969	1,764251	0,7793861	0,8374479
Diferença		0,808417	0,0148116			

Fonte: elaborada pelo autor.

O teste aplicado resultou na seguinte estimativa: $t = 54,5801$

Foram obtidas as seguintes medidas no teste da hipótese alternativa, sabendo que Diferença = média (0) – média (1):

- H_0 : Diferença = 0
- H_a : Diferença < 0
Pr (T < t) = 1,0000
- H_a : Diferença != 0
Pr (|T| > |t|) = 0,0000
- H_a : Diferença > 0
Pr(T > t) = 0,0000

Como já observado, a média dos retornos, calculada para o grupo de empresas que não realizaram operações de fusão e aquisição foi superior à do grupo que as realizaram. Isso, a princípio, revela que a rentabilidade das empresas que não possuem goodwill registrado em seus demonstrativos têm alcançado resultados melhores.

Esses valores, submetidos a realização do teste de médias apresentaram como resultado a seguinte estimativa: $t = 54,5801$.

Isso revela que a estatística t real do teste está a 54,5801 desvios padrões em relação ao ponto central da distribuição. Para se ter ideia da sua magnitude será usado, para 1% de significância no caso deste estudo, o valor de $t = 3$ desvios padrões em relação à média como limite para igualdade de médias. Assim, constata-se que a diferença está distante a mais de 18 vezes do valor de referência utilizado.

Desse modo, observa-se que o valor obtido em t foi elevadíssimo, o que possibilita a constatação de que a diferença entre as médias também é muito grande, mostrando a relevância que há no maior retorno visto em empresas não participantes de reorganizações societárias.

O teste também possibilitou a análise das hipóteses alternativas (H_a) acerca da relação entre as médias por meio do p -value. A primeira delas afirma que a diferença entre as duas médias seria menor que 0. Essa condição foi totalmente descartada. A estimativa apresentada pelo teste, que mostra um p -value de 1,0000 é evidência da rejeição.

As outras duas hipóteses testadas, as quais mostram diferença existente entre as médias e que essa diferença é maior que 0 foram aceitas conforme o p -value observado. Vê-se que a estimativa apresentou um valor muito pequeno e próximo de 0 a um nível de significância de 1%, com folga. Isso, então, direciona o teste para a aceitação das hipóteses de diferença significativa entre os retornos.

A importância observada na diferença entre as médias dos retornos dos grupos “0” e “1” revela o melhor desempenho obtido por empresas que não participaram de operações de fusão e aquisição. A diferença entre as médias, muito representativa em termos percentuais,

mostra a maior rentabilidade que estão tendo empresas que não participam de reorganizações societárias.

Com isso, vê-se que operações de fusão e aquisição, apesar de possuírem tamanho destaque no âmbito societário como forma de rápido crescimento e ganho de competitividade, podem não ser a opção mais vantajosa. Os resultados menos significativos de empresas participantes dessas transações podem estar ligados aos altos custos e riscos envolvidos, tais como a não adaptação ou adaptação tardia da instituição como um todo e mais especificamente dos funcionários à nova configuração gerada.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A vasta literatura acerca do tema tratado neste trabalho, bem como o crescente número de transações de fusão e aquisição ao longo dos anos, junto a tendência de aumento mostra a relevância do assunto, tanto no meio societário como na academia. O atendimento ao objetivo deste estudo, qual seja, a realização da comparação das rentabilidades de mercado de empresas com e sem goodwill, traz evidências empíricas acerca do impacto da realização de operações de reorganização societária nos retornos dados pelas empresas.

Vê-se que, comumente, o cenário esperado, nesse caso, seria a obtenção de vantagens competitivas, ganhos de sinergia, economia de escala e outros aspectos pelas empresas que realizam fusões e aquisições. Ao contrário, aquelas que não realizam não teriam grandes impactos em seus resultados. No entanto, as contatações levantadas na seção anterior, mostram uma situação diferente, na qual foram detectadas diferenças significativas nas médias dos retornos das empresas dos dois grupos, das quais as empresas que não possuem goodwill adquirido apresentaram desempenho melhor.

Esse achado revela que investimentos por corporações em operações de fusão e aquisição pode não ser a melhor alternativa para a obtenção de destaque no cenário econômico. Essas transações envolvem muitos custos, dentre os quais o financeiro ganha destaque, chegando muitas vezes a acordos bilionários. Assim, diante dos altos dispêndios e dos retornos

menos significativos se comparado ao mercado, em geral, chega-se ao questionamento sobre o real ganho que se tem ao realizar operações de fusão e aquisição.

Em relação a investidores, vê-se que os resultados deste estudo podem também ajudá-los na escolha das melhores estratégias para aplicação dos seus recursos, ou seja, aquelas que proporcionem maiores retornos.

Como possíveis limitações pode-se relacionar o elevado número de empresas objeto da análise. Apesar de proporcionar maior contundência aos dados gerados é um aspecto, que, em certa medida, dificulta o manejo dos valores, tais como a realização de limpezas, verificações, dentre outros aspectos.

Outra limitação, ainda em relação a amostra utilizada, seria em relação a setorialidade das empresas analisadas, as quais são variadas. Tal limitação estaria no sentido dos diferentes contextos observados em cada cenário, o que poderia gerar resultados diferentes, se analisados isoladamente.

Por fim, cite-se como sugestão de pesquisas futuras a análise mais específica dos retornos gerados aos acionistas por empresas que realizaram operações de fusão e aquisição em comparação com aquelas que não o fizeram para se conhecer os reais motivos das discrepâncias observadas. Há, ainda, a possibilidade de se realizar pesquisas que considerem o contexto econômico de cada setor em relação à reorganizações societárias para saber qual a realidade de cada um e se há a mesma tendência de retornos para todos os casos.

REFERÊNCIAS

ARIKAN, Asli M.. Does it pay-off to capture intangible assets through mergers and acquisitions?. **Academy of Management**, Columbus, vol. 2002, n. 1, ago 2002. Disponível em: <https://journals.aom.org/doi/pdf/10.5465/apbpp.2002.7516539>. Acesso em: 23 de julho de 2021.

BALLVE, Ladislao P. D.. **El p valor. Desde su nacimiento hasta la utilización actual**. Buenos Aires, AR: GAPIH, 2015. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/311425344_El_p_valor_Desde_su_nacimiento_hasta_la_utilizacion_actual. Acesso em: 29 de setembro de 2021.

BRANDÃO, Hugo P. *et. al.* Gestão de Pessoas como Fator Crítico de Sucesso em Fusões e Aquisições: o Caso da Incorporação do Banco Nossa Caixa pelo Banco do Brasil. **Proceedings of XXXVI Encontro da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração - 36th EnANPAD**, Rio de Janeiro, Brasil: ANPAD, 2012. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2374886. Acesso em: 23 de julho de 2021.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 23 de julho de 2021.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Brasília, DF: Presidência da República, 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm. Acesso em: 23 de julho de 2021.

DAMODARAN, Aswath. The Value of Synergy. **Stern School of Business**, New York University (NYU), New York, 2005. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=841486. Acesso em: 23 de julho de 2021.

DE CARVALHO, Flávio I. *et. al.* Identificação de indicadores contábeis relevantes para previsão e projeção de rentabilidade. **Revista de educação e pesquisa em contabilidade**, Academia Brasileira de Ciências Contábeis, Brasília, Brasil, vol. 4, n. 3, p. 94-110, set/dez 2010. Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=441642771006>. Acesso em: 28 de julho de 2021.

LUSTOSA, Paulo R. B.; OLIVEIRA, Kleber V. de. **Uma Nova Abordagem para o Goodwill Contábil**. Brasília, 2018. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/336473066_Uma_Nova_Abordagem_para_o_Goodwill_Contabil/citations. Acesso em: 20 de julho de 2021.

MATIAS, Alberto B.; PASIN, Rodrigo M.. A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições. **Revista de Administração**, São Paulo v. 36, n.1, p. 5-13, jan/mar 2001. Disponível em: <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/v36n1p5a13.pdf>. Acesso em: 23 de julho de 2021.

NEY, Eduardo C. M.. **Sinergias em processos de fusão e aquisição: análise de ganhos de escala em custos e despesas no setor de alimentos e bebidas nos Estados Unidos**. Fundação Getúlio Vargas (FGV), Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo, 2021. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/30256/TA%20Eduardo%20Chukr.pdf?sequence=3&isAllowed=y>. Acesso em: 23 de julho de 2021.

OLIVEIRA, Andréia F. G.. Testes estatísticos para comparação de médias. **Revista Eletrônica Nutritime**, v. 5, n. 6, p. 777-788, nov/dez 2008. Disponível em: http://www.nutritime.com.br/arquivos_internos/artigos/076V5N6P777_788_NOV2008_.pdf. Acesso em: 27 de setembro de 2021.

PATROCÍNIO, M. R.; KAYO, E. K.; KIMURA, H. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. **Revista de Administração**, [S.l.], v. 42, n. 2, p. 205-215, 2007. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rausp/article/view/44436/48056>. Acesso em: 23 de julho de 2021.

PWC. **Fusões e Aquisições no Brasil – Março 2021**. PricewaterhouseCoopers, 2021. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2021/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-marco-21.html>. Acesso em: 02 de outubro de 2021.

PWC. **Tendências globais da indústria de fusões e aquisições: atualização de meados do ano de 2021**. PricewaterhouseCoopers, 2021. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-transacoes-deals/2021/tendencias-globais-da-industria-de-fusoes-e-aquisicoes-atualizacao-de-meados-do-ano-de-2021.html>. Acesso em: 02 de outubro de 2021.

RODRÍGUEZ, M. C.; NICKEL, M. N.. El impacto de la relación negativa entre rentabilidad y riesgo medidos contablemente en la rentabilidad de mercado. **Revista de contabilidad**, [S.l.], v. 7, n. 13, p. 113-136, jul/dec 2004. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/41394631_El_Impacto_de_la_Relacion_Negativa_entre_Rentabilidad_y_Riesgo_Medidos_Contablemente_en_la_Rentabilidad_de_Mercado. Acesso em: 28 de julho de 2021.

THE ECONOMIST. **How mergers go wrong: It is important to learn the lessons from the failures and success of past mergers**. Disponível em: <http://www.economist.com/node/6288>. Acesso em: 02 de outubro de 2021.

VEIGA, Marcelo g.. Fusões, incorporações e cisões nos agronegócios: uma introdução. **Direito do agronegócio**. 2^a ed. ampl.: Belo Horizonte: Fórum, 2011. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2264567>. Acesso em: 23 de julho de 2021.