

TEORIA DA AGÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM ESTUDO DE EVENTO EM FUSÕES E AQUISIÇÕES DE 2000 A 2012

Piter August Kriek

Trainee na Bayer S.A.
Graduado em Administração de Empresas pela FEA/USP.
piter.kriek@gmail.com

Eduardo Kazuo Kayo, FEA

Professor de Administração de Empresas da FEA/USP.
Livre-Docente pela FEA/USP.
kayo@usp.br

Agency Theory and Corporate Governance: An Event Study on Mergers and Acquisitions 2000-2012

This study analyzes the agency theory in cases of merger and acquisition (M&A) in the Brazilian market, focusing on the level of corporate governance of listed companies. We seek to understand how the abnormal returns of firms vary according to the corporate governance mechanisms adopted by companies, hence we perform an event study with cases of M&As from 2000 to 2012 with companies listed on Bovespa index, comparing two extreme groups: the low level of corporate governance (Traditional) and high level of corporate governance (Novo Mercado). The results show that firms with higher level of corporate governance exhibit abnormal returns greater than companies with the lowest level of corporate governance in a statistically significant way, thus supporting the hypothesis that corporate governance has a positive effect on returns in cases of mergers and acquisitions.

Keyword: Mergers and acquisitions, Corporate Governance, Agency Theory

Teoria da Agência e Governança Corporativa: Um Estudo de Evento em Fusões e Aquisições de 2000 a 2012

Neste estudo busca-se entender de forma mais profunda os efeitos da teoria da agência nos casos de fusão e aquisição no mercado brasileiro, tendo como variável o nível de governança corporativa das empresas. O objetivo era entender como os retornos anormais das empresas variam de acordo com os mecanismos de governança corporativa os quais as companhias lançam mão. Para tanto foi realizado um estudo de evento com os casos de fusão e aquisição de 2000 a 2012 tendo em conta as empresas listadas no índice Ibovespa e comparando dois subgrupos extremos: o de baixo nível de governança corporativa (Tradicional) e alto nível de governança corporativa (Novo Mercado). Este estudo gerou resultados que evidenciam que empresas com maior nível de governança corporativa geral retornos anormais maiores que empresas com menor nível de governança corporativa, de forma estatisticamente significantes, corroborando com a hipótese que governança corporativa tem efeitos positivos nos retornos em casos de fusão e aquisição.

Palavras-chave: Fusão e Aquisição, Governança Corporativa, Teoria da Agência.

1 INTRODUÇÃO

As fusões e aquisições se tornaram mais comuns conforme o mercado foi amadurecendo, especialmente se olharmos o mercado brasileiro. No entanto não é certo que todos os casos de fusão e aquisição são necessariamente impulsionados por decisões totalmente respaldadas pelo melhor interesse do acionista. Pelo contrário, muitos estudos apontam que em muitos casos a fusão ou aquisição é feita tendo em conta o que é melhor para os administradores, configurando dessa forma um conflito de agência.

Desta maneira, este estudo tem como objetivo entender melhor como valor pode ser gerado nos casos de fusões e aquisições, e como a teoria da agência pode ser apontada como fator importante de influência na geração ou destruição de valor para uma companhia.

Esta análise será feita por meio da observação dos retornos dos preços das ações nos dias perto do anúncio do evento, tendo como variável o nível de governança corporativa em que a empresa se enquadra dentro dos disponíveis da bolsa de valores de São Paulo, Ibovespa.

2 REVISÃO TEÓRICA

2.1 Determinantes da criação de valor em fusões e aquisições

Inicialmente buscamos entender quais são os motivos os quais levam a empresa adquirente a se aventurar na aquisição de outra empresa. Três motivos são tidos como principais e foram mais bem detalhados na literatura: sinergia, *hubris* e agência (BERKOVITCH e NARAYANAN, 1993; SETH, SONG e PETTIT, 2000).

2.2 Sinergia

De acordo com Seth (1990, p. 432), a sinergia existe caso o valor da entidade combinada seja maior que o valor das duas empresas combinantes. No artigo são propostas duas principais fontes de criação de valor na combinação de suas empresas: mudanças estratégicas na entidade combinada ou pelo simples fato da combinação.

No primeiro caso, a motivação para a mudança em decisões operacionais pode estar ligada a econômicas de custo provindas de economias de escopo (Panzar e Willig, 1981 *apud* Seth, 1990, p.434), economias de escala ou ainda melhoramento de técnicas de gerenciamento (Chandler, 1962; Williamson, 1981 *apud* Seth, 1990, p.434). O caso de decisões de financiamento é baseado no argumento de *coinsurance* (LEWELLEN, 1971 e HIGGINS e CHALL, 1975 *apud* SETH, 1990).

Por fim outro motivo que podemos ter na criação de valor está relacionado à diversificação financeira. Se a combinação das empresas ocorrer sem nenhum tipo de modificação na estratégia, a combinação frente ao custo informacional (LINTNER, 1971 *apud* SETH, 1990) ou ainda à indivisibilidade de ativos financeiros (LEVY e SARNAT, 1970 *apud* SETH, 1990) podem reduzir o retorno requerido sem afetar o fluxo de caixa esperado.

2.2.1 Hubris

A hipótese de *hubris* é descrita por Roll (1986), cujo artigo defende que ganhos em aquisições podem ter sido superestimados, isso se sequer existem. O autor sugere que as aquisições são motivadas por erros de avaliação dos gerentes e que não existem ganhos de sinergia. Se o ganho com sinergia é zero, qualquer pagamento pelo alvo significa uma transferência entre a empresa alvo e a empresa adquirente.

Nos casos de aquisições, o autor considera que o a avaliação da empresa-alvo é uma variável aleatória, cuja média é o atual preço de mercado da empresa. Se a avaliação excede a média, uma oferta é feita, afinal o acionista jamais venderia sua empresa por um preço menor que esse. Dessa forma ofertas são observadas somente quando a avaliação é alta e por isso não temos exemplos que quando o resultado de uma avaliação está situada na cauda direita da distribuição.

2.2.2 Agência

Segundo Amihud e Lev (1981, p.615), os rendimentos do trabalho estão intimamente relacionados com o desempenho da empresa, dessa maneira, o risco da gerência é muito similar ao da empresa. Como esse risco o qual os gerentes estão sujeitos não é facilmente diversificável nos seus portfólios pessoais, gerentes avessos ao risco podem lançar mão de fusões e aquisições, pois o risco é diminuído já que a renda da empresa geralmente se estabiliza e evita os efeitos que a falência incorre nos gerentes.

Jensen (1986) aponta também o uso do fluxo de caixa livre para aumentar o tamanho da empresa. Gerentes possuem incentivos para aumentar o tamanho da empresa além do tamanho ótimo, o que está associado com o aumento do poder dos gerentes. Também está associado com aumento na compensação dos gerentes uma vez que tais mudanças estão positivamente relacionadas com o aumento das vendas.

Outros autores trabalham com outros motivos que levam a divergência de interesses entre as partes no relacionamento de agência. Shleifer e Vishny (1989) apontam a aquisição de ativos que aumentam a dependência da empresa em relação à gerência. Segundo os autores, o gerente tem incentivo para investir em recursos da empresa em ativos cujo valor é maior sob a sua supervisão do que sobre a direção de qualquer outro gerente.

2.3 Teoria da agência

A teoria da agência teve início quando economistas procuravam explorar o compartilhamento de riscos entre indivíduos e grupos, surgindo dessa literatura um problema relacionado ao fato de partes em um relacionamento de cooperação poderem tomar diferentes atitudes em relação ao risco.

Em 1976 Jensen e Meckling ampliaram a literatura existente englobando o problema de agência relacionado a diferença de objetivos e a divisão de trabalho em um relacionamento cooperativo. A teoria da agência visa entender o relacionamento no qual uma ou mais pessoas – o principal – delega trabalho a outra pessoa – o agente – em seu nome.

Porém nas relações principal-agente podem surgir dificuldades – os problemas ou conflitos de agência, pois os interesses de ambas as partes diferem (BEZANKO, 2006). O objetivo do principal é maximizar a diferença entre o valor do retorno pelas ações do agente e qualquer pagamento que faça ao agente. Em contrapartida o agente tem maior preocupação com o valor recebido pela participação na relação de agência menos qualquer custo que incorra. Nos relacionamentos de agência são dois os problemas que podem ocorrer.

O primeiro acontece em casos em que o principal e o agente tem interesses conflitantes e é caro ou difícil para o principal verificar as ações do agente, assim o principal simplesmente não consegue verificar se o agente se comportou adequadamente. O segundo problema surge da situação em que principal e agente tem diferentes atitudes em relação ao risco, podendo as ações serem diferentes de acordo com as suas respectivas preferências em relação ao risco.

Contudo a teoria da agência trabalhe basicamente o mesmo problema, há diferenças básicas nas abordagens de diferentes autores, podendo ser divididas em duas principais correntes: positivista e principal-agente (JENSEN, 1983).

A corrente positivista da teoria da agência visa identificar situações em que o principal e o agente são mais propensos e possuem objetivos conflituosos e então propõe mecanismos de governança os quais limitam o comportamento egoísta do agente (EISENHARDT, 1989). A literatura positivista tende a ser mais menos matemática e mais empírica.

A corrente principal-agente concentra-se na concepção de uma teoria genérica do relacionamento entre principal e agente. Em contraste com a teoria positivista, a literatura principal-agente é geralmente matemática e não-empírica (JENSEN, 1983). Jensen (1983) ainda pontua que a literatura da corrente principal-agente é focada nos efeitos de três fatores nos contratos entre as partes: a estrutura das preferências das partes nos contratos, a natureza da incerteza e a estrutura informacional do ambiente.

2.3.1 Custos de agência

Se considerarmos que ambas as partes em um relacionamento de agência são maximizadores de utilidade, temos razão para acreditar que nem sempre o agente tomará decisões levando em conta o interesse do principal. Assim sendo, o principal pode tomar ações para reduzir os conflitos.

Jensen e Meckling (1976) definem custos de agência como a soma de:

- Custo de monitoramento do agente,
- “*Bonding costs*”,
- Perda residual.

Os custos de agência podem ser de duas formas: custos de agência do capital próprio e custos de agência do capital de terceiros.

2.4 Evidências empíricas

Nesse tópico revisaremos evidências empíricas dos efeitos da teoria da agência na criação de valor em fusões e aquisições. Foi desenvolvida uma série de artigos ao longo dos anos, contudo alguns se destacam pelos resultados apresentados.

O estudo feito por Amihud e Lev (1981) foi um dos primeiros estudos a serem feitos e explorava evidências para responder por que as empresas se envolvem em fusões. Esses autores trabalharam mais especificamente o efeito da diversificação nas fusões.

Ao encontro do proposto por Jensen e Meckling (1976), os autores encontraram evidências que existem conflitos de agência. Os autores descobriram que empresas controladas pelos gerentes são mais propensas a se envolverem em aquisições do que empresas controladas pelos donos. Também foi apontada evidência que as operações de empresas controladas pelos gerentes são mais diversificadas que o segundo grupo.

Outro estudo realizado por Morck, Shleifer e Vishny (1990) busca entender melhor os motivos pelos quais empresas se aventuram em aquisições, analisando dois aspectos principais: compra de crescimento e diversificação. Em relação a diversificação, o mercado parece punir aquisições em mercados não relacionados, contudo somente nas realizadas nos anos 80. Os autores também encontraram evidências que suportam o argumento que a compra de crescimento não é a melhor ação para os acionistas de empresas adquirentes.

Evidências que suportam a teoria da agência foram descobertas por Argawal e Mandelker (1987) em um estudo que envolveu 209 empresas. Observando a relação entre a participação acionária dos gerentes e mudanças no risco da empresa, a evidência suporta que a posse de ações pelos gerentes os induzem a realizar decisões de investimento que são do interesse do acionista. Este resultado é consistente com as evidências de Amihud e Lev (1981).

Já para a relação entre a participação acionária dos gerentes e a alavancagem financeira da empresa, a evidência vai ao encontro da hipótese que a participação acionária do gerente tende a reduzir os problemas de agência entre gerente e acionistas, pelo menos no que diz respeito às decisões financeiras.

Outros estudos buscam uma comprovação empírica da influência do nível de governança corporativa nos casos de fusão e aquisição. No estudo conduzido por Wang e Xie (2009), os autores buscam evidência dos benefícios da mudança do controle corporativo nos casos de fusão e aquisição.

A principal hipótese do artigo é que no caso de uma fusão ou aquisição, a qual é acompanhada por uma mudança no controle, os direitos dos acionistas da adquirente se aplicará a nova companhia. Wang e Xie (2009) examinaram o desempenho operacional da empresa combinada antes e depois da aquisição. As evidências apontam que a diferença no nível de governança corporativa tem impacto significativo e positivo na performance operacional da empresa após a mudança do controle.

Em um estudo correlato, Ben-Amar e André (2006) fizeram um estudo parecido, contudo focando no mercado canadense. Os autores partem de evidências empíricas muito parecidas com a deste estudo, as quais levam a crer que as empresas alvo são as maiores beneficiárias de ganhos em fusões e aquisições, enquanto as empresas adquiridas não tem nenhum retorno ou até mesmo retornos negativos.

O estudo mostra que os retornos anormais das empresas adquirentes canadenses são positivos no período de 1998 a 2002. Os retornos anormais são maiores para empresas que possuem controle familiar, ou seja, não há evidência que a separação entre propriedade e controle tem impacto negativo no desempenho.

3 METODOLOGIA

3.1 Problema de pesquisa e hipóteses

Como vimos no levantamento teórico anterior, há evidências do impacto da teoria da agência na criação de valor da empresa no evento de uma fusão ou aquisição. Há evidências empíricas que apontam para direções opostas, no sentido de se uma empresa com maior nível de governança corporativa também apresentará maiores retornos, portanto minimizando os possíveis efeitos de um conflito de agência.

Este estudo busca entender com maior profundidade se níveis diferenciados de governança corporativa exercem efeito importante sobre a criação de valor nas empresas. Dessa forma busca-se responder as seguintes hipóteses:

Hipótese 1: Os retornos anormais das companhias com alto nível de governança corporativa (Novo Mercado) são maiores que os retornos anormais das companhias com baixo nível de governança (Tradicional).

Hipótese 2: Não existe diferença de médias de retornos anormais acumulados entre as aquisições feitas por companhias com alto nível de governança corporativa (Novo Mercado) e baixo nível de governança corporativa (Tradicional).

3.2 Operacionalização do estudo de evento

Para os fins desse estudo será realizado um estudo de evento, com o intuito de observar as variações dos preços das ações e correlacioná-las com a teoria da agência. Segundo Camargos e Barbosa (2003, p. 1), um estudo de evento “consiste na análise do efeito de informações específicas de determinadas firmas sobre os preços de suas ações”.

Para os fins desse trabalho foi definido como evento a data oficial de anúncio de uma fusão e aquisição pela empresa. Esses dados foram obtidos de fontes públicas de empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa e foram coletados a partir dos Fatos Relevantes os quais estas companhias devem

publicar obrigatoriamente em casos de fusão e aquisição. Em relação à janela do evento, foi definido um período de 20 dias antes e depois da data zero.

Para a seleção das empresas, foram escolhidas as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, BM&FBovespa. Contudo foi feito mais um filtro ainda, selecionando somente as empresa que fazem parte da carteira do Ibovespa, devido ao fato dessas empresas possuírem maior liquidez. A tabela 3-1 discrimina as empresas selecionadas para a análise a ser feita nesse estudo.

Dentre o rol de empresas apresentadas acima foi feito uma pesquisa detalhada para encontrar os dados públicos de Fusão e Aquisição publicados pelas empresas. Para tanto o site da Comissão de Valores Mobiliários foi usado como fonte única e primária, já que nele estão disponíveis os Fatos Relevantes divulgados pelas empresas listadas na bolsa.

A pesquisa abrangeu o período de 12 anos, a partir do dia 01 de janeiro de 2000 até o dia 30 de julho de 2012, período este que resultou em 166 eventos dentre as empresas escolhidas. Destes eventos, 12 foram desconsiderados para os fins da análise devido à falta de dados de negociação da empresa na janela do evento. Ao final foram analisados 154 eventos. Os dados históricos das empresas foram obtidos de uma fonte principal: o site ComDinheiro, site gratuito para estudantes e mantido pelo Professor e Doutor Rafael Paschoarelli Veiga, professor de Finanças da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA – USP).

Tabela 0-1 - Empresas do índice Ibovespa

Empresa	Ticker	Empresa	Ticker
América Latina Logística	ALLL3	Hering	HGTX3
Ambev	AMBV4	Hypermarcas	HYPE3
Banco do Brasil	BBAS3	Itaúsa	ITSA4
Bradesco	BBDC4	Itaú Unibanco	ITUB4
Brookfield	BISA3	JBS	JBSS3
Bradespar	BRAP4	Lojas Americanas	LAME4
BRFoods	BRFS3	Lojas Renner	LREN3
Braskem	BRKM5	MMX	MMXM3
BR Malls	BRML3	Marfrig	MRFG3
BM&FBovespa	BVMF3	MRV	MRVE3
CCR	CCRO3	Natura	NATU3
Cielo	CIEL3	OGX	OGXP3
Cemig	CMIG4	Oi	OIBR4
Souza Cruz	CRUZ3	PDG	PDGR3
Cosan	CSAN3	Petrobras	PETR3
CSN	CSNA3	Petrobras	PETR4
CETIP	CTIP3	Localiza	RENT3
Cyrela	CYRE3	Rossi Residencial	RSID3
DASA	DASA3	Santander	SANB11
Eletropaulo	ELPL4	Suzano	SUZB5
Fibria	FIBR3	Tim	TIMP3
Gafisa	GFS3	Usiminas	USIM5
Gerdau	GGBR4	Vale	VALE3
Gerdau	GOAU4	Vale	VALE5
Gol	GOLL4	Vivo	VIVT4

Composição do índice Ibovespa do dia 08/10/2012.

Fonte: Site da BM&FBovespa

As empresas selecionadas foram classificadas de acordo com o grau de governança corporativa o qual estão classificadas na bolsa de valores de São Paulo. A seguir são apresentados os níveis de governança corporativa, do mais alto ao mais baixo: Novo Mercado, Nível 2, Nível 1, Bovespa Mais e Tradicional. Abaixo segue uma descrição mais detalhada dos dois grupos estudados.

- **Novo Mercado**

O Novo Mercado é o segmento que possui o padrão mais rigoroso de Governança Corporativa. As empresas listadas nesse segmento somente podem emitir ações ordinárias, ou seja, que possuem direito a voto. Em relação a outros mecanismos, há a cláusula de *tag along* para 100% das ações em caso de venda do controle dos acionistas.

O Conselho de Administração dessas empresas deve ser composto minimamente por cinco membros. Outro comprometimento das empresas é em relação às ações em circulação (*free float*), que deve ser no mínimo de 25%. Em relação a divulgação de informações, os dados financeiros devem ser completos, compondo um rol de relatórios trimestrais e relatórios consolidados auditados independentemente.

- **Tradicional**

As empresas que são do mercado tradicional não seguem regras específicas, além das exigidas pela legislação.

Como variável adicional separamos as fusões e aquisições de acordo com a cronologia em dois momentos separados: pré e pós crise financeira. Desta forma podemos também analisar se em tempos de crise e de dificuldade, níveis elevados de governança corporativa podem ser determinantes para trazer maiores retornos para as empresas.

Para efeito desse estudo a data de corte da crise financeira é tida no dia da declaração da falência do banco Lehman Brothers, no dia 15 de setembro de 2008. Quando o quarto maior banco dos Estados Unidos declarou falência, foi um marco no mercado financeiro e hoje é considerado estopim para uma série de eventos que se desenrolaram depois e resultaram na maior crise financeira dos últimos tempos.

3.2.1 Retornos normais e anormais

O impacto do evento será medido pelo retorno anormal, o qual é definido como retorno esperado sem a condição de que o evento ocorra, enquanto o retorno anormal é definido como o retorno observado *ex-post* de um título menos o retorno normal da firma na janela do evento (CAMARGOS e BARBOSA, 2003). Com base nessa definição temos a seguinte fórmula:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}), \text{ onde } i \text{ é a firma e a } t \text{ é a data do evento.}$$

Segundo , Rostagno e Soares (2002 *apud* CAMARGOS e BARBOSA 2003), a forma mais adequada para calcular os retornos é a Logarítmica, já que esta forma de cálculo apresenta uma distribuição dos retornos mais próxima à distribuição normal. Assim sendo, foi escolhida essa forma para o cálculo dos retornos normais nesse estudo.

3.2.2 Procedimento de teste

Para o cálculo dos retornos anormais foi utilizado a técnica do Retorno Anormal Acumulado, ou CAR (*Cumulative Abnormal Return*), o qual pode ser expresso pela seguinte fórmula:

$$CAR i (t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$$

Contudo a determinação dos retornos normais necessita de um modelo estatístico consistente. Para este estudo foi escolhido o modelo de retornos ajustados ao mercado. Por se tratar de uma análise do mercado brasileiro, o índice de mercado escolhido foi o Ibovespa, o qual possui a maior liquidez no mercado interno e também possui a carteira mais diversificada do mercado brasileiro.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Retornos Anormais Acumulados

Antes de apresentar os resultados do estudo, a teoria apresenta alguns exemplos típicos da reação do mercado a certo evento. Em Ross, Westerfield e Jaffe (2009), apresenta-se a reação do mercado ao anúncio de um evento. No caso da eficiência fraca, o mercado incorpora a informação histórica dos preços passados. No caso de mercados com eficiência semiforte, os preços refletem toda a informação disponibilizada publicamente, além das informações históricas. Finalmente no caso da eficiência forte, o mercado reage a todos os tipos de informação, inclusive as privilegiadas.

Contudo Ross, Westerfield e Jaffe (2009) apontam também para casos de ineficiência de mercado, como quando o mercado demora para se ajustar às novas informações liberadas. No chamado efeito retardado o preço se ajusta parcialmente às novas informações e demora um tempo até que os preços incorporem totalmente a nova informação.

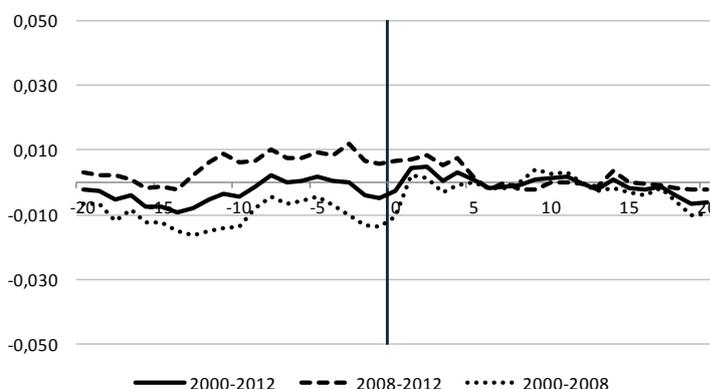
No gráfico 4-1 está o resultado compilado dos retornos anormais acumulados de todas as empresas no período de 2000 até 2012. A linha cheia representa todo o período, enquanto as linhas tracejadas apresentam os períodos pré e pós-crise financeira.

Percebe-se no resultado total que o mercado reage com certa rapidez ao evento, contudo não foi necessariamente imediato. A demora na assimilação do evento pode ser evidência do efeito retardado apontado por Ross, Westerfield e Jaffe (2009). O mercado leva um tempo para reagir ao evento, apesar de voltar a níveis históricos após certo período.

Esta evidência dos retornos anormais acumulados retornando a níveis anteriores vai ao encontro da teoria de *hubris*, a qual diz que os ganhos em fusões e aquisições não existem devido ao ganho com sinergia ser zero.

Se separarmos as análises antes e depois de 2008, observamos que os retornos antes do evento no período pré crise eram significativamente abaixo de zero, na verdade sendo sempre negativos. Contudo com o evento os retornos sofreram um grande salto e passaram a ficar em torno de uma base maior, perto da estabilidade. No entanto no período pós crise os resultados nos levam a conclusão que o mercado reagiu tardiamente ao anúncio do evento e levou a uma queda nos retornos justamente após o evento, trazendo também os resultados perto da estabilidade.

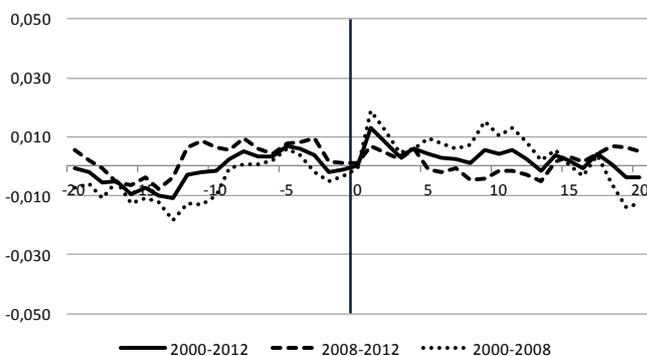
Gráfico 4-1 - CAR Total



Fonte: Elaborado pelo autor

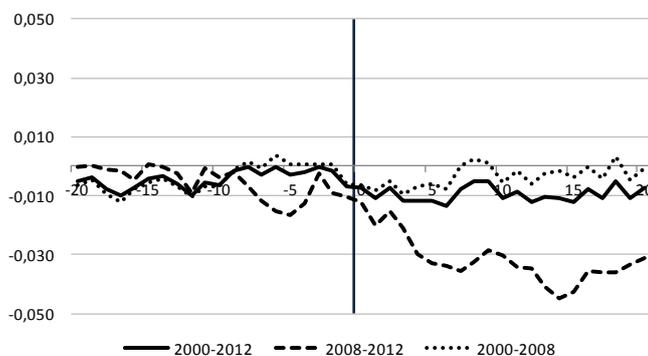
Para vermos o efeito do nível de governança corporativa nos retornos anormais acumulados, foi feita uma análise tendo em conta os níveis mais extremos de governança corporativa da amostra. Um subgrupo foi o Novo Mercado, o qual possui o maior nível de governança corporativa dentro da Ibovespa. O subgrupo de comparação é o de menor nível de governança corporativa, o Tradicional.

Gráfico 4-2 - CAR Novo Mercado



Fonte: Elaborado pelo autor

Gráfico 4-3 - CAR Tradicional



Fonte: Elaborado pelo autor

Comparando os resultados dos grupos Novo Mercado e do Tradicional, presentes nos gráficos 4-2 e 4-3 respectivamente, percebemos que o retorno anormal para as empresas do Novo Mercado foi significativamente superior às empresas do mercado Tradicional, o que vai ao encontro dos resultados encontrados por Wang e Xie (2009).

Se observarmos o comportamento das curvas nos momentos pré e pós crise para as empresas do Novo Mercado, percebemos que nos períodos antes da crise financeira de 2008, os retornos das fusões e aquisições eram mais expressivos e se mantinham em níveis significativos até cerca de 13 dias após o evento.

O resultado mais intrigante são os resultados negativos do mercado Tradicional no período após a crise. Os retornos anormais começam a cair ainda antes do evento em si, o que na verdade acontece até mesmo antes de 2008, e se mantém em níveis muito baixos nos 20 dias após o evento. Essa queda evidencia possíveis más decisões de investimento tomadas pelos gerentes mesmo em tempos de crise.

Já o efeito adiantado da queda dos retornos anormais é uma possível evidência de vazamento de informações ou até mesmo de informações privilegiadas em relação ao evento. Mais uma vez temos evidência da teoria de *hubris* (ROLL, 1986), a qual diz que em fusões e aquisições não há ganhos, senão perdas. Em ambos os casos apresentados nos gráficos, os retornos não mostram consistência no tempo. No caso do Novo Mercado, os retornos acumulados voltam a níveis perto de zero, enquanto no caso do mercado Tradicional os retornos anormais após o evento são insistentemente negativos e abaixo da média anterior ao anúncio do evento.

Os resultados aqui encontrados vão ao encontro dos descritos por Wang e Xie (2009), que mostram que níveis maiores de governança corporativa trazem efeito positivo sobre os retornos nos casos de fusões e aquisições. Os retornos anormais acumulados das empresas da amostra do Novo Mercado são significativamente maiores quando comparados com toda a amostra e principalmente quando comparados com os retornos das empresas do mercado Tradicional.

Além disso, os resultados vão de encontro aos de Ben-Amar e André (2006), os quais não mostraram nenhuma diferença importante entre empresas de propriedade familiar e as gerenciadas por profissionais. No Brasil os níveis de governança corporativa são ainda uma novidade e não é comum que empresas lancem mão de tais princípios logo no início, como uma regra de mercado. Talvez seja essa uma explicação da diferença entre os resultados encontrados aqui em relação aos apresentados no mercado canadense por Ben-Amar e André (2006).

Dessa forma, tendo em conta o que foi aventado na hipótese de número 1, encontramos neste estudo resultados os quais evidenciam a confirmação da hipótese, o que nos permite dizer que os retornos anormais acumulados são maiores para as empresas com um maior número de mecanismos de governança corporativa se comparadas a empresas com baixo nível de governança corporativa.

4.2 Variância

Com a análise a seguir buscamos refutar a hipótese que as médias dos retornos entre as empresas com alto nível de governança corporativa (Novo Mercado) e as de baixo nível (Tradicional) são iguais entre si.

No entanto em uma análise preliminar testa-se primeiramente se as médias dos retornos anormais são diferentes de zero. Se observarmos a tabela 4-1 com os resultados detalhados, podemos observar que no dia 1, ou seja, logo após o evento, o retorno anormal do preço da ação dá um salto positivo no total das empresas analisadas, com um ganho de cerca de 0,7% se considerarmos o período de 2000 a 2012. Esses resultados são estatisticamente significantes e diferentes de zero, com exceção do período pós-crise, o qual apresenta um ganho nulo para a empresa no dia 1.

Se partirmos para a mesma análise, mas focando nos grupos separadamente, vemos o mesmo tipo de resultado estatístico para as empresas do novo Mercado em relação aos retornos anormais do dia 1, contudo as empresas do grupo Tradicional não apresentam significância estatística dos resultados. Essa constatação traz em frente um ponto importante sobre a composição da amostra, uma vez que o número de eventos referentes ao Novo Mercado é muito superior ao número de eventos do mercado Tradicional.

Se observarmos os retornos anormais dos primeiros dois primeiros dias após o anúncio do evento, vemos um comportamento oposto dos retornos. Enquanto os retornos do Novo Mercado são positivos no dia 1 e negativos no dia 2, para o Tradicional os retornos anormais são negativos no primeiro dia e positivos no segundo dia, como podemos ver na Tabela 4-2.

Apesar do comportamento em direções contrárias, o retorno acumulado desses dois dias é muito diferente quando acumulados. No caso aqui estudado, o retorno para o Novo Mercado é bem maior que o apresentado pelo mercado Tradicional, o que corrobora com a refutação da hipótese 2.

Se observarmos o nível de significância dos retornos, temos mais um motivo para não aceitarmos a segunda hipótese: o nível de significância no dia 1 é menor que 1%, se considerarmos todo o período analisado, nos mostrando que as médias para esse dia são diferentes entre os grupos e estatisticamente significantes.

Tabela 0-2 - Análise de variância da média do AR

Dia	Média AR								
	Total			Novo Mercado			Tradicional		
	2000-2008	2008-2012	2000-2012	2000-2008	2008-2012	2000-2012	2000-2008	2008-2012	2000-2012
-20	-0,006 *	0,003	-0,002	-0,007	0,006	-0,001	-0,006	0,000	-0,005
-19	0,000	-0,001	-0,001	0,001	-0,003	-0,001	0,002	0,001	0,001
-18	-0,005 **	0,000	-0,003 *	-0,005	-0,003	-0,004 *	-0,005	-0,001	-0,004 *
-17	0,003	-0,001	0,001	0,006	-0,005	0,000	-0,002	0,000	-0,002
-16	-0,004 *	-0,002	-0,003 **	-0,008 ***	-0,001	-0,004 **	0,004	-0,003	0,003
-15	0,000	0,000	0,000	0,002	0,003	0,002	0,002	0,005	0,003
-14	-0,003	-0,001	-0,002	-0,002	-0,004	-0,003	0,002	-0,001	0,001
-13	-0,002	0,005 *	0,001	-0,006	0,004	-0,001	-0,003	-0,002	-0,003
-12	0,002	0,004	0,003	0,006	0,010 ***	0,008 ***	-0,003	-0,007	-0,004
-11	0,001	0,003	0,002	0,000	0,002	0,001	0,003	0,009	0,005
-10	0,000	-0,002	-0,001	0,003	-0,002	0,000	0,000	-0,003	-0,001
-9	0,006 **	0,000	0,003 *	0,009 *	-0,001	0,004	0,006 *	0,002	0,005 *
-8	0,004	0,003	0,003 **	0,002	0,004	0,003	0,003	-0,005 *	0,001
-7	-0,002	-0,002	-0,002	0,000	-0,003	-0,002	-0,002	-0,005	-0,003
-6	0,001	0,000	0,000	0,002	-0,002	0,000	0,004	-0,004	0,003
-5	0,001	0,002	0,001	0,004	0,004	0,004	-0,003	-0,001	-0,003
-4	-0,002	-0,001	-0,002	-0,003	0,001	-0,001	0,000	0,004	0,001
-3	-0,003	0,003	0,000	-0,005	0,001	-0,002	0,000	0,010	0,002
-2	-0,003	-0,005 **	-0,004 **	-0,003	-0,008 **	-0,006 *	0,000	-0,007	-0,001
-1	0,000	-0,001	-0,001	0,002	0,000	0,001	-0,006	-0,002	-0,005
0	0,003	0,001	0,002	0,003	0,000	0,002	0,000	-0,001	-0,001
1	0,013 ***	0,000	0,007 ***	0,019 ***	0,006	0,013 ***	-0,002	-0,008	-0,003
2	0,000	0,001	0,000	-0,007	-0,002	-0,004	0,003	0,005	0,004
3	-0,005 *	-0,003	-0,004 **	-0,008 *	-0,002	-0,005 *	-0,004	-0,006	-0,005
4	0,002	0,002	0,002	0,002	0,004	0,003	0,002	-0,009 *	0,000
5	0,001	-0,006 **	-0,002	0,004	-0,007 *	-0,002	0,001	-0,003	0,000
6	-0,002	-0,004	-0,003	-0,002	-0,001	-0,001	-0,002	-0,001	-0,002
7	0,000	0,002	0,001	-0,002	0,001	0,000	0,008 **	-0,002	0,006 *
8	0,002	-0,002	0,000	0,001	-0,004	-0,001	0,002	0,003	0,002
9	0,004	0,000	0,002	0,008 *	0,001	0,004	-0,001	0,004	0,000
10	-0,001	0,002	0,000	-0,005	0,002	-0,001	-0,007	-0,002	-0,006
11	0,000	0,000	0,000	0,003	0,000	0,001	0,004	-0,004	0,002
12	-0,004	0,000	-0,002	-0,005	-0,001	-0,003	-0,005	0,000	-0,004
13	-0,002	-0,001	-0,002	-0,006	-0,002	-0,004 *	0,004	-0,006	0,002
14	0,001	0,005 **	0,003	0,004	0,007 **	0,005 *	0,000	-0,004	0,000
15	-0,002	-0,004	-0,003	-0,005	0,002	-0,002	-0,002	0,002	-0,001
16	-0,001	0,000	-0,001	-0,004	-0,002	-0,003	0,004	0,007	0,004 *
17	0,002	0,000	0,001	0,007	0,003	0,005	-0,004	0,000	-0,003
18	-0,004	-0,001	-0,002	-0,010	0,003	-0,004	0,007 *	0,000	0,006 *
19	-0,004	0,000	-0,003	-0,008	0,000	-0,004	-0,008 *	0,003	-0,006
20	0,000	0,000	0,000	0,001	-0,002	0,000	0,004	0,002	0,003

*** Significância a 1%

** Significância a 5%

* Significância a 10%

Fonte: Elaborado pelo autor

Se analisarmos os retornos nos diferentes períodos, percebemos as mesmas tendências do período total, contudo com diferenças nos valores. Os retornos anormais para o Novo Mercado são positivos no dia 1 para todos os períodos, entretanto são bem maiores na fase antes da crise. Assim como podemos ver que no mercado Tradicional, os retornos são negativos em qualquer situação, mas são menos negativos na época pré-crise. Com esses dados em mãos, podemos apontar uma queda no valor gerado em fusões e aquisições após a crise de 2008, até mesmo por termos um mercado mais cauteloso, mas talvez também devido ao número menor de eventos após 2008.

Tabela 0-3 - Grau de significância: Novo Mercado vs. Tradicional

Grau de significância			
<i>Novo Mercado vs. Tradicional</i>			
Dia	2000-2008	2008-2012	2000-2012
-20	-0,14	1,07	0,84
-19	-0,03	-0,79	-0,61
-18	-0,04	-0,34	0,08
-17	0,87	-0,80	0,34
-16	-2,10 **	0,43	-1,52
-15	0,00	-0,50	-0,10
-14	-0,52	-0,55	-0,92
-13	-0,67	1,60	0,43
-12	1,34	2,21 *	2,40 **
-11	-0,68	-0,95	-0,79
-10	0,49	0,12	0,20
-9	0,58	-0,46	-0,23
-8	-0,18	2,51 **	0,27
-7	0,34	0,28	0,22
-6	-0,47	0,23	-0,66
-5	1,18	0,71	1,33
-4	-0,37	-0,54	-0,33
-3	-0,99	-1,22	-0,99
-2	-0,58	-0,15	-0,99
-1	0,99	0,20	1,18
0	0,43	0,31	0,45
1	3,56 ***	2,15 **	3,38 ***
2	-1,44	-1,08	-1,52
3	-0,51	0,52	-0,07
4	-0,16	2,52 **	0,71
5	0,45	-0,85	-0,38
6	0,01	-0,01	0,07
7	-1,97 *	0,61	-1,61
8	-0,16	-1,34	-0,85
9	1,76 *	-0,61	1,12
10	0,25	0,51	0,81
11	-0,19	0,71	-0,21
12	-0,07	-0,15	0,12
13	-2,02 **	0,91	-1,76 *
14	0,59	1,88 *	1,54
15	-0,50	-0,06	-0,07
16	-1,47	-1,52	-1,94 *
17	1,26	0,39	1,35
18	-2,20 **	0,35	-1,79 *
19	0,00	-0,38	0,19
20	-0,45	-0,63	-0,90

*** Significância a 1%

** Significância a 5%

* Significância a 10%

Fonte: Elaborado pelo autor

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As operações de fusões e aquisições são tidas como fonte de geração de valor para as companhias, porém isto não é necessariamente um consenso no meio acadêmico. Diante de evidências que apontam em direções opostas e não apresentam resultados conclusivos, este estudo tem como objetivo analisar se empresas com diferentes níveis de governança corporativa possuem diferentes níveis de geração de valor em eventos de fusões e aquisições.

Os resultados desse estudo mostram que as empresas de maior nível de governança corporativa do mercado de capitais brasileiro, as pertencentes ao Novo Mercado, apresentam maiores níveis de geração de valor em fusões e aquisições que a média do mercado e principalmente maiores que empresas as quais não se utilizam de mecanismos de governança, no caso desse estudo as pertencentes ao mercado Tradicional.

Também buscamos encontrar algum tipo de influência dos níveis de governança corporativa nos retornos em períodos conturbados no mercado, contudo a tendência foi a mesma em ambos os casos. Os retornos anormais dos dois grupos extremos mostrados nesse trabalho foram em direções opostas, no entanto a geração de valor era maior nos períodos pré-crise. Isso mostra uma cautela maior do mercado com os eventos e também pode ser um indicativo de um número menor de oportunidades para se fazer uma fusão e aquisição.

Também encontramos algumas evidências, ainda que não estatisticamente significantes, da hipótese de *hubris* nos casos de fusão e aquisição aqui estudados, devido ao fato dos retornos anormais retornarem a níveis menores depois de alguns dias após o evento, indicando uma geração de valor nula ou até mesmo uma destruição de valor.

Pelos resultados aqui encontrados podemos dizer que a empresa que tiver maior nível de governança corporativa e assim buscar mitigar os possíveis conflitos de agência é recompensada com retornos maiores nos preços das ações.

No entanto o estudo aqui desenvolvido é parcial e necessita de maior aprofundamento, devido a algumas evidências inconclusivas, principalmente no que tange a hipótese de *hubris*. Outra possível recomendação seria de se expandir as análises desse estudo para empresas pertencentes a níveis intermediários de governança corporativa com o intuito de verificar se há ganhos crescentes em fusões e aquisições conforme se aumenta o nível de governança corporativa.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMIHUD, Y.; LEV, B. *Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. The Bell Journal of Economics*, vol.12, n.2, p. 605-617, Autumn 1981.

AVERY, C.; CHEVALIER, J.A.; SCHAEFER, S. *Why do managers undertake acquisitions? An analysis of internal and external rewards for acquisitiveness. Journal of Law, Economics and Organizations*, vol.12 p. 24-43, 1998.

BEN-AMAR, W.; ANDRÉ, P. *Separation of ownership from control and acquiring firm performance: the case of family ownership in Canada. Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 33, n.4, p. 517-543, April/May 2006.

BERKOVITCH, E.; NARAYANAN, M. *Motives for takeovers: an empirical investigation. Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Seattle, v.28, n.3, p. 347-362, Sept. 1993.

BEZANKO, D. et al. *A economia da estratégia*. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

BRADLEY, M.; DESAI, A.; KIM, E. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v.21, n.1, p. 3-40, May 1988.

CAMARGOS, M.; BARBOSA, F. Estudos de evento: teoria e operacionalização. *Caderno de Pesquisas em Administração*, vol.10, n.3, p. 01-20, jul/setembro 2003.

CAMPBELL, J.; LO, A.; MACKINLAY, A. *The econometrics of financial markets*. 2. Ed. New Jersey: Princeton University Press, 1997.

EISENHARDT, KATHLEEN M. *Agency theory: an assessment and review. The Academy of Management Review*, vol.14, n.1, p. 57-74, January 1989.

FAMA, E. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, vol.25, n.2, p. 383-417, May 1970.

FAMA, EUGENE F.; JENSEN, MICHAEL C. *Separation of ownership and control. Journal of Law and Economics*, v.26, June 1983.

FIRTH, M. *Corporate takeovers, stockholders returns and executive rewards. Managerial and Decision Economics*, vol.12, p. 421-428, 1991.

HUBBARD, R.G.; PALIA, D. *Benefits of control, managerial ownership and the stock returns of acquiring firms. Rand Journal of Economics*, vol.26, p. 782-792, 1995.

JENSEN, MICHAEL C. *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. American Economic Review*, vol.76, n.2, p. 323-329, May 1986.

JENSEN, MICHAEL C. *Organization theory and methodology. The Accounting Review*, v. 58, n.2, p. 319-339, April 1983.

JENSEN, MICHAEL C.; MECKLING, WILLIAM H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics*, v.3, n.4, p. 305-360, October 1976.

KAYO, E.; FAMÁ, R. Teoria de agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. *Caderno de Pesquisas em Administração*, v.2, n.5, 2ºsem 1997.

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

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Do Managerial objectives drive bad acquisitions? *The Journal of Finance*, v.45, n.1, March 1990.

PATROCÍNIO, M.; KAYO, E.; KIMURA, H. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. *Revista de Administração*, São Paulo, v.42, n.2, p. 205-215, abr./maio/jun. 2007.

ROLL, R. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, vol.59, n.2, p. 197-216, Apr.1986.

ROSS, S.; WESTERFIELD, J.; JAFFE, J. *Administração Financeira*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

SETH, A. Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation. *Strategic Management Journal*, Chichester, vol.11, p. 431-446, 1990.

SETH, A.; SONG, K.; PETTIT, R. *Synergy, managerialism and hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of U.S. firms. Journal of International Business Studies*, Washington, v.31, n.3, p. 387-405, third quarter 2000.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. *Management entrenchment: the case of manager-specific investments. Journal of Financial Economics*, vol.25, n.3, p. 123-139, 1989.

WALKING, R.; LONG, M. Agency theory, managerial welfare, and takeover bid resistance. *The RAND Journal of Economics*, vol.15, n.1, p.54-68, Spring 1984.

WANG, C.; XIE, F. *Corporate governance transfer and synergistic gains from mergers and acquisitions. The Review of Financial Studies*, vol.22, n.2, p. 829-858, 2009.

WRIGHT, P.;KROLL, M.; LADO, A.; VAN NESS, B. *The structure of ownership and corporate acquisition strategies. Strategic Management Journal*, p. 41-53, January 2002.

Aprovado em 20/02/2014 Disponibilizado em 27/02/2014 Avaliado pelo sistema <i>double blind review</i>
