

**PERFORMANCE DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS: Um Estudo de
Desempenho após Processos de Combinação de Negócios que geraram
*Goodwill***

JANAYNA RODRIGUES DE MORAIS LUZ

Universidade Estadual da Paraíba – UEPB

INGRID LAÍS DE SENA COSTA

Universidade Estadual da Paraíba – UEPB

LÚCIA SILVA ALBUQUERQUE

Universidade Estadual da Paraíba – UEPB

JOSÉ RIBAMAR MARQUES DE CARVALHO

Universidade Federal de Campina Grande – UFCG

Resumo

As operações de combinação de negócios são processos complexos e dinâmicos que resultam na obtenção de controle, sendo comum que em algumas destas transações aja o reconhecimento de um ágio na aquisição do investimento, de caráter permanente, denominado pela literatura contábil de *goodwill*, gerado pela expectativa de rentabilidade futura. O estudo objetivou analisar se houve melhoria no desempenho econômico-financeiro das empresas que realizaram combinações que resultaram em *goodwill*. A metodologia empregada no estudo classifica-se como descritiva, quanto aos objetivos, quanto ao delineamento se classifica como documental, e quantitativa, quanto à natureza. Utilizou-se o modelo de verificação de desempenho econômico-financeiro aplicado por Camargos e Barbosa (2010); e para a determinação da significância estatística foi observado o modelo estatístico *Wilcoxon Signed Test Rank*. Identificaram-se 20 instituições do setor financeiro que realizaram processos de reestruturação de negócios, entre 2008 e 2014, que geraram ágio. Essas 20 instituições realizaram 47 processos, envolvendo 68 empresas, sendo 20 adquirentes, 44 adquiridas e 5 fusões. Dessas 17 compuseram a amostra da pesquisa, as demais foram excluídas por não apresentarem as informações necessárias. Os resultados indicaram que houve um desgaste da situação financeira das empresas após a reestruturação devido à redução da capacidade de pagamento das empresas e do alto índice de endividamento apresentado por elas. Com relação à situação econômica das empresas, identificou-se uma melhora discreta da rentabilidade e a criação de sinergias, mas sem significância estatística. Por outro lado, as empresas apresentaram um aumento, após os processos, do tamanho da firma e do poder de mercado com significância estatística.

Palavras chave: Combinação de negócios, *Goodwill*, *Performance*.

1 INTRODUÇÃO

A economia mundial tem passado por profundas mudanças, devido principalmente ao advento de processos como o avanço da tecnologia, da globalização e do aumento acelerado do fluxo de informações, de pessoas, de capitais e de bens e serviços. Isso culminou numa maior abertura da economia internacional e nacional, em que os mercados se tornaram mais próximos, gerando, por um lado, uma maior competitividade entre as empresas e, por outro, uma extensa gama de estratégias de mercados.

Em meio às novas possibilidades e à necessidade de se sobressair à concorrência, companhias têm buscado com mais frequência os processos de combinação de negócios, vistos como estratégia de expansão de mercado mais rápida e aumento da riqueza delas.

Segundo a KPMG (2015), nas duas últimas décadas, realizaram-se mais de 9.821 processos que resultaram na movimentação de volumes gigantescos de recursos, sendo uma parcela significativa correspondente ao ágio gerado nesses processos. O *goodwill* é um ativo gerado pela expectativa de que a empresa gerará riqueza, ou seja, a rentabilidade futura. Com base nos relatórios da Associação Brasileira das Entidades de Mercado Financeiro e de Capitais [ANBIMA] (2015) e da KPMG (2015), os setores que mais apresentam processos de combinação são: tecnologia da informação; energia; alimentos, bebidas e fumo; serviços para empresas, instituições financeiras etc.

Seu embasamento teórico tem suporte principalmente nas teorias que buscam explicar a origem e o crescimento das empresas, como a Teoria da Firma, através da hipótese de maximização dos lucros e da hipótese da utilidade gerencial e a Teoria da Agencia são utilizadas para explicar o motivo da realização das combinações.

No entanto, apesar do volume crescente de processos de reorganização, ainda se fazem necessários alguns questionamentos a respeito da rentabilidade e dos resultados que esses processos geram. Relevante questionar se, de fato, houve a melhora do desempenho econômico-financeiro das empresas. Estudo de Rani, Yadav e Jain (2013) comprova, a partir da investigação de estudos empíricos sobre o desempenho pós combinação ao longo do tempo, que estes não têm convergido para uma conclusão se os processos aumentam ou destroem a riqueza das empresas.

Camargos e Barbosa (2010) observam que, na literatura nacional e na internacional, não foi possível identificar algum motivo ou teoria capaz de explicar os resultados de uma combinação. Ainda não se chegou a um consenso a respeito de que esses processos geram melhora no desempenho das empresas envolvidas.

Com base nessa fragilidade dos resultados após as operações, o problema da pesquisa se concentra no questionamento: **Qual o desempenho econômico-financeiro das instituições financeiras que passaram por combinação de negócios que apresentaram *goodwill*?**

Sendo assim, o objetivo geral consiste em identificar se os processos de combinações de negócios que geraram *goodwill* resultaram em melhorias no desempenho econômico-financeiro das instituições financeiras listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo [BM&FBovespa].

Realizou-se a pesquisa com base na lista de empresas participantes do setor financeiro da BM&FBovespa no período de 2008 a 2014, onde foram identificadas as empresas que passaram por processo(s) de combinação; em seguida, coletaram-se os dados mediante a base Economática, para a verificação do desempenho econômico.

O artigo está estruturado em cinco seções, a partir desta introdução, que constitui a primeira; na sequência, a fundamentação teórica discute a combinação de negócios, o *goodwill*

e estudos relacionados ao tema, constituindo 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 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Combinação de Negócios

Nas últimas décadas, tornou-se uma prática comum a união de empresas buscando alianças para obterem maiores vantagens competitivas dentro do mercado e, conseqüentemente, maior rentabilidade. A reorganização societária está entre os mais importantes eventos corporativos do mercado de capitais, vista como estratégia para atingir os objetivos da organização (Bonachi; Marra; & Shalev, 2015; Ashfaq, 2014).

Determina-se a combinação de negócios com base na definição de controle, que vai depender de uma transação ou de outro acontecimento em que uma adquirente obtém o controle de uma ou mais empresas (Bonachi; Marra; & Shalev, 2015; Buena-Botas; & Petre, 2009).

O Pronunciamento Técnico nº 15 (R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC 15, 2011), em correlação a *International Financial Reporting Standards* [IFRS] nº 3 do *International Accounting Standards Board* [IASB], regulamenta as normas com relação ao reconhecimento, mensuração e evidenciação dos processos de combinação de negócios.

A reorganização societária são processos complexos e dinâmicos que podem ocorrer de diversas formas, são elas: (a) por fusões, que 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) por incorporação, em que uma empresa (incorporadora) absorve todo o patrimônio da outra, sucedendo-lhe em todos os direitos e obrigações, e a incorporada é extinta; (c) por 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) por cisão de um empresa, em que serão originadas novas companhias que serão 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).

Apoiados pela teoria das finanças, Camargos e Barbosa (2010) observam que a combinação de negócios está dentro das decisões de investimento, com o intuito de promover a expansão, a diversificação e o crescimento dos negócios, ou seja, a abertura a novos mercados, crescimento rápido, internacionalização; mas, por outro lado, pode resultar na destruição da riqueza dos acionistas, devido a erros de avaliação, custos de transação muito elevados, questões da adaptação da cultura organizacional, entre outros. Para evitar resultados negativos numa reorganização, é necessário observar, primeiramente, duas coisas: (a) a destinação dos lucros; e (b) o financiamento (os recursos que serão usados, seja por meio de reservas, de lucros ou de emissão de ações, ou mediante empréstimos) para custeamento do processo. Estas duas variáveis são determinantes para o bom desempenho de uma combinação.

Outro aspecto importante das combinações de negócio é a criação de sinergias, que são uma das principais motivações para se ocorrer um processo. As sinergias podem ser: (a) operacionais, quando envolve economias de escala, melhorias de eficiência, maior poder de mercado e aumento de potencial de ganho; ou (b) financeiras, advindas de benefícios fiscais,

como isenções e compensações autorizadas por lei, planejamento tributário para redução de encargos, além de uma melhor estrutura de capital (Bomfim, 2014; Camargos & Barbosa, 2005; Guzmán, 2002).

Esses motivos encontram suporte teórico principalmente através das diversas ramificações da Teoria da Firma, bem como nas Teorias da Agencia e Governança Corporativa como será abordado no próximo tópico. (CAMARGOS E COUTINHO, 2008)

2.2 Teorias Aplicadas a Combinação de Negócios

De acordo com literatura as 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 também a Teoria da Agencia e das Hipóteses de Sinergias. (Kleockner, 1994; Bomfim, 2014)

Camargos e Coutinho (2008) apontam que as combinações encontram 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.

Segundo Kleockner (1994) a teoria da maximização dos lucros revela que em um processo fusão ou aquisição, tanto os gestores das empresas incorporadoras como os da incorporada tem por objetivos a maximização dos valores das companhias, partindo da premissa de que o processo de reestruturação societária terá efeito positivo sobre as ações das firmas envolvidas.

Camargos (2008) explica que a teoria da maximização da utilidade gerencial parte do pressuposto de que a partir de determinado nível de lucro os administradores tendem a maximizar sua utilidade em detrimento da riqueza dos acionistas, ou seja adotam meios para diminuir os riscos de perder o emprego, aumentar seus salários, satisfação do trabalho, etc. isso faz com que eles desviem o foco de criação de riquezas para os acionistas e atentem para o crescimento da firma.

A hipótese de sinergia postula que a combinação de negócios é motivada pela obtenção de ganhos, que teriam origem em fatores operacionais, como economias de escala, aumento na eficiência, aumento de poder de mercado, aumento da capacidade de endividamento, isso através da melhor gestão dos ativos corporativos pela nova administração da companhia resultante da combinação. (Kleockner, 1994; Bomfim, 2014).

Em suma as teorias que justificam os motivos para as realizações de combinações 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.

Essa criação de valor tão almejada nos processos de reorganização societária muitas vezes é influenciada pelos ativos intangíveis envolvidos nessas transações, em especial o *Goodwill*, como será observado na próxima seção.

2.3 Goodwill

O *goodwill*, como dito anteriormente, classifica-se como um ativo intangível, que é uma categoria de ativo de maior complexidade, por não possuir estrutura física. O Pronunciamento Técnico CPC 15 define o ativo intangível como “um ativo não monetário identificável sem

substancia física”. Para ser considerado como identificável, é necessário que ele atenda ao critério de separação ou critério legal-contratual (Iudícibus, Martins, Gelbcke e Santos 2010).

O *goodwill* representa a expectativa de benefícios econômicos futuros de ativos intangíveis que não são identificados individualmente e, portanto, não podem ser reconhecidos separadamente no balanço das empresas. O ágio pode ser gerado internamente ou mediante uma combinação de negócios, quando a contraprestação transferida excede o valor justo dos ativos. Tradicionalmente, só se permite às empresas reconhecerem ágios de aquisições, não podendo elas reconhecerem ágios gerados internamente, pois são de difícil identificação e mensuração (Boennen & Glaum, 2014).

Na literatura, discute-se bastante o tema *goodwill*, sendo objeto de estudo em artigos, com concordâncias e divergências entre estudiosos. Observa-se, nas definições na Tabela 1, que o *goodwill* está associado a uma expectativa de lucros futuros que dependem de ativos que muitas vezes não estão presentes nas informações contábeis, como é o caso de processos e patentes, carteira de clientes, marcas, capital intelectual, nome e reputação, entre outros.

Tabela 1 – Abordagem conceitual sobre *goodwill*

Autores	Definição do <i>goodwill</i>
Owens (1923)	É a vantagem ou benefício que é adquirido pelo estabelecimento além do valor do capital, ações, fundos ou bens a empregados, em consequência da proteção pública em geral e dos incentivos que ele recebe de clientes constantemente por conta de sua posição local ou reputação por sua habilidade, riqueza, pontualidade ou por quaisquer outras circunstâncias e necessidades acidentais, ou, ainda, por parcialidades ou preconceitos.
Gynther (1969)	<i>Goodwill</i> existe porque os ativos estão presentes, mesmo que eles não estejam listados como os ativos tangíveis. São ativos nesta categoria, por exemplo: habilidade especial e do conhecimento; alta capacidade gerencial; situação de monopólio; conexões sociais e de negócios; bom nome e reputação; situação favorável; excelente equipe; nomes comerciais; e clientela estabelecida. A soma do valor desses ativos (comumente referidos como ativos intangíveis) é o valor do <i>goodwill</i> .
Martins (1972, p. 55)	O <i>goodwill</i> tem sido motivo de estudos, debates, artigos, livros, legislação, concordâncias e divergências há muitos anos. As citações e referências a ele datam de séculos atrás, mas a primeira condensação do seu significado e o primeiro trabalho sistemático tendo-o como tema central parece ter existido em 1891.
Monobe (1986, p. 57),	O <i>goodwill</i> , em sua natureza, é um valor decorrente da expectativa de lucros futuros e da contribuição atribuível aos ativos que a empresa não identifica e/ou não contabiliza, bem como a subavaliação dos ativos e até métodos de mensuração. É um valor residual atribuível entre os fatores à existência de administração eficiente, processos industriais e patentes próprios, localização ótima, recursos humanos excelentes, efetividade da propaganda e condições financeiras privilegiadas e do grau de sinergia, fatores importantes para a empresa, mas que a contabilidade não contempla, em função da dificuldade de sua mensuração.
Iudícibus (2004, p. 234)	O <i>goodwill</i> não deixa de ser aquele algo a mais pago sobre o valor de mercado do patrimônio líquido das entidades adquiridas a refletir uma expectativa de lucros futuros em excesso de seus custos de oportunidade.

Fonte: Adaptado de Dalmácio, Rezende, Lima e Martins (2011, p. 363).

Martins, Almeida, Martins e Costa (2010) ressaltam a complexidade do tema na literatura contábil, ao detectarem, em seu estudo, incoerências nos conceitos (*goodwill*) que podem ter sérias implicações teóricas e práticas, tais como: resultados das pesquisas enviesados, informações erroneamente apresentadas, análise divergente da realidade, decisões incorretas tomadas a partir das informações geradas pelo uso e cálculo inadequado do ágio gerado por expectativa de rentabilidade futura.

2.4 Evidências Empíricas

Na literatura nacional, existem alguns estudos que analisam o desempenho das empresas pós processos de combinação de negócios, os quais buscam investigar principalmente o desempenho econômico-financeiro, a criação de valor para os acionistas e as sinergias operacionais e gerenciais.

As amostras desses estudos avaliaram períodos de, no mínimo, cinco anos e geralmente envolviam todas as empresas listadas na BM&FBovespa, comumente excluindo as do setor financeiro. Outros trabalhos fizeram a análise incluindo esse setor, e outros optaram por avaliar apenas as instituições bancárias.

Bomfim (2014), Camargos e Barbosa (2009) e Bortoluzzo, Garcia, Boehe e Sheng (2014) evidenciam resultados positivos, com melhoria no desempenho organizacional, no valor de mercado das empresas e na rentabilidade dos acionistas. Motta, Oliveira, Cavazotte, Figueiredo e Klotzle (2013), Brito, Bastistella e Famá (2005) e Pessanha, Santos, Calegario, Sáfadi e Alcântara (2014) apontam resultados negativos, que não identificaram melhora nos indicadores de rentabilidade das empresas e em retornos anormais positivos, bem como na criação de valores para os acionistas.

Tabela 2 – Estudos nacionais relacionados ao tema

Autores/ Ano	Amostra/Período	Objetivos da pesquisa	Resultados obtidos
Bomfim (2014)	Todas as companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa que realizaram F&As entre 2008 e 2012.	Identificar o efeito das F&As no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras de capital aberto envolvidas em combinações de negócios.	O desempenho das companhias após as operações de F&As foi persistente. Há evidências de que o crescimento interno das empresas impactou positivamente na <i>performance</i> organizacional.
Bortoluzzo <i>et al.</i> (2014)	F&As <i>cross border</i> realizadas por empresas compradoras brasileiras de capital aberto, dos segmentos de indústria e comércio, entre 1994 e 2008, da base de dados <i>Mergers & Acquisitions Database</i> da Thomson Reuters.	Investigar se as aquisições realizadas por empresas brasileiras fora do país nos últimos 15 anos têm aumentado o desempenho financeiro delas.	De fato, as investidas <i>cross border</i> de companhias do Brasil melhoram o desempenho.
Pessanha <i>et al.</i> (2014)	Instituições bancárias que passaram por F&As no período entre 1994 e 2009.	Verificar os impactos ocorridos em empresas que participaram de F&As nos resultados das instituições bancárias.	As F&As de bancos estudadas não proporcionaram retornos anormais positivos para os seus acionistas.
Motta <i>et al.</i> (2013)	Companhias brasileiras de capital aberto não financeiras que realizaram F&As entre 2005 e 2010.	Analisar se as operações de F&As brasileiras promoveram maior eficiência para as empresas e maiores benefícios para seus acionistas.	Não houve uma melhoria estatisticamente significativa nos indicadores realizados nos dois anos após a união entre as empresas.
Camargos e Barbosa (2009)	Companhias brasileiras de capital aberto não financeiras listadas na BM&FBovespa que realizaram F&As entre	Verificar se os processos de F&As de empresas brasileiras resultaram em sinergias operacionais e criaram valor para os acionistas.	As F&As estudadas resultaram em sinergias operacionais e na maximização do valor de mercado das empresas pesquisadas, e, aparentemente, da

	1996 e 2004.		riqueza dos acionistas.
Camargo s e Barbosa (2005)	Sociedades anônimas de capital aberto cuja combinação ocorreu entre 1995 e 1999.	Analisar o desempenho econômico-financeiro e a criação de sinergias em algumas sociedades anônimas brasileiras de capital aberto que passaram por processos de F&As.	A situação financeira das empresas piorou, mas a rentabilidade e o retorno para os acionistas melhoraram.
Brito <i>et al.</i> (2005)	Instituições bancárias que passaram por F&As entre 1997 e 2003.	Analisar se as aquisições de bancos ocorridas no mercado brasileiro entre 1997 e 2003 proporcionaram alteração na riqueza dos acionistas das empresas adquirentes.	Os retornos anormais positivos não foram significativamente superiores aos retornos anormais negativos, indicando não ter ocorrido aumento na riqueza dos acionistas das empresas adquirentes.

Fonte: Elaboração própria, com base no referencial teórico.

Na literatura internacional, observa-se que os estudos buscam investigar principalmente o impacto das fusões e aquisições (F&As) no desempenho operacional das empresas, bem como o desempenho financeiro e a rentabilidade delas. As amostras que compõem esses estudos analisaram períodos superiores ou igual a cinco anos e envolviam, em geral, empresas dos setores da indústria e da mineração, poucos estudos envolviam as instituições bancárias.

Os principais resultados apresentados pelos estudos de Gugler, Mueller, Yortoglu, e Zulehner (2003), Fraser e Zhang (2009), Haley, Palepu e Ruback (1992), Rani, Yadav e Jain (2013), Ashfaq (2014), Bhaumik e Selarka (2008) e Datta (1991) indicam, respectivamente: melhoria significativa de lucro e diminuição das vendas das empresas na concentração; melhora na eficiência e aumento da rentabilidade do fluxo de caixa; maiores retornos do fluxo de caixa operacional e melhoria significativa na produção de ativos na indústria; melhora do lucro operacional a longo prazo; diminuição do desempenho financeiro; não resulta no aumento de rentabilidade nem cria valor para o acionista; impactos negativos sobre desempenho, devido a problemas na integração da gestão de topo para tomada de decisão.

Conforme observado nos estudos nacionais (Tabela 2) e nos estudos internacionais, percebe-se a não conformidade nos resultados, uma vez que essas avaliações dependem de muitas variáveis e as práticas organizacionais e contábeis oscilam muito de setor pra setor, o que pode influenciar substancialmente nos resultados.

Não obstante, os resultados apresentados tanto no âmbito nacional como no internacional coadunam com relação à redução do desempenho financeiro das empresas e melhora no desempenho organizacional.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1 Tipo da Pesquisa

A metodologia da pesquisa se caracteriza, com relação aos objetivos apresentados, como uma pesquisa descritiva, ou seja, que “descreve aspectos de uma população ou analisa a distribuição de determinadas características ou atributos” (Richardson, 2009, p. 146).

Classifica-se, quanto ao delineamento, como documental, uma vez que analisa fontes de documentos que ainda não passaram por um tratamento analítico, que são as notas explicativas das empresas. De acordo com Gil (2008), a pesquisa documental consiste em fontes que não foram analisadas, podendo ser de primeira mão, como documentos oficiais, ou de segunda

mão, como documentos que de alguma forma já foram analisados, como os relatórios de empresas.

A natureza da pesquisa é quantitativa, que, segundo Prodanov e Freitas (2013), consiste na tradução em números de opiniões e informações para analisá-las, utilizando-se de técnicas estatísticas.

3.2 Amostra e Coleta de Dados

A amostra abrangida pela pesquisa é composta por empresas de capital aberto do setor financeiro que passaram por combinação de negócios entre os anos de 2008 e 2014. A escolha do setor se deu pelo fato de ele apresentar um número considerável de processos de reestruturação.

As informações foram coletadas por meio do sítio da BM&FBovespa, pelo acesso das notas explicativas e das demonstrações anuais das empresas do setor financeiro. Primeiramente, realizou-se a identificação dos processos de combinações de negócios e, em seguida, os processos que geraram o *goodwill*. A Tabela 3 descreve as empresas que compõem a amostra:

Tabela 3 – 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	15
(-) Empresas que não possuem combinação de negócios (busca realizada por meio das seguintes palavras-chave: “combinação de negócios”, “ágio”, “ <i>goodwill</i> ”, “aquisição”, “fusão”, “incorporação” e “cisão”, tanto no singular quanto no plural, para analisar se as empresas investigadas realizaram combinação de negócios no período da pesquisa 2008 a 2014).	91
= Número de companhias que realizaram processo de combinação de negócios	38
(-) Empresas que não geraram <i>goodwill</i>	18
= Número de companhias analisadas (adquirentes)	20

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

Como visto na Tabela 3, identificaram-se 20 empresas adquirentes do setor financeiro que passaram por uma ou algumas combinações de negócios que resultaram na criação de um ágio. Os dados revelam 47 processos durante o período de 2008 a 2014, envolvendo 68 empresas, sendo 20 adquirentes, 44 adquiridas e 5 processos de fusões como exposto na Tabela 4.

Tabela 4 – Combinações que geraram *goodwill* no período de 2008 a 2014

Empresas	Empresas adquiridas	Data	<i>Goodwill</i> *	Processo
1 Bahema S.A.	Bahema Part. S.A.	Jul/2014	1.104,00	Incorporação
2 Basel Part S.A.	Mineração RS Ltda.	Nov/2012	19.806,00	Incorporação
3 BB Seguridade	Brasileículos S.A.	Out/2010	774.851,00	Incorporação
4 Bradesco S.A.	Ágora Corretora S.A.	Mar/2008	694.662,00	Incorporação
	Banco IBI S.A.	Jul/2009	1.061.750,00	Incorporação
5 Banco do Brasil S.A.	Banco Nossa Caixa S.A.	Mar/2009	4.961.028,00	Incorporação
	Banco Votorantim S.A.	Set/2009	443.835,00	Fusão

Building Knowledge in Accounting

		BB Americas (EuroBank)	Jan/2012	25.724,00	Incorporação
		Coomex Ltda.	Set/2010	167.515,00	Incorporação
		Banco Panamericano S.A.	Mai/2011	145.852,00	Incorporação
		Bolsa y Renta S.A.	Dez/2012	47.100,00	Incorporação
6	BTG Pactual S.A.	Celfin Capital S.A.	Fev/2012	726.000,00	Incorporação
		Brazilian Finance e Real Estate S.A.	Jan/2012	248.000,00	Incorporação
		TTG Brasil Invest. Florestais Ltda.	Jul/2013	700,00	Incorporação
		Pan Seguros S.A.	Ago/2014	393.668,00	Incorporação
7	Banco BIC S.A.	Sul America S.A.	Jun/2010	105.190,00	Incorporação
8	Banco Indusval S.A.	Voga Emp. e Part. Ltda.	Abr/2013	22.755,00	Incorporação
9	Banco Panamericano S.A.	Brazilian Finance e Real Estate S.A.	Jan/2012	218.727,00	Incorporação
10	Banco Santander S.A.	Banco ABN Amro Real S.A	Ago/2008	27.613.110,00	Fusão
		Getnet S.A.	Jul/2014	1.039.304,00	Incorporação
11	BM&FBovespa S.A.	BM&F S.A. e Bovespa Holding S.A.	Mai/2008	16.388.731,00	Fusão
12	CETIP S.A.	Advent Depository Participações S.A.	Out/2009	70.650,00	Incorporação
		GRV Solutions S.A.	Dez/2010	1.170.185,00	Incorporação
		Prevsau de Ltda.	Mar/2009	10.753,00	Incorporação
13	CIELO S.A.	Multidisplay S.A. e a M4 S.A. (M4U)	Ago/2010	31.348,00	Incorporação
		Paggo Soluções e Meios de Pgto. S.A	Fev/2011	46.979,00	Incorporação
		Braspag Ltda.	Mai/2011	39.343,00	Incorporação
		Marchant e-Solutions	Ago/2012	825.097,00	Incorporação
14	GP Investments S.A.	Fogo de Chão Churrascarias	Ago/2011	230.096,00	Incorporação
		Sascar S.A.	Mar/2011	263.705,00	Incorporação
		Itaú S.A. e Unibanco S.A.	Nov/2008	18.255.816,00	Fusão
15	Itaú Unibanco S.A.	Redecard S.A.	Mar/2009	555.575,00	Incorporação
		MCC Securities	Ago/2011	50.169,00	Incorporação
		Credicard	Dez/2013	1.879.000,00	Incorporação
		BMG Seguradora S.A.	Jan/2014	22.700,00	Incorporação
16	Itaúsa S.A.	Itaúsa e Unibanco Holding	Nov/2008	18.255.816,00	Fusão
		Satipel Industrial	Ago/2009	188.000,00	Incorporação
		Industria Metalúrgica Jacareí Ltda.	Out/2012	2.000,00	Incorporação
17	Banco Paraná S.A.	Fors Holding S.A.	Jun/2008	49.900,00	Incorporação
		J. Malucelli Distribuidora	Dez/2010	11.712,00	Incorporação
18	Porto Seguro S.A.	Itaú Seguros Auto e Residência S.A.	Nov/2009	347.000,00	Incorporação
		Texaco	Abr/2009	344.418,00	Incorporação
19	Ultrapar S.A.	Distribuidora Nac de Petróleo Ltda.	Nov/2010	46.541,00	Incorporação
		Repsol Gás Brasil S.A.	Out/2011	13.403,00	Incorporação
		American Chemical ICOSA	Nov/2012	54.927,00	Incorporação
		Temmar	Jul/2012	43.781,00	Incorporação
20	Allis Participações	RH Global Trabalho Temporário Ltda.	Abr/2011	1.404,00	Incorporação

0 S.A.

*Valores em R\$ mil.

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

Sequentemente, foram coletados dados das demonstrações financeiras das empresas por meio do Economática, para o cálculo dos índices de desempenho econômico e financeiro. Utilizaram-se os dados anuais e consolidados. Quando a informação não era encontrada na base do Economática, buscaram-se as informações fornecidas pela BM&FBovespa e divulgadas nos sítios das empresas investigadas. Nessa etapa, excluíram-se as empresas Bahema S.A., BB Seguridade e BM&FBovespa S.A., por não apresentarem todos os dados necessários, passando a compor a amostra 17 empresas.

Após a delimitação das empresas, 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 (2005, 2010), com base na seguinte equação:

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

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;

$Var x$ = variáveis analisadas;

i = empresa analisada.

3.3 Variáveis Analisadas e Hipóteses

A análise do desempenho econômico-financeiro das empresas que passaram por combinação de negócio foi feita por meio de um conjunto de indicadores pré e pós processo. Buscou-se identificar a liquidez da empresa, a composição do capital, a rentabilidade e as sinergias. Os índices de liquidez (indica a capacidade que a empresa possui de honrar com suas obrigações), juntamente com os de estrutura de capital (indica a composição do capital da empresa), identificam a situação financeira da empresa. Os indicadores de rentabilidade (indica o retorno em relação a investimentos, a capital e aos acionistas) representam a situação econômica.

Tabela 5 – Indicadores de avaliação de desempenho

Indicador	Variável	Sigla	Fórmula	Demonstra
Liquidez	Liquidez geral	LG	$\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{RLP}}{\text{Passivo Circulante} + \text{PNC}}$	Capacidade de pagamento da empresa a curto e longo prazo.
	Liquidez corrente	LC	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Capacidade de pagamento da empresa a curto prazo.
Estrutura de capital	Participação do capital de terceiros	PCT	$\frac{\text{PC} + \text{PNC}}{\text{Ativo Total}}$	Percentual de participação dos recursos de terceiros em relação aos recursos totais.
	Composição do endividamento	CE	$\frac{\text{PC}}{\text{PC} + \text{PNC}} \times 100$	Relação entre o passivo de curto prazo e o passivo total da empresa.

Rentabilidade	Lucro por ação	LPA	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{n}^\circ \text{ Total de Ações}}$	Lucro líquido de cada ação
	Retorno sobre ativos	ROA	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	Retorno proporcionado pelos investimentos totais na empresa.
	Retorno sobre patrimônio líquido	ROE	$\frac{LL}{PL - LL}$	Retorno contábil obtido com investimentos do capital próprio.
	Índice payout	PAYOUT	$\frac{\text{Dividendos Pagos}}{\text{Lucro Líquido}}$	Percentual do lucro líquido que foi destinado aos acionistas.
Sinergias operacionais	Margem bruta	MB	$\frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Receita Líquida}}$	Retorno das vendas, quanto sobra após considerar os custos das mercadorias vendidas e dos serviços prestados.
	Margem operacional	MO	$\frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Receita Líquida}}$	Medida do controle da estrutura de gastos da empresa.
	Margem líquida	ML	$\frac{\text{Lucro Líquida}}{\text{Receita Líquida}}$	Se as empresas melhoraram sua eficiência operacional e administrativa.
SG	Eficiência administrativa	EA	$\frac{\text{Desp Adm e Gerais}}{\text{Receita Líquida}}$	Se a união das empresas resultou na redução das despesas administrativas e gerais.
TM	Tamanho da firma	TM	LN (AT)	Crescimento da firma, tanto no valor dos investimentos como no poder de mercado.

Fonte: Adaptado de Camargos e Barbosa (2010, p. 83-84).

Com base nos resultados das variáveis analisadas pretende-se testar as seguintes hipóteses:

H₁ – A média dos índices de liquidez das empresas que passaram pelo processo de combinação de negócios **não** sofreram mudanças significativas após a combinação.

H₂ – A média dos índices de estrutura de capital das empresas que passaram por combinação de negócios **não** sofreram mudanças significativas após a combinação.

H₃ – A média dos indicadores de rentabilidade (situação econômica) das empresas que passaram por combinação de negócios **não** sofreram mudanças significativas após a combinação.

H₄ – A média das variáveis de sinergias operacionais das empresas que passaram por combinação de negócios **não** sofreram mudanças significativas após a combinação.

H₅ – A média das variáveis de sinergias gerenciais das empresas que passaram por combinação de negócios **não** sofreram mudanças significativas após a combinação.

H₆ – A média do índice tamanho da firma das empresas que passaram por combinação de negócios **não** sofreram mudanças significativas após a combinação.

3.4 Tratamento Estatístico

Baseado no estudo de Camargos e Barbosa (2010), foram realizados testes de diferença de médias de cada uma das variáveis a serem analisadas. Optou-se por utilizar o *Wilcoxon Signed Test Rank*, que é 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).

O teste *Wilcoxon* é um teste não paramétrico que verifica as hipóteses de um determinado evento, por meio de pares de variáveis aleatórias (X_{1j} , X_{2j}), sendo: $j = 1, 2, \dots, n$; n = número de pares de variáveis analisadas; X_1 = média anterior ao evento analisado; e X_2 = média posterior ao evento. Onde, para cada par (X_{1j} , X_{2j}), há um impacto obtido por meio de $R_j = X_{1j} - X_{2j}$. A hipótese nula corresponde a R_j com distribuição simétrica igual a zero, considerando um nível de significância de 5% (Camargos & Barbosa, 2010).

O teste estatístico foi realizado por meio do *software Action*, versão 2.9.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Analisaram-se as empresas adquirentes conforme os procedimentos que a metodologia descreveu. Por meio do tratamento dos dados, foi possível identificar o desempenho econômico-financeiro dessas companhias antes e depois do processo de combinação, conforme as Tabelas 6, 7 e 8.

Tabela 6 – Resumo dos resultados dos índices de liquidez e estrutura de capital

	Índices	Média antes	Média depois	Variação	Resultado	Teste <i>Wilcoxon</i>
Todas as empresas	LG	1,52	1,04	-31,92%	Piorou	0,003
	LC	2,26	1,61	-28,44%	Piorou	0,166
	PCT	1,05	0,75	-29,00%	Melhorou	0,445
	CE	65,08	57,48	-11,67%	Melhorou	0,001

Nota: LG = liquidez geral; LC = liquidez corrente; PCT = participação do capital de terceiros; CE = composição do endividamento.

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

A Tabela 6 apresenta o resumo dos resultados obtidos para os índices de liquidez e estrutura de capital. Os resultados identificam as médias antes e depois da reorganização societária e a variação delas. Ao se observar os índices LG e LC é possível perceber uma piora da situação de solvência de curto e longo prazo das empresas, com uma variação negativa de 31,92% e 28,44%, respectivamente, das médias. Dentre as 17 empresas que tiveram os índices analisados, apenas 4 (23,53%) apresentaram melhora na média da LG, e 7 (41,17%) apresentaram elevação das médias da LC. Esses resultados são alinhados com o estudo de Camargos e Barbosa (2005), que também identificaram uma redução das médias dos índices. Esses autores justificam seus resultados por meio da suposição de que as empresas, após uma reestruturação, têm sua capacidade de pagamento reduzida devido ao investimento de uma quantidade maior de recursos para efetivação do processo de união e financiamento relacionado à combinação.

Ainda com base nos índices de LG e LC da Tabela 6, é possível constatar uma piora das médias da amostra total (com significância estatística apenas para o índice de LG), rejeitando-se, portanto, a hipótese (H_1) de que essas combinações **não** resultaram em mudanças significativas da liquidez das empresas.

Ao analisar os indicadores de estrutura de capital (Tabela 6), em relação ao PCT e ao CE, as médias apresentaram uma variação negativa de 29% e 11,67%, respectivamente, o que significa uma melhora da composição dos recursos da empresa. Dentre todas companhias

analisadas, 9 (52,94%) e 13 (76,47%) apresentaram melhora dos índices de PCT e CE, respectivamente. Comparando aos resultados apresentados por Camargos e Barbosa (2005), encontra-se uma situação oposta, tendo em vista que os resultados obtidos em seu estudo são variações positivas da média, o que indica que as empresas passaram a depender mais do capital de terceiros, enquanto os obtidos por esta pesquisa apresentam a diminuição da participação de recursos de terceiros, ou seja, indicam uma diminuição dos riscos, e aumentam a liberdade das decisões financeiras.

Por meio dos índices PCT e CE observados na Tabela 6, identificou-se uma melhora na composição do endividamento das empresas com níveis estatísticos significantes com relação ao CE. Sendo assim, refuta-se a hipótese (H_2) de que as combinações **não** resultaram em mudanças significativas da estrutura de capital.

Pode-se dizer, a respeito da situação financeira, que as empresas combinadas têm uma piora da capacidade de pagamento. Isso se dá principalmente pela demanda de recursos para realização da combinação. Os impactos gerados com relação ao endividamento apresentam uma melhora da situação financeira e, com a diminuição do capital de terceiros, possibilita-se maior dinamismo para as decisões das empresas, mas ainda apresenta índice elevado, com um PCT de 75%.

Tabela 7 – Resumo dos resultados das variáveis de rentabilidade

	Índices	Média antes	Média depois	Variação	Resultado	Teste Wilcoxon
Todas as empresas	LPA	1,04	1,47	41,77%	Melhorou	0,000
	ROA	-0,38	0,06	86,78%	Melhorou	0,276
	ROE	-0,21	-2,11	-910,28%	Piorou	0,288
	PAYOUT	0,49	0,38	-22,26%	Piorou	0,018

Nota: LPA = lucro por ação; ROA = rendimento sobre o ativo; ROE = Rendimento sobre o PL; PAYOUT = quanto do lucro da empresa é distribuído aos acionistas na forma de dividendos.

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

A Tabela 7 apresenta os indicadores de rentabilidade, onde o ROA e o LPA identificaram uma melhora, com variações positivas de 86,78% e 41,77%, respectivamente, ou seja, aumentaram-se a eficiência operacional e a lucratividade da ação. Foi possível visualizar a melhora do ROA em 10 (58,82%) e do LPA 11 (64,70%) das companhias observadas. Os resultados se aliam aos resultados encontrados por Camargos e Barbosa (2010) e Ashfaq (2014), que obtiveram variações positivas do ROA; com relação ao LPA, os resultados são divergentes, já que esses estudos identificaram uma piora no desempenho desse indicador.

Conforme a Tabela 7, o ROE e o PAYOUT obtiveram numa variação negativa das médias de 910,28% e 22,26%, respectivamente. Esses índices representam o retorno aos acionistas. Sendo assim, os processos não resultaram na criação de valores para seus investidores após a combinação. Brito *et al.* (2005) e Pessanha *et al.* (2014) também obtiveram esses resultados.

Por fim, a análise dos indicadores apresentados na Tabela 7 apontou situações controversas com melhoras e pioras, permitindo rejeitar H_3 , uma vez que há evidências de que houve mudanças significativas na rentabilidade das empresas (LPA e PAYOUT tiveram significância estatística).

A Tabela 8 apresenta o resumo dos resultados obtidos para as variáveis de sinergias operacionais, que são a MB, a MO e a ML. A MB apresentou uma variação negativa de 5,58%

das médias, mas 8 (47,05%) das empresas apresentaram melhora desse índice, subtendendo-se que essa redução não foi tão significativa (não obteve significância estatística pelo teste *Wilcoxon*), tendo em vista que a diferença das médias é de apenas 2%. Camargos e Barbosa (2010) evidenciaram a situação contrária, com melhoria significativa do índice de 5,7%.

No tocante às variáveis MO e ML, tem-se um comportamento parecido, com a melhoria comedida das médias das duas variáveis, com variações positivas de 15,74% e 1,44%. Esse resultado indica que houve a criação de sinergias operacionais. Sendo assim, está em consonância com os resultados de Camargos e Barbosa (2009, 2010).

Tabela 8 – Resumo dos resultados das variáveis do tamanho da empresa e das sinergias operacionais e gerenciais

	Índices	Média antes	Média depois	Variação	Resultado	Teste <i>Wilcoxon</i>
Todas as empresas	MB	0,45	0,42	-5,58%	Piorou	0,209
	MO	0,34	0,40	15,74%	Melhorou	0,385
	ML	0,21	0,22	1,44%	Melhorou	0,887
	EA	0,26	0,25	-2,02%	Melhorou	0,659
	TM	15,16	16,06	5,95%	Melhorou	0,000

Nota: MB = margem bruta; MO = margem operacional; ML = margem líquida; EA = eficiência administrativa; TM = tamanho da firma.

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

De acordo com a Tabela 8, é possível observar que o indicador de eficiência administrativa teve uma melhora discreta nas médias, com uma variação de 2,02%. Esse indicador apresenta a eficiência gerencial das empresas.

Dessa forma, aceita-se as hipóteses de que **não** houve mudanças significativas dos indicadores de sinergias operacionais (H_4) e sinergias gerenciais (H_5), de modo que, em nenhuma das variáveis, apresentou-se significância estatística pelo teste *Wilcoxon*.

Por fim a Tabela 8 evidencia o índice TM, que descreve o crescimento das companhias. Identifica-se uma variação positiva das médias de 5,95%, que representa o aumento da firma e de poder de mercado das empresas após a combinação de negócios. Os resultados obtidos coadunam com os apresentados por Bomfim (2014) e Camargos e Barbosa (2010).

Portanto, como as companhias apresentaram um aumento de poder de mercado e de geração de ganhos a um nível estatístico significativo em TM, há evidências suficientes para rejeitar a hipótese (H_6) de que **não** houve mudanças significativas após a combinação para o índice tamanho da firma.

Em resumo, a situação financeira das empresas após a reorganização societária passa por turbulência no que diz respeito à capacidade de pagamento reduzido e níveis elevados de endividamentos. No que diz respeito à situação econômica dessas empresas, os resultados pontuaram uma melhoria dos indicadores, que representa a criação de sinergias operacionais, mesmo que pouco significativas. Observa-se, também, o aumento do tamanho das empresas e da rentabilidade do ativo, não se identificando esse aumento repassado para os acionistas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A proposta do artigo foi identificar e analisar o desempenho econômico-financeiro das instituições financeiras que passaram por combinações de negócios que geraram *goodwill* após

esses processos. Para compor a amostra, realizou-se uma análise das empresas do setor financeiro da BM&FBovespa, onde 20 instituições tiveram seus dados coletados no banco de dados do Economática, sendo 17 destas contempladas na amostra.

A análise dos dados permitiu identificar os seguintes resultados: as situações financeiras das empresas após a reestruturação passaram por turbulência, devido à piora da liquidez, e, mesmo com a melhora dos indicadores de estrutura de capital, as instituições ainda apresentam um cenário que oferece riscos. Os índices que apresentaram-se significativos ao teste de *Wilcoxon* foram a LG e o CE, com nível de significância de 1%.

Com relação à rentabilidade das empresas após a combinação, foi possível visualizar uma discreta melhora da eficiência operacional das instituições por meio do retorno sobre o ativo, que ainda está baixo. Quanto ao retorno para os acionistas, medido por meio do ROE, apresentou uma deterioração após os processos. O LPA evidenciou uma melhora significativa com relação ao período anterior, ele representa a remuneração de cada ação no período. Apesar de o LPA ter aumentado, o PAYOUT diminuiu, o que indica que essa rentabilidade não foi passada para os acionistas. Os índices significativos ao teste de *Wilcoxon* foram: a LPA e o PAYOUT, a um nível de significância de 5%.

Ao se observarem os índices de MB, MO, ML e EA obteve-se (sem significância estatística) a criação de sinergias, visto que as variações destas foram positivas, com exceção da MB, que apresentou uma redução leve. Sendo assim, pode-se dizer que a situação econômica, operacional e gerencial das empresas melhora após a combinação de negócios. O tamanho da empresa aumentou significativamente, segundo o teste *Wilcoxon*, a um nível de 1%, resultando em um maior poder de mercado da empresa.

Em síntese, pode-se dizer que os resultados apresentados pela pesquisa coadunam com os resultados apresentados nos estudos de Camargos e Barbosa (2005, 2010), Ashfaq (2014), Bomfim (2014) e Pessanha *et al.* (2014), o que indica que não há diferenças visíveis entre os processos que geraram *goodwill* e as operações de combinação em geral.

Como limitações do estudo, destaca-se o 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 estatísticos mais robustos.

REFERÊNCIAS

- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DE MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS. (2015). *Fusões e aquisições*. Recuperado em 16 de março, 2015, de <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fusoes-e-aquisicoes/Pages/default.aspx>.
- Ashfaq, K. (2014). 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.
- Bhaumik, S. K.; & Selarka, E. (2008). Impact of M&A on firm performance in India: implications for concentration of ownership and insider entrenchment. *William Davidson Institute Working Paper*, n. 907, fev.

- Boennen, S.; & Glaum, M. (2014). Goodwill accounting: a review of the literature. *Working paper, Justus-Liebig Universitaat Giessen*, jul. 2014. Recuperado em 29 de maio, 2015 de <http://ssrn.com/abstract=2462516>.
- Bomfim, E. T. (2014). *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.
- Bonacchi, M.; Marra, A.; & Shalev, R. (2015). *Fair value accounting and firm indebtedness: evidence from business combinations under common control*. [s.n], mar. Recuperado em 29 de maio, 2015 de <http://ssrn.com/abstract=2587270>.
- Bortoluzzo, A. B.; Garcia, M. P. S.; Boehe, D. M.; & Sheng, H. H. (2014). 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.
- Brito, G. A. S., Bastistella, F. D. & Famá, R. (2005). Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 40. out./nov./dez.
- Buena-Bontas, C. A.; & Petre, M C. (2009). New approaches regarding business combinations. *Munich Personal RePEc Archive – MPRA Paper*, n. 18.133, 26 out. 2009.
- Camargos, M. A. (2008). *Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor, retorno*. Tese (Doutorado em Administração) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, Brasil.
- Camargos, M. A.; & Barbosa, F. V. (2005). 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.
- Camargos, M. A.; & Barbosa, F. V. (2009). 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.
- Camargos, M. A.; & Barbosa, F. V. (2010). 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.
- Camargos, M. A.; & Coutinho, E. S. (2008). 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. Recuperado em 21 de setembro, 2015 de
http://anpad.org.br/periodicos/content/frame_base.php?revista=3.

- 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>.
- Dalmácio, F. Z.; Rezende, A. J.; Lima, E. M.; & Martins, E. (2011). A relevância do *goodwill* no processo de avaliação das empresas brasileiras. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, São Leopoldo, v. 8, n. 4, p. 359-372, out./dez.
- Datta, D. K. (1991). Organizational fit and acquisition performance: effects of post-acquisition integration. *Strategic Management Journal*, v. 12, n. 4, p. 281-297.
- Fraser, D. R.; & Zhang, H. (2009). Mergers and long-term corporate performance: evidence from cross-border bank acquisitions. *Journal of Money, Credit, and Banking*, v. 41, n. 7, out.
- Gil, A. C. (2008). *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 6. ed. São Paulo: Atlas.
- Gugler, K.; Mueller, D. C.; Yortoglu, B. B.; & Zulehner, C. (2003). The effects of mergers: an international comparison. *International Journal of Industrial Organization*, v. 21, n. 5, p. 625-653.
- Guzmán, X. Z. (2002). *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.
- Healy, P. M.; Palepu, K. G.; & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, v. 31, p. 135-175.
- Iudícibus, S.; Martins, E.; Gelbcke, E. R.; & Santos, A. (2010). *Manual de contabilidade societária*. São Paulo: Atlas.
- Kloekner, G. O. (1994). Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. *Revista de Administração*, v. 29, n. 1, p. 42-58.
- KPMG. (2015). *Pesquisa de fusões e aquisições 2014 – 4º trimestre*. São Paulo: KPMG. Recuperado em 30 de março, 2015 de http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Fusoes e Aquisicoes/2014/FA-4-trim2014.pdf.
- Martins, E.; Almeida, D. L.; Martins, E. A.; & Costa, P. S. (2010). *Goodwill: uma análise dos conceitos utilizados em trabalhos científicos*. *Revista Contabilidade & Finanças, USP*, São Paulo, v. 21, n. 52, jan./abr.

- Motta, L. F. J.; Oliveira, P. V. C.; Cavazotte, F. S. C. N.; Figueiredo, A. C.; & Klotzle, M. C. (2013). Criação de valor em fusões e aquisições brasileiras. *Revista de Administração Faces Journal*, Belo Horizonte, v. 12, n. 4, p. 100-119, out./dez.
- Pessanha, G. R. G.; Santos, T. A.; Calegario, C. L. L.; Sáfadi, T.; & Alcântara, J. N. (2014). 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.
- Prodanov, C. C.; & Freitas, E. C. (2013). *Metodologia do trabalho científico [recurso eletrônico]: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico*. 2. ed, Novo Hamburgo: Feevale.
- Rani, N.; Yadav, S. S.; & Jain, P. K. (2013). 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.
- Richardson, R. J. (2009). *Pesquisa social: métodos e técnicas*. 3. ed. São Paulo: Atlas.
- Souza, P. A. C. (2012). *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.