



**Bernardo Rangel da Costa Paiva**

**Desempenho e Criação de Valor: Crescimento  
Orgânico e Fusões e Aquisições.**

**Dissertação de Mestrado**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. Marcelo Cabus Klotzle

Rio de Janeiro

Março de 2014



**Bernardo Rangel da Costa Paiva**

**Desempenho e Criação de Valor: Crescimento  
Orgânico e Fusões e Aquisições**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

**Prof. Marcelo Cabus Klotzle**

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

**Prof. Antonio Carlos Figueiredo Pinto**

Departamento de Administração - PUC-Rio

**Prof. Marco Antonio Cunha de Oliveira**

UFRJ

**Prof<sup>a</sup>. Mônica Herz**

Vice-Decana de Pós-Graduação do CCS – PUC-Rio

Rio de Janeiro, 24 de março de 2014

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

### **Bernardo Rangel da Costa Paiva**

Graduou-se em Economia na PUC-Rio (Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro) em 2009. Iniciou sua carreira profissional na BRMALLS como analista financeiro. Estruturou uma área corporativa de gestão de utilidades e eficiência energética. Atualmente atua como gerente de investimentos em capex corporativamente.

#### Ficha Catalográfica

Paiva, Bernardo Rangel da Costa

Desempenho e criação de valor: crescimento orgânico e fusões e aquisições / Bernardo Rangel da Costa Paiva ; orientador: Marcelo Cabus Klotzle. – 2014.  
48 f. : il. (color.) ; 30 cm

Dissertação (mestrado)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2014.  
Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Criação de valor. 3. Retornos anormais. 4. Q de Tobin. I. Klotzle, Marcelo Cabus. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD:658

Á minha amada esposa Bruna Bahiense Rajão Paiva, pela compreensão,  
incentivo, apoio e amor.

Aos meus pais, que sempre me ensinaram a valorizar a educação e a buscar o  
desenvolvimento intelectual sendo esta a minha única conquista para toda a vida.

## Agradecimentos

Agradeço ao meu orientador, Professor Dr. Marcelo Cabús Klotzle, por sua dedicação, busca pela excelência e por sua confiança de que eu seria capaz de chegar até o final. Sem ele, este trabalho não seria possível. Suas contribuições foram muito importantes para o desenvolvimento.

Agradeço à BRMALLS, empresa em que trabalho, por ter patrocinado, financeiramente, parte deste curso. Em especial ao Gerente de Operações Renato Gaspar, que foi uma das pessoas a me ajudar a conquistar este apoio dentro da empresa, Bianca Bastos, gerente de Gente e Gestão e Ruy Kameyama, Diretor de Operações, por aprovarem este patrocínio e acreditarem no meu potencial profissional. Agradeço também à todos os meus colegas que trabalharam diretamente comigo, em especial os meus superiores imediatos e meus subordinados imediatos, por compreenderem a carga horária obrigatória no curso e me ajudarem nas minhas funções dentro da empresa.

Á minha esposa e companheira, Bruna Bahiense Rajão Paiva, pelo apoio e compreensão nesta jornada longa, onde tivemos que privilegiar este projeto pessoal em detrimento de planos conjugais, além de me apoiar e incentivar em todos os momentos de dificuldade.

## Resumo

Paiva, Bernardo Rangel da Costa; Klotzle, Marcelo Cabus. **Desempenho e Criação de Valor: Crescimento Orgânico e Fusões e Aquisições**. Rio de Janeiro, 2014. 48p Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

A presente pesquisa se insere em um contexto caracterizado pela crescente discussão de geração de valor ao acionista intensificada pela crise econômica ocorrida entre os anos de 2008 e 2009, que fez crescer diversas dúvidas relacionadas à doutrina de maximização do valor para o acionista principalmente no que tange as estratégias para alcançar este objetivo. Neste contexto, a definição e a escolha da estratégia mais adequada se mostram como diferenciais para enfrentar os desafios impostos pelo cenário econômico no que tange a questão do desempenho da empresa e seu retorno para os acionistas. Desta forma, o objetivo central do estudo foi relacionar as estratégias de crescimento (fusões e aquisições ou crescimento orgânico) com o desempenho de empresas que passaram por um processo de fusões e aquisições no período de 2003 até 2013 baseado no indicador de desempenho definido como Q de Tobin. A pesquisa foi realizada por meio de testes estatísticos com dados empíricos das empresas de capital aberto, com ações negociadas na bolsa de valores de São Paulo e avaliou indicadores de retornos das ações das empresas que foram adquiridas e das firmas que as compraram, bem como características da transação tais como a forma de pagamento, a quantidade de compradores, o tamanho relativo entre as empresas e o desempenho destas empresas medido pelo índice Q de Tobin. Os resultados demonstraram que a base de dados disponível para o período analisado não é suficiente para chegarmos a uma conclusão definitiva sobre o impacto das variáveis citadas acima sobre o retorno das ações.

## Palavras-chave

Criação de valor; retornos anormais; Q de Tobin

## Abstract

Paiva, Bernardo Rangel da Costa; Klotzle, Marcelo Cabus (Advisor). **Performance and Value Creation: Mergers and Acquisitions**. Rio de Janeiro, 2014. 48p. MSc. Dissertation – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This research is part of a context characterized by increasing use of discussion to generate shareholder value enhanced by the economic crisis that occurred in 2008/2009 that has increased several questions related to the doctrine of maximizing shareholder value, especially regarding the strategies to achieve this goal. In this context, the definition and selection of the most appropriate strategy is shown as differential to face the challenges posed by the economic scenario regarding the issue of the performance of the company and its shareholder return. Thus, the main objective of this research was to compare the growth strategies ( mergers and acquisitions or organic growth ) with the performance of companies that have gone through a process of mergers and acquisitions from 2003 to 2013 based on the performance indicator defined as Tobin's Q. The survey was conducted by means of statistical tests with empirical data of publicly traded companies with shares traded on the São Paulo Stock Exchange and assessed indicators of stock returns of companies that went through the acquisition event as well as features transaction such as payment method, the number of buyers, the relative size between firms and the performance of these companies measured by Tobin's Q. The results showed that the available database for the reporting period is not sufficient to come to a definite conclusion about the impact of the aforementioned variables on stock returns.

## Keywords

Value creation; abnormal returns; Tobin's Q

## Sumário

1. Introdução	11
2. Revisão de Literatura	13
2.1. Teoria dos <i>Stakeholders</i> e geração de Valor para o Acionista	13
2.2. Fusões e Aquisições e Crescimento Orgânico	17
2.2.1. Motivações para Fusões e Aquisições e Crescimento Orgânico	18
2.2.2. Vantagens e Desvantagens das Fusões e Aquisições e Crescimento Orgânico	19
2.3. Indicadores para Avaliação de Desempenho da Firma	20
2.3.1. Indicadores de Desempenho para Geração de Valor ao Acionista	21
2.3.2. Indicadores de Desempenho para Fusões e Aquisições	23
2.3.3. Indicadores de Desempenho de Crescimento Orgânico	26
3. Metodologia	28
3.1. Identificação da Amostra e Seleção de Dados	29
4. Resultados Obtidos	32
4.1. Retorno Anormal	32
4.2. TOBIS Q e Retornos Anormais de Aquisições	32
4.3. Modelo com Duas Variáveis	34
4.4. Modelo com Quatro Variáveis	36
4.5. Teste dos Regressores	38
4.5.1. Multicolinearidade	38
4.5.2. Homocedasticidade	39
4.5.3. Normalidade dos Resíduos	43
5. Conclusão	45
6. Referências Bibliográficas	47

## Lista de gráficos

Gráfico 1 – Distribuição do número de aquisições na BOVESPA 30

## Lista de tabelas

Tabela 1 – Distribuição da forma de pagamento nas operações da BOVESPA	31
Tabela 2 – Modelo de Regressão Acquirer Return com duas variáveis	34
Tabela 3 – Modelo de Regressão Target Return com duas variáveis	34
Tabela 4 – Modelo de Regressão Total Return com duas Variáveis	35
Tabela 5 – Modelo de Regressão Acquirer Return com quatro Variáveis	36
Tabela 6 – Modelo de Regressão Target Return com quatro Variáveis	37
Tabela 7 – Modelo de Regressão Total Return com quatro Variáveis	38
Tabela 8 – Matriz de Correlação das variáveis explicativas	39
Tabela 9 – Teste de White para Acquirer Return	40
Tabela 10 – Teste de White para Target Return	41
Tabela 11 – Teste de White para Total Return	42
Tabela 12 – Teste de Normalidade dos Resíduos Target Return	43
Tabela 13 – Teste de Normalidade dos Resíduos Acquirer Return	44
Tabela 14 – Teste de Normalidade dos Resíduos Total Return	44