

## **Fusões e Aquisições de Empresas de Ensino Superior: o efeito da estratégia sobre o valor das ações**

**Alan Willame de Souza Silva** – [alansouza.usp@gmail.com](mailto:alansouza.usp@gmail.com)

Pesquisador do GRT Finance – FEA-RP/USP

**Tabajara Pimenta Junior** – [taba.jr@usp.br](mailto:taba.jr@usp.br)

Professor Associado – FEA-RP/USP

**Mara Alves Soares** – [marasoares@ufu.br](mailto:marasoares@ufu.br)

Professora Doutora – FAGEN/UFU

**Luiz Eduardo Gaio** - [luiz.gaio@fca.unicamp.br](mailto:luiz.gaio@fca.unicamp.br)

Professor Doutor - FCA – UNICAMP

**Marcelo Augusto Ambrozini** - [marceloambrozini@yahoo.com.br](mailto:marceloambrozini@yahoo.com.br)

Professor Doutor - FEA-RP/USP

### **Resumo**

O anúncio de um processo de fusão ou aquisição, envolvendo empresas de capital aberto de qualquer setor relevante na economia nacional, provoca ampla repercussão nos meios de comunicação e atrai a atenção dos investidores do mercado financeiro. A ocorrência destes processos provoca alterações nas carteiras de investimentos por diversas razões, dentre elas pelas oportunidades de ganhos extraordinários que podem surgir. O objetivo deste trabalho foi detectar e mensurar a ocorrência de retornos extraordinários aos acionistas de empresas de ensino superior privado, listadas na bolsa de valores brasileira, a B3, quando da ocorrência de processos de fusões e aquisições. Utilizando-se da técnica de Estudo de Eventos, conforme a metodologia proposta por Seiler (2004), e adaptada por Ferrer (2008), sobre dados dos processos ocorridos no período de 2007 a 2015, os resultados mostraram que não foi possível detectar a presença de retornos anormais aos acionistas das empresas adquirentes. A conclusão principal, à luz da metodologia empregada e dos dados considerados, é que eventos desta natureza não promovem alterações no valor da empresa no curto prazo.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições; Retornos Anormais; Ensino Superior Privado.

## 1. Introdução

O presente trabalho, com sua abordagem empírica e foco em retornos financeiros, está inserido no contexto amplo e complexo do ensino superior privado, responsável por mais de 87% das vagas de graduação ofertadas no país, segundo o INEP (2016).

De acordo com a Lei nº 9.394/1996 (BRASIL, 1996), conhecida como a Lei de Diretrizes e Bases da Educação Nacional (LDB), a educação superior se constitui no mais elevado nível da educação brasileira, podendo ser ofertada por universidades, faculdades, institutos politécnicos, escolas superiores ou outras instituições que confirmam grau acadêmico ou diploma profissional, sendo públicas, privadas ou do terceiro setor.

No que tange o período mais atual da história brasileira, de acordo com Martins (2009), um dos marcos no cenário das Instituições de Ensino Superior (IES) se deve à Reforma Universitária de 1968, a partir do processo de federalização das instituições de ensino superior e do movimento estudantil.

Saviani (2010) destaca outro ponto disruptivo no processo evolutivo das instituições de ensino superior brasileiro, que é a LDB. A lei apresentou-se como uma reordenação do sistema educacional por inteiro e abriu um conjunto de inovações no intuito de deixar o acesso ao ensino superior menos elitista. Mancebo (2004) aponta que a Lei flexibiliza as estruturas das instituições que ofertam educação superior, fomentando a diversificação e culminando em um movimento expansionista da esfera privada. Corbucci (2004) complementa, observando que o processo de abertura econômica que o Brasil vivenciou na década de 1990 também foi fator de aceleração para a conjuntura do ensino superior privado, em grande parte pelos subsídios e incentivos financeiros oferecidos às instituições.

O Censo da Educação Superior, segundo INEP (2016) confirma que as instituições de ensino superior privado tiveram avanço substancial, quando comparadas com as do ensino superior público, após a abertura econômica brasileira e a promulgação da LDB. Em 1996, o número de instituições de ensino superior privado representava 76,5% dentre o total de instituições de ensino superior no Brasil. Já em 2015, esse número representou 87,5%, de um total de 2.368 IES em toda a Federação.

As possibilidades de investimentos, maiores facilidades para ingressar em um mercado em plena expansão e a aplicação de práticas de gestão consolidadas permitiram com que as empresas de ensino superior privado alavancassem seus números. Como resultado, o mercado começou a observar os primeiros processos de Fusões e Aquisições (F&A) deste setor como aponta Chaves (2010, p. 496).

Os processos de transferência de manutenção (posse) envolvendo instituições de ensino superior, a partir de 2007 se profissionalizam, passando a ter destaque no mercado financeiro, com a entrada da Anhanguera Educacional Participações S.A. na bolsa, com o primeiro Initial Public Offering (IPO) do setor. No mesmo ano a organização adquiriu o total do capital social do Centro Universitário Ibero-Americano (UNIBERO), por cerca de R\$ 16 milhões (CVM, 2008).

Brito, Battistella e Famá (2005) apontam que o principal objetivo de tais transações é a criação de riqueza para acionistas, o que é almejado considerando propósitos estratégicos intermediários, como a busca por novos mercados, a diversificação do portfólio de produtos e ganhos de economia de escala, muitas vezes devido à dificuldade de crescimento apenas por oportunidades internas. Verticalização com garantia de matéria prima, aumento da capacidade de endividamento e compensação de prejuízos fiscais também são elementos motivadores.

O anúncio de um processo de fusão ou aquisição, seja no setor de ensino superior privado ou qualquer outro setor relevante na economia nacional, provoca ampla repercussão nos meios de comunicação e atrai a atenção dos investidores. Naturalmente, a ocorrência destes processos acaba por provocar alterações nas carteiras de investimentos de investidores institucionais, qualificados, internacionais e profissionais de modo geral. As alterações nas carteiras ocorrem por diversas razões, como a existência de regras de composição, a recomposição natural das carteiras passivas (que seguem *benchmarks*, dos quais o mais frequente é a carteira teórica do Ibovespa) e a oportunidade de ganhos extraordinários que um processo de F&A pode gerar. Silva, Kayo e Silveira (2014), por exemplo, fizeram uma compilação de estudos que avaliaram a ocorrência de retornos anormais oferecidos por variações em cotações de ações de empresas que se envolveram em processos de F&A. Os resultados dos estudos revelam que, em média, os processos de F&A criaram valor para os acionistas das adquirentes, mas em uma amostra de 249 processos houve elevada dispersão de resultados, inclusive com a presença de vários casos de retornos negativos ou nulos.

É neste cenário que este trabalho se insere, lançando um olhar sobre os processos de fusões e aquisições com empresas de educação superior privada, mais especificamente na potencial geração de retornos anormais aos acionistas das empresas adquirentes. O período de 2007 a 2015 foi escolhido por ter sido fértil em processo de F&A neste setor econômico e concentrar o maior número de eventos deste tipo. No trabalho são analisados os efeitos dos anúncios de processos de F&A envolvendo três empresas de ensino superior privado, de grande porte, de capital aberto e listadas na bolsa de valores brasileira, a B3 (Kroton Educacional S.A., Estácio Participações S.A. e Ser Educacional S.A.).

Espera que este trabalho venha a contribuir para responder à seguinte pergunta de pesquisa: o anúncio do processo de fusões e aquisições de empresas do ensino superior, entre 2007 e 2015, gerou retornos anormais aos acionistas das empresas adquirentes? Para este fim, no presente trabalho se utilizou da técnica do Estudo de Eventos, seguindo a metodologia proposta por Seiler (2004), adaptada por Ferrer (2008).

## 2. Revisão da Literatura

Uma das grandes preocupações do administrador contemporâneo é a definição de uma estratégia coerente com o posicionamento do negócio, que proporcione ao mesmo tempo direcionamento e flexibilidade. Segundo Porter (1986), a definição da estratégia envolve o processo de tomada de decisão quanto ao posicionamento competitivo da organização perante o mercado, evidenciando sua vantagem competitiva. Zilber, Fischmann e Pikieny (2008, p. 140) apontam que uma boa estratégia deve conjugar “valor, posição, integração e adaptação de atividades, para ser capaz de trazer competitividade, sustentabilidade e oferecer uma combinação única de valor para o cliente”.

Os processos de F&A são resultado da intensa competição interorganizacional fomentada pelo modelo capitalista, cuja necessidade de ganhos de produtividade e acumulação de capital intensificam a pressão por abertura de novos mercados e derrota de concorrentes. Este cenário se potencializou com a profissionalização do mercado financeiro e pela organização do capital em forma de sociedades anônimas, o que impulsionou as transações de F&A, em quantidade e valores financeiros (CANO, 2002). Jensen e Ruback (1983), em estudo pioneiro, constataram que tais transações, ao utilizar recursos específicos, geram aos acionistas valor econômico que não seria alcançado por meio de outras estratégias. Na literatura científica brasileira, a quantidade de trabalhos produzidos ainda é modesta e com resultados divergentes, conforme apontam Camargos e Camargos (2015) que analisaram a produção científica publicada entre os anos de 1994 e 2014 sobre este tema e concluíram que os resultados são controversos.

Ao que tange o cenário econômico brasileiro, e suas particularidades quanto aos processos de F&As, Tanure e Cançado (2005) desenvolveram uma pesquisa com 106 empresas brasileiras, além de sete estudos de caso, com dados referentes ao período de 1995 a 2001, para demonstrar o panorama das operações de F&A no Brasil e o impacto de aspectos da cultura no desenvolvimento de tais operações. Os resultados indicaram que as três principais razões para aquisições no Brasil, naquele período, foram: aumento de participações, benefícios associados à localização geográfica e penetração em novos mercados, respectivamente. O que evidenciou, também na visão das autoras, que os executivos das empresas adquirentes possuíam maior foco nos quesitos de mercado. Já as empresas que venderam suas participações, em maioria, foram estimuladas por questões financeiras e transacionais. Outra conclusão indicada no estudo foi que há um perfil de gestão híbrida no Brasil perante os processos de F&As. Possivelmente influenciado por seus aspectos culturais e especificidades, há uma combinação de racionalização de etapas por parte das empresas que adquirem e, em concomitância, há aspectos que beiram à informalidade daquelas que foram adquiridas.

Por meio entrevistas realizadas em profundidade com os executivos do setor de autopeças, Zilber, Fischmann e Pikieny (2008) observaram que a diversificação do portfólio de produtos e o *market share* mostravam-se como os principais motivadores dos tomadores de decisões estratégicas ao se decidirem por um processo de F&A. Também foi destacado que empresas que possuíam estratégias voltadas para horizontes de médio e longo prazos, tenderam a adquirir empresas com elevados percentuais de *market share* (concorrentes). Mas as empresas que possuíam um planejamento apenas para o curto prazo, focaram o objetivo de seus processos de F&A em empresas de elevada lucratividade e retorno financeiro.

A pesquisa de Rocha, Iooty e Ferraz (2001) focou as empresas que foram adquiridas e seus indicadores contábeis e financeiros após a ocorrência do processo de F&A. Os autores apresentam um cenário de ceticismo, por parte de investidores e gestores das empresas adquiridas, ao descreverem o desenvolvimento de processos de F&A ocorridos na década de 1990. Do estudo, que analisou informações de 120 empresas da indústria brasileira, pode-se concluir que não houve aumento de rentabilidade nas empresas adquiridas dentro do prazo de dois anos após a aquisição. Outra conclusão é que a participação de mercado que as empresas detinham antes de serem adquiridas não sofreu alteração dentro deste mesmo período de dois anos após serem adquiridas; e ainda que não havia evidências estatísticas que comprovassem mudanças no perfil de investimento praticado pelas empresas adquiridas.

Hoffmann, Vieira e De Menezes (2017) estudaram o comportamento de indicadores de eficiência para 154 processos de F&A ocorridos no Brasil e observaram que não existir uma diferenciação entre essas empresas e aquelas que optaram pela estratégia de crescimento orgânico. Contudo, obtiveram um resultado muito interessante, que indicava que as empresas que já possuíam *know how* em processos de F&A, tiveram desempenho destacadamente superior, o que sugere que a experiência é fundamental para a identificação e obtenção das sinergias possíveis ao se adquirir uma empresa.

Brito, Batistella e Famá (2005) investigaram a possível ocorrência de retornos anormais aos acionistas de empresas adquirentes em processos de F&A, no setor bancário, com o uso da técnica de Estudo de Eventos. Foram selecionados os processos ocorridos nos anos de 1997 a 2003, envolvendo as três instituições financeiras com maiores volumes de ativos. Os resultados mostraram que os acionistas destas instituições não obtiveram retornos anormais por ocasião das F&A. Resultado semelhante foi obtido por Camargos e Barbosa (2005) que também investigaram a possível ocorrência de retornos anormais para acionistas de empresas brasileiras adquirentes em processos de F&A, com dados do período de 1994 a 2002.

Em estudo posterior, realizado para avaliar se as sinergias operacionais resultantes dos processos de F&A geraram valor aos seus acionistas, Camargos e Barbosa (2009) avaliaram a criação de valor em 76 empresas que passaram por processos de F&A entre os anos de 1996 e 2004. Os autores utilizaram três variáveis para mensurar a criação de valor: Q de Tobin, a razão entre valor de mercado e valor patrimonial, e o valor da firma. Já as sinergias foram analisadas por meio de quatro variáveis: margem de EBIT, geração de EBITDA, geração bruta de caixa e evolução da receita líquida. Os autores concluíram que houve mudanças positivas e significativas nas variáveis de criação de valor, ou seja, na riqueza de seus acionistas. Além disso, concluíram que as F&A estudadas resultaram em sinergias operacionais às empresas e que as empresas adquirentes apresentaram maior potencial na criação de valor e aproveitamento de sinergias, se comparadas com empresas adquiridas.

Patrocínio, Kayo e Kimura (2007) também realizaram pesquisa sobre F&A e a ocorrência de retornos anormais aos acionistas das empresas envolvidas, porém, com análise na relação entre a intangibilidade e a criação de valor nos eventos de F&As. Duas amostras foram examinadas, uma de empresas intangível-intensivas e outra de empresa tangível-intensivas. Os resultados mostraram diferenças na geração de valor econômico para as duas amostras de empresas, revelando que as aquisições com foco na incorporação de ativos intangíveis das empresas-alvo geravam mais valor à empresa adquirente.

Leitão e Galli (2014) estudaram a influência de eventos F&A na volatilidades das ações das empresas envolvidas. Foram examinados os processos ocorridos entre 2003 e 2007 com em listadas na bolsa de valores brasileira. No estudo foram consideradas duas datas de referência (data do evento), a data do anúncio e data da conclusão do processo da F&A. Os resultados obtidos mostraram que não houve alterações estatisticamente significantes na volatilidade das ações.

Nos estudos desenvolvidos por Novis Neto e Saito (2002) e por Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004) foram investigadas as potenciais ocorrências de retornos anormais por ocasião de anúncios de distribuição de dividendos por empresas brasileiras de capital aberto. As conclusões de ambos os estudos é que este tipo de evento também não gerou retornos anormais com significância estatística.

A revisão da literatura científica sobre este tema revela que não há um consenso a respeito dos efeitos dos processos de F&A sobre o comportamento dos retornos das ações das empresas envolvidas. Também se verifica variações metodológicas que, por vezes, pode impossibilitar a comparação de resultados obtidos em estudos aparentemente similares. Especificamente para o setor de ensino superior privado, cuja presença de empresas com capital aberto é relativamente recente, a revisão da literatura não revelou estudos relacionando processos de F&A com geração de retornos anormais nas ações das empresas. Alguns artigos exploraram aspectos culturais, sociais ou as sinergias geradas pelas transações de crescimento inorgânico. Um exemplo deles é o trabalho de Sarfati e Shmartzbaum (2013), no qual analisaram os processos de F&A das empresas Kroton Educacional S.A., Estácio Participações S.A. e Anhanguera Educacional S.A, e concluíram que houve ganhos de sinergias operacionais que justificaram a estratégia de crescimento por F&A. Assim, este estudo busca contribuir para preencher uma lacuna neste campo de pesquisa e conhecimento.

### **3. Metodologia**

Neste estudo foi aplicada a técnica do Estudo de Eventos com o propósito de se detectar a ocorrência de retornos anormais oferecidos pelas variações das cotações das ações de três empresas de capital aberto, do setor educacional, que adotaram a estratégia de realizar fusões e aquisições para seu crescimento, no período que abrange os anos de 2007 a 2015.

Depois de identificadas as empresas (Kroton Educacional S.A., Estácio Participações S.A. e Ser Educacional S.A.), o primeiro passo foi identificar as datas dos eventos de fusões e aquisições promovidos pelas três empresas no período entre 01/01/2007 e 31/12/2015. Informações destes eventos foram obtidas com a divulgação dos informativos de “Fato Relevante”, publicados junto à CVM. Em seguida, foram coletadas as séries históricas das cotações das ações, referentes a este intervalo de nove anos, disponibilizadas pela B3, a bolsa de valores brasileira.

Uma vez coletados os dados mencionados, no presente trabalho se utilizou a metodologia proposta por Seiler (2004), adaptada por Ferrer (2008). As etapas do “Estudo de Evento”, para detectar a ocorrência de retornos anormais, são as seguintes:

- Identificação da data do evento: a data adotada neste trabalho foi a da divulgação da informação pela CVM pelo informativo de Fato Relevante, data esta também divulgada pelas próprias empresas, pela Diretoria de RI - Relação com Investidores.
- Definição da janela temporal: foi adotada uma janela temporal de cinco dias úteis (uma semana em dias corridos), imediatamente posterior à data do evento.
- Definição do período base: foi adotado um período de 60 dias corridos, imediatamente anterior à data do evento, para o cálculo do retorno normal das ações.
- Seleção dos casos: os casos ou eventos selecionados compõem-se das divulgações de Fatos Relevantes referentes aos processos de fusão ou aquisição de empresas, empreendidos pelas três empresas selecionadas, que ocorreram no período de nove anos de 2007 a 2015.
- Cálculo do retorno das ações: foram obtidas as séries históricas de retornos das ações das três empresas, a partir das séries históricas de cotações. Foi adotado o retorno logarítmico calculado conforme a Equação 1.

$$R_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$$

Onde:

$R_t$  = Retorno da ação entre as datas  $t$  e  $t-1$ ;

$P_t$  = Preço da ação na data  $t$ ;

$P_{t-1}$  = Preço da ação na data  $t-1$ .

- Cálculo dos Retornos Anormais Padrão (RAP): o primeiro passo é encontrar os coeficientes ( $\alpha$  e  $\beta$ ) da regressão dos retornos da ação em relação ao retorno da carteira de mercado. Neste estudo foi adotada a carteira do Ibovespa como *proxy* da carteira de mercado. Os retornos anormais são obtidos pela diferença entre o retorno efetivamente ocorrido e o retorno esperado. Por fim, o RAP é o retorno anormal ajustado pelo desvio-padrão. As equações são as que seguem.

$$\bar{R}_{j,t} = \alpha_j + \beta_j R_M$$

Onde:

$R_j$  = Retorno esperado da ação  $j$ ;

$\alpha$  = Coeficiente linear da reta de regressão de  $R_j$  como função de  $R_M$ ;  
 $\beta$  = Coeficiente angular da reta de regressão de  $R_j$  como função de  $R_M$ ;  
 $R_M$  = Retorno da carteira de mercado.

$$RA_{j,t} = R_{j,t} - R_{j,t}$$

$$RA_{j,t} = R_{j,t} - \alpha_j - \beta_j R_M$$

Onde:

$RA_{j,t}$  = Retorno anormal da ação  $j$  no período  $t$ ;

$R_{j,t}$  = Retorno ocorrido da ação  $j$  no período  $t$ ;

$-\alpha_j - \beta_j R_M$  = Retorno esperado da ação  $j$  no período  $t$ , com base na regressão com  $R_M$ ;

$R_M$  = Retorno da carteira de mercado.

$$RAP_{j,t} = \frac{RA_{j,t}}{\sqrt{S^2 RA_{j,t}}}$$

Onde:

$RAP_{j,t}$  = Retorno anormal padrão da ação  $j$  no período  $t$ ;

$RA_{j,t}$  = Retorno anormal da ação  $j$  no período  $t$ ;

$S^2 RA_{j,t}$  = Variância dos retornos anormais da ação  $j$  no período  $t$ .

- Cálculo dos Retornos Anormais Padrão Acumulados (RAPA): nesta etapa se obtém para cada ação o retorno anormal acumulado ao longo de toda a janela temporal.
- Determinação da Significância Estatística: para este fim, o primeiro passo é obter a estatística  $Z$  do valor da soma dos RAP, denominada SRAP. Com base na estatística  $Z$ , e o  $p$ -value ao nível de 95% de significância estatística, a hipótese nula, da ocorrência de retornos anormais, é testada. As equações são as que seguem.

$$Z_t = \frac{SRAP_t}{\sqrt{\sum_{j=1}^N \frac{D_j - 2}{D_j - 4}}}$$

Onde:

$Z_t$  = Estatística  $Z$  para cada dia da janela;

$SRAP_t$  = Somatório dos retornos anormais padrão no período  $t$ ;

$D_j$  = Número de dias apurados (período base + janela);

$N$  = Número de empresas.

Para os RAPA, é necessário ajustar o cálculo da estatística  $Z$ :

$$Z(a)_t = \left( \frac{1}{\sqrt{N}} \right) \frac{\sum_{T_1}^{T_2} RAP_{j,t}}{(T_2 - T_1 + 1) \left( \frac{D_j - 2}{D_j - 4} \right)}$$

Onde:

$Z(a)_t$  = Estatística Z para os retornos acumulados no período t;

$RAP_{j,t}$  = Retorno anormal padrão da ação j no período t;

$D_j$  = Número de dias apurados (período base + janela);

$T_1$  = Primeiro dia do período t;

$T_2$  = Último dia do período t;

$N$  = Número de empresas.

#### 4. Análise dos Resultados

No período estudado, ocorreram 20 eventos de fusões e aquisições envolvendo a empresa Kroton Educacional S.A., 21 eventos envolvendo a empresa Estácio Participações S.A. e cinco eventos envolvendo a empresa Ser Educacional S.A.

A Tabela 1 exibe as estatísticas descritivas dos RAP (Retornos Anormais Padrão) obtidos para a empresa Kroton Educacional S.A. para cada um dos 20 eventos. Na primeira coluna constam as datas dos eventos, cujos anúncios foram publicados junto à CVM e nas demais colunas constam, respectivamente, a média, mediana, desvio-padrão, valor máximo e valor mínimo dos RAP, e o número de observações.

TABELA 1 – Estatísticas descritivas dos RAP das ações da Kroton Educacional S.A.

Data	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Máximo	Mínimo	Obs
18/09/2007	0,007093	-0,111690	0,706718	2,880409	-1,262182	46
11/12/2007	-0,153150	-0,108210	0,484412	0,739239	-1,656681	66
12/12/2007	-0,154900	-0,108210	0,485508	0,739239	-1,656682	66
14/12/2007	-0,154640	-0,108210	0,480949	0,739239	-1,656682	66
18/01/2008	-0,184810	-0,154490	0,551913	1,161982	-1,656688	66
24/01/2008	-0,217940	-0,168380	0,574286	1,161982	-1,656687	66
28/03/2008	-0,062470	-0,021460	0,631937	1,294954	-1,409456	66
07/04/2008	-0,056750	0,037481	0,612560	1,294954	-1,409457	66
14/04/2008	0,018026	0,059972	0,653639	1,664877	-1,409458	66
29/04/2008	0,102911	0,109457	0,625854	1,664877	-1,409454	66
13/06/2008	0,096016	0,067428	0,527785	1,664877	-1,216114	66
26/08/2008	-0,170120	-0,092740	0,613753	1,129576	-2,874705	66
12/03/2010	0,041894	0,074686	0,400559	1,362806	-1,066760	66
14/07/2011	-0,003460	-0,007590	0,338242	0,913471	-1,178978	66
19/07/2011	0,004624	-0,007550	0,335708	0,913471	-1,178977	66
21/09/2011	-0,001380	-0,020650	0,530062	1,76035	-1,390466	66
16/12/2011	-0,009050	-0,009190	0,363171	0,894757	-1,135218	66
27/04/2012	0,139776	0,132463	0,352964	0,848141	-0,561799	66
29/05/2012	0,107236	0,088724	0,418933	1,217345	-1,046205	66
23/04/2013	-0,134780	0,089484	2,116156	1,809265	-16,67344	66

Fonte: Elaborado pelos autores

Para cada evento, obteve-se uma quantidade de observações que, em quase a totalidade dos casos, é de 66 dias. Porém, para o evento ocorrido em 18/12/2007, a quantidade de observações se limitou a 46 dias, pois a empresa havia aberto seu capital recentemente quando anunciou a aquisição.

Merece menção o valor do desvio-padrão de 2,116156% (muito superior aos de todos os outros eventos) e o valor mínimo de -16,67344% (muito inferior aos de todos os outros eventos) atingido pelos Retornos Anormais Padrão referentes à operação de aquisição ocorrida em 23/04/2013. Esta operação foi a maior aquisição realizada pela Kroton Educacional S.A. no período em questão. A empresa adquirida foi a Anhanguera S.A. que, pelo *prte* e *market share*, gerou enorme repercussão na mídia e no mercado acionário.

A Tabela 2 exhibe as estatísticas descritivas dos RAP (Retornos Anormais Padrão) obtidos para a empresa Estácio Participações S.A. para cada um dos 21 eventos. Na primeira coluna constam as datas dos eventos, cujos anúncios foram publicados junto à CVM e nas demais colunas constam, respectivamente, a média, mediana, desvio-padrão, valor máximo e valor mínimo dos RAP, e o número de observações.

TABELA 2 – Estatísticas descritivas dos RAP das ações da Estácio Participações S.A.

Data	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Máximo	Mínimo	Obs
20/08/2007	0,003204	-0,111445	1,076728	2,745021	-2,277419	21
29/02/2008	-0,204021	-0,139965	0,698527	2,108701	-2,022320	66
04/06/2008	0,338221	0,141005	1,253387	8,698366	-1,365627	66
14/08/2008	0,069722	-0,004256	0,579248	1,566117	-1,216484	66
07/11/2008	-0,039002	-0,074383	1,425964	5,240539	-4,892574	66
18/10/2010	0,081220	-0,003662	0,761136	3,115313	-2,521496	66
22/02/2011	-0,014211	-0,050572	0,520737	1,348696	-1,510502	66
07/04/2011	-0,047210	-0,112524	0,591031	2,062962	-1,133481	66
12/04/2011	-0,025000	-0,091797	0,594521	2,062966	-1,133481	66
06/02/2012	0,023402	0,024881	0,572953	1,631669	-1,380261	66
28/05/2012	0,128134	0,112158	0,482743	0,883220	-1,411948	66
26/06/2012	0,149817	0,123088	0,456072	0,883226	-1,173586	66
01/08/2012	0,054409	0,092845	0,451079	0,858260	-1,173539	66
05/04/2013	0,070703	0,148974	0,448239	0,871733	-1,124430	66
17/06/2013	-0,407320	0,080735	3,805499	1,199632	-30,67100	66
12/09/2013	-0,003022	-0,021499	0,493747	1,085036	-1,304929	66
01/07/2014	0,102920	0,097077	0,419177	1,471795	-0,786846	66
07/08/2014	0,037311	0,024191	0,552935	1,471795	-1,879343	66
18/11/2014	0,030023	-0,030860	0,625427	2,917268	-1,219166	66
07/07/2015	-0,018003	0,037965	0,695821	1,492579	-1,626683	66
17/11/2015	0,119901	0,095621	0,830141	2,628285	-2,110402	66

Fonte: Elaborado pelos autores

Para cada evento obteve-se uma quantidade de observações, que em quase a totalidade dos casos são de 66 dias. Porém, para o evento ocorrido em 20/08/2007, a quantidade de observações se limitou a 21 dias, pois a empresa havia aberto seu capital recentemente quando anunciou a aquisição.

Merece menção o valor do desvio-padrão de 3,805499% (muito superior aos de todos os outros eventos) e o valor mínimo de -30,67100 (muito inferior aos de todos os outros eventos) atingido pelos Retornos Anormais Padrão referentes à operação de aquisição ocorrida em

17/06/2013. Esta operação foi a maior aquisição realizada pela Estácio Participações S.A. no período em questão. A empresa adquirida foi a Uniseb S.A., um grande *player* do mercado educacional brasileiro, o que gerou enorme repercussão na mídia e no mercado acionário.

A Tabela 3 exibe as estatísticas descritivas dos RAP (Retornos Anormais Padrão) obtidos para a empresa Ser Educacional S.A. para cada um dos cinco eventos. Na primeira coluna constam as datas dos eventos, cujos anúncios foram publicados junto à CVM e nas demais colunas constam, respectivamente, a média, mediana, desvio-padrão, valor máximo e valor mínimo dos RAP, e o número de observações.

TABELA 3 – Estatísticas descritivas dos RAP das ações da Ser Educacional S.A.

Data	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Máximo	Mínimo	Obs
23/12/2013	0,276743	0,259411	0,455440	1,645050	-0,512712	43
21/07/2014	0,120331	0,100806	0,581178	1,380912	-1,045120	66
15/12/2014	0,136118	0,122122	0,770031	3,778322	-1,542700	66
26/03/2015	-0,352093	0,010431	1,950264	3,719263	-6,971609	66
30/06/2015	0,092306	0,094927	0,853276	2,043416	-1,980374	66

Fonte: Elaborado pelos autores

A Tabela 3 revela que também o primeiro evento de aquisição da Ser Educacional S.A. contou com um número menor de observações (um total de 43), devido ao fato de que a abertura do capital da empresa havia ocorrido num espaço de tempo inferior aos 66 dias da janela temporal adotada para os demais eventos.

Merece menção o valor do desvio-padrão de 1,950264% (superior aos de todos os outros eventos) e o valor mínimo de -6,971609 (inferior aos de todos os outros eventos) atingido pelos Retornos Anormais Padrão referentes à operação de aquisição ocorrida em 26/03/2015.

A Tabela 4 mostra os valores dos RAPA (Retornos Anormais Padrão Acumulados) obtidos nos eventos da empresa Kroton Educacional S.A., suas respectivas estatísticas Z, e a indicação da rejeição ou não-rejeição da hipótese nula de ocorrência de retornos anormais no período da janela de cada evento.

TABELA 4 – Validação da hipótese de RAPA significativos (Kroton Educacional S.A.)

Data	RAPA	Estatística Z	Não ocorrência de RAPA significativos (nível de 5%)
18/09/2007	0,326	0,0034	Hipótese não rejeitada
11/12/2007	-10,108	-0,0753	Hipótese não rejeitada
12/12/2007	-10,223	-0,0762	Hipótese não rejeitada
14/12/2007	-10,206	-0,0761	Hipótese não rejeitada
18/01/2008	-12,197	-0,0909	Hipótese não rejeitada
24/01/2008	-14,384	-0,1072	Hipótese não rejeitada
28/03/2008	-4,123	-0,0307	Hipótese não rejeitada
07/04/2008	-3,745	-0,0279	Hipótese não rejeitada
14/04/2008	1,190	0,0089	Hipótese não rejeitada
29/04/2008	6,792	0,0506	Hipótese não rejeitada
13/06/2008	6,337	0,0472	Hipótese não rejeitada
26/08/2008	-11,228	-0,0837	Hipótese não rejeitada
12/03/2010	2,765	0,0206	Hipótese não rejeitada
14/07/2011	-0,229	-0,0017	Hipótese não rejeitada
19/07/2011	0,305	0,0023	Hipótese não rejeitada
21/09/2011	-0,092	-0,0007	Hipótese não rejeitada

16/12/2011	-0,597	-0,0045	Hipótese não rejeitada
27/04/2012	9,225	0,0687	Hipótese não rejeitada
29/05/2012	7,078	0,0527	Hipótese não rejeitada
23/04/2013	-8,896	-0,0663	Hipótese não rejeitada

Fonte: Elaborado pelos autores

A Tabela 4 mostra que para todos os eventos, não foram detectados retornos anormais, considerado o nível relevância estatística de 5%, oferecidos pelas variações das cotações das ações da empresa Kroton Educacional S.A., no período (janela temporal) considerado.

A Tabela 5 mostra os valores dos RAPA (Retornos Anormais Padrão Acumulados), provocados pelas variações das cotações das ações ocorridas nos eventos de fusões e aquisições da empresa Kroton Educacional S.A., suas respectivas estatísticas Z, e a indicação da rejeição ou não-rejeição da hipótese nula de ocorrência de retornos anormais no período da janela de cada evento.

TABELA 5 – Validação da hipótese de RAPA significativos (Estácio Participações S.A.)

Data	RAPA	Estatística Z	Não ocorrência de RAPA significativos (nível de 5%)
20/08/2007	0,068	0,1318	Hipótese não rejeitada
29/02/2008	-13,451	0,0592	Hipótese não rejeitada
04/06/2008	22,323	0,0670	Hipótese não rejeitada
14/08/2008	4,597	-0,1733	Hipótese não rejeitada
07/11/2008	-2,542	0,0454	Hipótese não rejeitada
18/10/2010	5,362	0,0015	Hipótese não rejeitada
22/02/2011	-0,898	-0,1002	Hipótese não rejeitada
07/04/2011	-3,079	0,1663	Hipótese não rejeitada
12/04/2011	-1,656	0,0343	Hipótese não rejeitada
06/02/2012	1,546	-0,0189	Hipótese não rejeitada
28/05/2012	8,457	0,0400	Hipótese não rejeitada
26/06/2012	9,886	-0,0067	Hipótese não rejeitada
01/08/2012	3,593	-0,0229	Hipótese não rejeitada
05/04/2013	4,665	-0,0123	Hipótese não rejeitada
17/06/2013	-26,838	0,0115	Hipótese não rejeitada
12/09/2013	-0,196	0,0630	Hipótese não rejeitada
01/07/2014	6,792	0,0737	Hipótese não rejeitada
07/08/2014	2,460	0,0268	Hipótese não rejeitada
18/11/2014	1,980	0,0348	Hipótese não rejeitada
07/07/2015	-1,197	-0,2000	Hipótese não rejeitada
17/11/2015	7,917	-0,0015	Hipótese não rejeitada

Fonte: Elaborado pelos autores

Os dados mostrados na Tabela 5 revelam que, para todos os eventos, não foram detectados retornos anormais, considerado o nível relevância estatística de 5%, oferecidos pelas variações das cotações das ações da empresa Estácio Participações S.A., no período (janela temporal) considerado.

A Tabela 6 mostra os valores dos RAPA (Retornos Anormais Padrão Acumulados), provocados pelas variações das cotações das ações ocorridas nos eventos de fusões e aquisições da empresa Ser Educacional S.A., suas respectivas estatísticas Z, e a indicação da rejeição ou não-rejeição da hipótese nula de ocorrência de retornos anormais no período da janela de cada evento.

TABELA 6 – Validação da hipótese de RAPA significativos (Ser Educacional S.A.)

Data	RAPA	Estatística Z	Não ocorrência de RAPA significativos (nível de 5%)
23/12/2013	11,899	0,1318	Hipótese não rejeitada
21/07/2014	7,941	0,0592	Hipótese não rejeitada
15/12/2014	8,986	0,0670	Hipótese não rejeitada
26/03/2015	-23,262	-0,1733	Hipótese não rejeitada
30/06/2015	6,094	0,0454	Hipótese não rejeitada

Fonte: Elaborado pelos autores

Os dados mostrados na Tabela 6 revelam que, para todos os eventos, não foram detectados retornos anormais, considerado o nível significância estatística de 5%, oferecidos pelas variações das cotações das ações da empresa Ser Educacional S.A., no período (janela temporal) considerado.

Em síntese, nenhuma das mensurações feitas foi capaz de detectar a ocorrência de retornos anormais com as variações dos preços das ações das três empresas, quando da ocorrência de eventos de fusões e aquisições.

## 5 Conclusão

Diante dos resultados obtidos com este estudo, em que se aplicou a metodologia proposta por Ferrer (2008), é possível afirmar que não se detectou a presença de retornos anormais promovidos pelas variações nas cotações das ações de empresas do setor de ensino superior privado, após eventos de fusões e aquisições (F&A), ocorridos no período de 2007 à 2015. A conclusão principal que os resultados permitem que seja feita, à luz da metodologia empregada e dos eventos, empresas e dados considerados, é que eventos desta natureza não promovem alterações no valor da empresa no curto prazo, em se tratando de empresas de grande porte e de capital aberto, do setor de ensino superior privado brasileiro.

Ao optar por um crescimento inorgânico, empresas visam, principalmente, ganhos no médio a longo prazos, por meio de sinergias operacionais e aumento de *market share*. Este estudo não pretendeu caracterizar como viável ou não a estratégia de crescimento por meio de processos de F&A, uma vez que teve foco nas alterações de preços das ações no curto prazo, sem considerar indicadores de desempenho das empresas no médio e longo prazos. O que se pretendeu foi detectar alterações imediatas de valor, como função de expectativas do mercado e de seu processo de difusão e avaliação de informações, que possam representar, em última instância, oportunidades de ganhos extraordinário com negócios de curto e curtíssimo prazos com ações.

Futuros trabalhos podem levantar e explorar as razões dos resultados aqui obtidos.

## Referências

BRASIL. Ministério de Educação e Cultura. LDB - Lei nº 9394/96, de 20 de dezembro de 1996. Estabelece as diretrizes e bases da Educação Nacional. Brasília: MEC, 1996.

BRITO, G. A. S.; BATISTELLA, F. D.; FAMÁ, R. Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. **Revista de Administração da USP**, v. 40, n. 4, 2005.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise empírica da hipótese de maximização da riqueza dos acionistas nos processos de fusão e aquisição ocorridos no mercado de capitais brasileiro pós-plano real. **Revista de Gestão**, v. 12, n. 4, p. 33-53, 2005.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **Revista de Administração de Empresas**, v. 49, n. 2, p. 206-220, 2009.

CAMARGOS, M. A.; CAMARGOS, M. C. S. Mapeamento da produção científica sobre fusões e aquisições na literatura nacional, 1994 a 2014. **Revista Gestão & Tecnologia**, v. 15, n. 3, p. 101-137, 2015.

CANO, M. **O recente processo de fusões e aquisições na economia brasileira**. 2002. 164 f. Dissertação (Mestrado em Economia). Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

CHAVES, V. L. J. Expansão da privatização / mercantilização do ensino superior brasileiro: a formação dos oligopólios. **Educação e Sociedade**, v. 31, n. 111, p. 481-500, 2010.

CORBUCCI, P. R. Financiamento e democratização do acesso à educação superior no Brasil: da deserção do Estado ao projeto de reforma. **Educação e Sociedade**, v. 25, n. 88, p. 677-701, 2004.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **IAN - Informações Anuais - Anhanguera Educacional Participações S.A Data-Base 31/12/2008**. Disponível em: <[http://www.mzweb.com.br/kroton2010/web/arquivos/Anhanguera\\_IAN\\_2008\\_port.pdf](http://www.mzweb.com.br/kroton2010/web/arquivos/Anhanguera_IAN_2008_port.pdf)>. Acesso em: 05/05/2017.

FERRER, B. A. **Estudo de evento sobre o impacto de notícias veiculadas no jornal Valor Econômico sobre o valor das ações**. 2008. 41 f. Tese (Doutorado em Economia). Pontifícia Universidade Católica, Rio de Janeiro, 2008.

HOFFMANN, V. E.; VIEIRA, D. P.; MENEZES, K. L. C. M. Tipos, setores, nacionalidade e experiência: o que importa para o sucesso das estratégias de fusão e aquisição? **Revista Ibero-Americana de Estratégia**, v. 16, n. 1, p. 22, 2017.

INEP. Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira. **Censo da educação superior: sinopses estatísticas da educação superior – graduação 2015**. Brasil: INEP, 2016. Disponível em: <<http://inep.gov.br/superior/censosuperior/sinopse/default.asp>>. Acesso em: 05/05/2017.

JENSEN, M.C.; RUBACK, R. S. The market for corporate control: the scientific evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 11, p. 5-50, 1983.

KURONUMA, A.M.; LUCCHESI, E.P.; FAMÁ, R. Retornos anormais acumulados das ações no período pós-pagamento de dividendos: um estudo empírico no mercado brasileiro. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 4, 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: 2004.

LEITAO, C. R. S.; GALLI, O. C. Volatilidade em fusões e aquisições: um estudo no mercado brasileiro. **Revista Organizações em Contexto-online**, v. 10, n. 20, p. 267-296, 2014.

MANCEBO, D. Reforma universitária: reflexões sobre a privatização e a mercantilização do conhecimento. *Educação e Sociedade*, v. 88, p. 13-20, 2004.

MARTINS, C. B. A reforma universitária de 1968 e a abertura para o ensino superior privado no Brasil. **Educação e Sociedade**, v. 30, n. 106, 2009.

NOVIS NETO, J. A.; SAITO, R. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. **Revista de Administração da USP**, v. 38, n. 2, 2002.

PATROCÍNIO, M. R.; KAYO, E. K.; KIMURA, H. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de eventos. **Revista de Administração da USP**, v. 42, n. 2, p. 205-215, 2007.

PORTER, M. **Estratégia competitiva**. Trad. port. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

ROCHA, F.; IOOTTY, M.; FERRAZ, J. C. Desempenho das fusões e aquisições na indústria brasileira na década de 90: a ótica das empresas adquiridas. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 5, n. especial, 2001.

SARFATI, G.; SHWARTZBAUM, A. Sinergias nas fusões e aquisições do setor de educação superior no Brasil. **Revista Pensamento Contemporâneo em Administração**, v. 7, n. 4, p. 1, 2013.

SAVIANI, D. A expansão do ensino superior no Brasil: mudanças e continuidades. **Póiesis Pedagógica**, v. 8, n. 2, p. 4-17, 2010.

SEILER, M. J. **Performing financial studies: a methodological cookbook**. Prentice Hall: Upper Saddle River, 2004.

SILVA, E. S.; KAYO, E. K.; SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e retorno anormal em aquisições: evidências do Brasil**. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 14, 2014, Recife. **Anais...** Recife: 2014.

TANURE, B.; CANÇADO, V. L. Fusões e aquisições: aprendendo com a experiência brasileira. **Revista de Administração de Empresas**, v. 45, n. 2, p. 10-22, 2005.

ZILBER, M. A.; FISCHMANN, A. A.; PIKIENY, E. E. Alternativas de crescimento: a alternativa de fusões e aquisições. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 3, n. 2, 2008.