

# **Estratégia da Estrutura de Capital sob os Efeitos das Fusões: Estudo de Caso das Instituições de Ensino Superior Brasileiras de Capital Aberto**

Raul Carlos de Mello<sup>1</sup>

## **RESUMO**

O objetivo deste artigo foi identificar os reflexos produzidos por uma estratégia de crescimento, que se utiliza das fusões, aquisições ou incorporações, sobre a estrutura de capital das instituições de ensino superior brasileiras de capital aberto. A pesquisa utilizada foi de caráter descritivo e o método empregado foi o dedutivo, tendo como meio de investigação o estudo de caso múltiplo. Desse modo, ao elaborar um mapeamento, para o período de 2004 a 2008, de todas as aquisições desenvolvidas pelas instituições de ensino superior brasileiras de capital aberto e dos indicadores relacionados às estruturas de capital, identificou-se uma influência da estratégia de aquisições sobre a estrutura de capital em duas fases: na própria definição da estratégia, ao identificar e usufruir das fontes necessárias para a implantação, e na sua implantação, ao decidir pela agregação das dívidas da empresa adquirida.

**PALAVRAS-CHAVE:** Estrutura de Capital; Fusões e Aquisições; Estratégia de Crescimento.

## **ABSTRACT**

The objective of this paper is to identify the reflexes of the growth strategy of mergers, acquisitions or incorporations, on the capital structure of the open capital Brazilian universities. We realized a multiple cases study, of a descriptive character and we used the deductive method. The analysis of all acquisitions performed by the Brazilian open capital universities and of the indicators related with capital structure, for the period of 2004 to 2008, identifies the influence of the strategy of acquisitions on the capital structure in two phases: in the definition of the strategy to identify and make use of the necessary means for implantation, and in its implementation, to decide for the aggregation of the acquired company debts. This results corroborate with the theory of order of preference, of agents and mainly, with the theoretical foundation from Durand (1952).

**KEY-WORDS:** Capital Structure; Mergers and Acquisitions; Growth Strategy.

## **1 INTRODUÇÃO**

Instituição de Ensino Superior (IES) é o nome dado àquelas instituições que ministram a educação superior no Brasil e tiveram suas bases elaboradas por meio de instituições religiosas, bem posteriores ao resto das Américas.

Somente com a chegada da corte portuguesa ao Brasil teve início o ensino superior não religioso, o qual buscava suprir as necessidades do Estado. Já as IES privadas surgem somente a partir da proclamação da república, por meio da Constituição de 1891, que descentralizou o ensino superior que, antes, era uma prerrogativa do Estado.

Essa permissão, dada pelo Estado, permitiu um maior desenvolvimento do ensino superior,

---

<sup>1</sup> Mestre em Administração pela Fundação Pedro Leopoldo, Professor em Administração Financeira da Faculdade da Cidade de Santa Luzia (FACSAL). FACSAL – Avenida Beira Rio, 2000. CEP: 33030-340 – Santa Luzia – MG - Email: raulcmello@gmail.com

minimizou a defasagem em relação ao resto da América Latina e, segundo dados de Barreyro (2008) e MEC/Inep/Deaes (2007), elevou a base de 2.300 alunos em 1880, para mais de 4.600.000 alunos, em 2006. Entretanto, o número de cursos que foram criados nos últimos anos condicionou o mercado de ensino superior a um novo panorama, ou seja, o número de vagas ofertadas está acima do crescimento da demanda. Segundo dados levantados pelo MEC/Inep/Deaes (2007), em 2002, o número de vagas ociosas atingia 25,64% e, em 2006, já alcançava 50% das vagas disponíveis.

Verifica-se, ainda, uma predominância por pequenas instituições, além da inexistência de uma IES dominante ou de grande influência sobre o mercado, o que caracteriza um mercado extremamente fragmentado e, como em qualquer segmento de mercado, esses condicionantes favoreceram a consolidação. Desse modo, em 2007, com uma maior maturidade do mercado de capitais brasileiro, quatro empresas ao abrirem o seu capital: Anhanguera Educacional, Estácio Participações, Kroton Educacional e Sistema Educacional Brasileiro (SEB), iniciaram, então, uma corrida de gigantes, na busca por aquisições de diversas instituições, destacando-se, segundo dados da KPMG *Corporate Finance* (2008), como o terceiro seguimento de mercado com maior número de fusões no primeiro semestre de 2008.

Deve-se, entretanto, ater-se que, para uma consolidação, as empresas necessitam de recursos, que podem ser próprios, obtidos por meio da emissão de ações e lucros retidos ou de terceiros, obtidos por meio da emissão *bonds* (títulos de dívida) e financiamentos. Esse *mix* de recursos, denominado estrutura de capital, envolve um processo decisório considerado como um dos mais importantes em uma empresa e, apesar de seus estudos terem mais de meio século de existência, sua complexidade ainda não permitiu um consenso definitivo que explique as divergências no processo decisório de sua composição.

Observando o cenário apresentado, envolvendo, talvez, os dois principais fatores para a determinação da competitividade de uma empresa - investimento e recursos - este estudo se propõe a investigar a existência de possíveis influências na estrutura de capital pelo uso das fusões, aquisições e incorporações, reconhecendo, ainda, que as variações no composto da estrutura de capital podem elevar ou minimizar os custos do capital. Em um segundo momento, este estudo buscou constatar a possibilidade dessas influências serem empregadas, para se obter uma vantagem competitiva.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Estratégia de Crescimento e Vantagem Competitiva

Segundo Ghemawat (2000), o termo estratégia foi criado pelos gregos, com o significado de magistrado ou comandante-chefe militar e, apesar de passados mais de dois mil anos, esse termo está, ainda, focado no sentido militar. Sua contextualização nos negócios, segundo esse mesmo autor, teve início na segunda metade do século XIX, mas decolou, de fato, somente no século XX onde, segundo Montgomery e Porter (1998), teve início na *Harvard Business School*, após o ano de 1960, liderada por Kenneth R. Andrews e C. Roland Christensen.

Segundo Drucker (2007), são os executivos que criam um mercado<sup>2</sup> e que a única finalidade de um negócio é criar um cliente<sup>3</sup>; segundo Besanko *et al.* (2006), as organizações fazem isso criando valor econômico. A obtenção de uma vantagem competitiva por uma empresa pode ser mensurada pelo seu lucro econômico, que é obtido pela maximização dos resultados da atuação da empresa em

---

2 "Markets are not created by God, nature, our economic forces but by businessmen" (DRUCKER, 2007, p. 61).

3 "There is only one valid definition of business purpose: to create a customer" (DRUCKER, 2007, p. 61).

dois focos: no retorno sobre o capital investido e nos custos dos recursos utilizados, ou seja, deve existir a seguinte relação:

$$\text{Lucro Econômico}_{\text{empresa}} > \text{Lucro Econômico}_{\text{setor}}$$

ou:

$$\text{ROIC}_E - \text{CMPC}_E > \text{ROIC}_S - \text{CMPC}_S$$

Observando que:  $\text{ROIC}_E$  é o retorno sobre o capital investido pela empresa,  $\text{CMPC}_E$  é o custo médio ponderado de capital da empresa,  $\text{ROIC}_S$  é o retorno médio sobre o capital investido pelas empresas do setor e  $\text{CMPC}_S$  corresponde ao custo médio ponderado de capital das empresas do setor.

Verifica-se, assim, que para a obtenção de uma vantagem competitiva pode-se atuar sobre os dois focos individualmente ou de modo complementar:

nos investimentos, ao maximizar o valor do capital investido ou quando minimizar os custos na utilização desse capital; e

na escolha sobre a estrutura de capital da empresa, de modo a minimizar o CMPC.

Porém, mantendo sempre a relação de dependência:

$$\text{ROIC} > \text{CMPC}$$

Este trabalho tem como foco o estudo individualizado sobre a obtenção de vantagem competitiva sobre o custo médio ponderado do capital, mantendo uma independência em relação aos retornos sobre o investimento.

## 2.2 Teorias Sobre Estrutura de Capital

Os estudos de finanças, até o período de 1950, careciam incrivelmente de base teórica, principalmente de conceitos como os custos do capital, o que proporcionou poucos trabalhos científicos sobre o tema.

A ideia de uma estrutura de capital foi, primeiramente, defendida com rigor científico por Durand (1952), o qual, ao propor um método para mensurar o valor para o capital de terceiros e próprio, identifica a existência de uma estrutura ótima de capital<sup>4</sup>, que permitia uma maximização do valor da empresa. Porém, Modigliani e Miller (1958) contestaram esta ideia, ao afirmarem que em um ambiente hipotético, as decisões de financiamento não exercem nenhum tipo de influência na determinação do valor da empresa e, em um segundo estudo, Modigliani e Miller (1963) a complementaram, expressando que os benefícios fiscais resultantes do endividamento poderiam influenciar na estrutura de capital das empresas.

Anos depois, Miller (1977), ao testar os efeitos fiscais sobre a empresa, acionistas e agentes financeiros, relata que os benefícios fiscais obtidos pela empresa são minimizados pelos impostos pagos pelos acionistas e agentes financeiros. Entretanto, Modigliani (1982) assume uma posição contrária às conclusões de Miller.

Esses dois modelos defendidos inicialmente por Durand (1952) e Modigliani e Miller (1958), predominaram por um grande período, mas os estudos sobre estrutura de capital não ficaram restritos a essas ideias. Black e Scholes (1973), ao elaborarem o modelo para precificação de opções, contribuíram para o estudo da estrutura de capital, ao proporem que o capital próprio poderia ser interpretado como uma opção de compra, onde o preço de exercício é o valor do capital de terceiros e o ativo objeto corresponde aos ativos da empresa.

Jensen e Meckling (1976) afirmam que os conflitos de interesses entre acionistas,

---

4 “[...] which implies the existence of an optimum capital structure” (DURAND, 1952, p. 228).

administradores e credores também podem interferir no processo decisório sobre a estrutura de capital e complementam, ainda, que esses conflitos podem gerar um custo, o qual definiram como custo de agência.

Myers (1984) descreve a existência por uma ordem de preferência, na definição da estrutura de capital. Essa teoria ficou conhecida como *pecking order*. Por outro lado, Myers e Majluf (1984) esclarecem que variações na política financeira da empresa fornecem sinais, pois, existe uma assimetria de informação sobre as condições financeiras da empresa, proporcionada pelo maior conhecimento de todas as atividades pelos administradores.

No Brasil, os primeiros estudos sobre estrutura de capital, segundo pesquisa própria deste estudo, parecem ter sido iniciados por Calabi, Reiss e Levy (1981), utilizando uma base de dados obtida da Receita Federal. Famá e Kayo (1997), limitando suas pesquisas no período de 1992 a 1996, comprovaram a Teoria de Agência, aplicada às empresas brasileiras, ao observarem que empresas de crescimento elevado optam pelo maior uso do capital próprio, enquanto as empresas de baixo crescimento tendem a utilizar mais intensamente o capital de terceiros.

Todas essas linhas de pensamento geraram inúmeras pesquisas, porém, não existe, ainda, um consenso de validação de uma teoria específica ou que proporcione uma integração entre elas.

### 2.3 Fusões, Aquisições e Incorporações

Os conceitos de fusão, aquisição e incorporação são muito discutíveis, para alguns autores, e divergentes quanto à região na qual serão empregados. Porém, Reed, Lajoux e Nesvold (2007), deixam claro que a palavra fusão possui um sentido estritamente jurídico e não tem nada a ver com a forma como as empresas combinadas serão exploradas no futuro.

Este estudo identificou duas correntes em relação à definição de fusão: a primeira identifica o termo como uma combinação de empresas em uma única empresa, a qual manterá a identidade de uma delas e absorverá os ativos e dívidas da outra. Os autores pertencentes a essa corrente são: Brealey, Myers e Marcus (2003)<sup>5</sup>, Gitman (1997)<sup>6</sup> e Ross, Westerfield e Jaffe (1995)<sup>7</sup>. Já a segunda corrente, defendida por Bodie e Merton (2002), Grinblatt e Titman (2002)<sup>8</sup>, Barros (2003)<sup>9</sup>, Harrison (2005) e Reed, Lajoux e Nesvold (2007)<sup>10</sup>, definem a fusão como uma combinação de empresas que deixam de existir para formar uma terceira, com uma nova identidade.

Para a lei brasileira, fusão é definida no artigo 228 da Lei das Sociedades por Ações e no artigo 1.119 do Novo Código Civil, citado por Fabretti (2005):

Artigo 228 da Lei das S.A.: “É a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar uma sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações” (FABRETTI, 2005, p.155).

Artigo 1.119 do Novo Código Civil: “A fusão determina a extinção das sociedades que se

---

5 “Merger: Combination of two firms into one, with the acquirer assuming assets and liabilities of the target firm” (BREALEY; MYER; MARCUS, 2003, p. 610).

6 “Uma fusão ocorre quando duas ou mais empresas são combinadas e a empresa resultante mantém a identidade de uma das empresas” (GITMAN, 1997, p. 734).

7 “Fusão é absorção de uma empresa por outra. A empresa que procede à absorção, conserva seu nome e sua identidade e adquire todos os ativos e passivos da empresa absorvida” (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 1995, p. 653).

8 “A merger is a transaction that combines two firms into one new firm” (GRINBLATT; TITMAN, 2002, p. 691).

9 “Envolve uma completa combinação de duas ou mais empresas que deixam de existir legalmente para formar uma terceira com nova identidade, teoricamente sem predominância de nenhuma das empresas anteriores” (BARROS, 2003, p. 19).

10 “A merger occurs when one corporation is combined with and disappears into another corporation” (REED; LAJOUX; NESVOLD, 2007, p. 3).

unem, para formar uma sociedade nova, que a elas sucederá nos direitos e obrigações” (FABRETTI, 2005, p.155).

Observa-se, desse modo, que a lei brasileira segue o conceito da segunda corrente e o conceito elaborado pela primeira corrente, assemelha-se ao conceito de incorporação da lei brasileira, conforme descreve Fabretti (2005), ao citar o artigo 1.116 do Novo Código Civil e o artigo 227 da Lei das S.A.

Artigo 1.116 do Novo Código Civil: “Na incorporação, uma ou várias sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações, devendo todas aprová-las, na forma estabelecida para os respectivos tipos” (FABRETTI, 2005, p. 104).

Artigo 227 da Lei das S.A., estabelecendo a definição de incorporação: “É a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações” (FABRETTI, 2005, p. 154).

Fabretti (2005) ainda deixa claro que a empresa incorporada é extinta, a empresa incorporadora prossegue suas atividades normais, acrescida com o patrimônio da incorporada, não existindo, assim, a criação de uma nova empresa.

Quanto às aquisições, Fabretti (2005) explica que esse caso ocorre quando o comprador adquire a integralidade das ações ou cotas de capital da adquirida e assume a totalidade de seu controle, tornando-se uma empresa controladora. A empresa adquirida torna-se uma empresa controlada e mantém suas atividades normais, inclusive sua denominação anterior ao processo, caso seja o desejo da adquirente.

A complexidade das fusões, aquisições e incorporações não esbarra somente em sua definição. Reed, Lajoux e Nesvold (2007) consideram o processo de fusão como um dos mais complexos e perigosos que se pode empreender e Brealey e Myers (1998) complementam que essa complexidade é relacionada à necessidade de integração entre fatores econômicos, processos de produção, métodos contábilísticos e culturas organizacionais diferentes. Entretanto, conforme afirma Reed, Lajoux e Nesvold (2007), as fusões e aquisições estão aqui para ficar e são uma opção comum para muitas empresas.

*“Clearly, M&A is here to stay: the buying and selling of companies remains a common option for many companies”* (REED; LAJOUX; NESVOLD, 2007, p. 2).

### **3 Metodologia**

Considerando a definição estabelecida por Gil (1999), confirmada por Vergara (2006), na qual, uma pesquisa busca descrever ou expor características de determinada população ou de determinado fenômeno ou, ainda, estabelecer relações entre variáveis, este artigo empregou a pesquisa descritiva pelo uso de observações, registros, análises, classificações e interpretações de fatos sem a influência do pesquisador e o método dedutivo para atingir tal objetivo.

Gil (1999) ainda complementa que existe a necessidade de garantir a objetividade e a precisão no estudo dos fatos sociais. Assim, esta pesquisa se apoiou no método observacional que, segundo este mesmo autor, é um dos mais utilizados e com maior grau de precisão nas ciências sociais, com o objetivo de apenas observar algo no presente ou no passado.

Quanto aos meios de investigação, foi utilizado o estudo de casos múltiplos, pois o estudo de caso tem como um de seus propósitos, segundo Gil (1999, p. 73), “explorar situações da vida real, cujos

limites não estão claramente definidos”, ou seja, no caso específico deste estudo, buscou-se trabalhar a estrutura de capital sobre o condicionante real e específico das fusões, tendo em vista que as questões ligadas diretamente à composição de uma estrutura de capital, segundo diversos autores, tais como: Assaf Neto (2007), Grinblatt e Titman (2002), Ross, Westerfield e Jaffe (1995), ainda não estão totalmente definidas.

Como estratégia para o desenvolvimento da pesquisa, foram utilizadas fontes documentais, retiradas dos sítios de relações com investidor, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa); os registros estatísticos foram retirados dos sítios do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas (IPEA), Instituto Nacional de Educação e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira (INEP) e do Diário Oficial de São Paulo.

## 4 RESULTADOS

### 4.1 Aquisições

Até o presente momento, este estudo vem classificando qualquer operação de fusão, aquisição e incorporação como um processo de fusão, de modo a permitir uma melhor adequação ao processo de entendimento do material exposto. Porém, faz-se, neste momento, uma melhor interpretação dos conceitos elaborados e utilizando-se as definições elaboradas pelas leis nacionais, verifica-se que todas as operações efetuadas pelas empresas analisadas, neste estudo, podem ser classificadas como aquisições, tendo em vista que:

- as empresas Anhanguera, Estácio, Kroton e SEB, em todas as operações, adquiriram a totalidade ou parte das cotas de capital das empresas alvo;
- assumiram o controle da empresa adquirida; e
- a empresa adquirida manteve a sua existência, além de, em alguns casos, a sua própria denominação social.

Verificou-se, também, que cada empresa imprimiu um ritmo à sua estratégia de crescimento por meio de aquisições, sendo seus valores descritos pela TAB. 1.

TABELA 1  
Estratégia das aquisições

	Anhanguera	Estácio	Kroton	SEB
Média de aquisições por trimestre.	4,13	2,6	2,8	1,4
Valor médio das aquisições por trimestre. (milhões R\$) (*)	121,425	25,458	25,000	25,877
Valor médio das instituições adquiridas por trimestre. (milhões R\$) (*)	29,436	9,792	8,930	18,484
Maior aquisição (milhões de R\$)	246,830	56,668	31,500	94,546
Menor aquisição (milhões de R\$)	1,000	2,235	0,150	2,265
Média de alunos por instituição adquirida.	4.755	2.318	1.990	2.265
Total de alunos adquiridos	157.047	30.136	27.856	20.777

Fonte: Dados da pesquisa.

(\*) Somente para os trimestres em que ocorreram aquisições.

Complementando, a TAB. 2 apresenta uma totalização das aquisições ocorridas no período entre 2006 e 2008, sendo sintetizado pelo GRÁF. 1.

Observa-se que as empresas analisadas adquiriram, em média por trimestre, 7,33 instituições (linha tracejada em azul no gráfico), ao valor médio de R\$150,344 milhões (linha tracejada em vermelha

no gráfico). No total, foram adquiridas 66 instituições, ao valor aproximado de 1,4 bilhões de reais, o que proporcionou uma média de R\$20,501 milhões por instituição adquirida, com média de 4.162 alunos.

Verifica-se, ainda, que o salto para um valor superior à média do número de aquisições ocorreu a partir do quarto trimestre de 2007, quando todas as empresas analisadas já estavam capitalizadas pela abertura de capital, para o uso dessa estratégia. Nesse período, também ocorre a maior média por aquisição: R\$45,372 milhões por aquisição, onde foram investidos R\$408,350 milhões em nove instituições, com destaque para a Anhanguera e Estácio.

TABELA 2  
Resumo e totalização das aquisições

Período	Anhanguera		Estácio		Kroton		SEB		Total	
	Quant.	Valor Mil R\$	Quant.	Valor Mil R\$	Quant.	Valor Mil R\$	Quant.	Valor Mil R\$	Quant.	Valor Mil R\$
4º trimestre 06	3	33.090	Z	Z	Z	Z	Z	Z	3	33.090
<b>Total 2006</b>	<b>3</b>	<b>33.090</b>	<b>Z</b>	<b>Z</b>	<b>Z</b>	<b>Z</b>	<b>Z</b>	<b>Z</b>	<b>3</b>	<b>33.090</b>
1º trimestre 07	3	23.200	Z	Z	Z	Z	Z	Z	3	23.200
2º trimestre 07	3	54.000	Z	Z	Z	Z	Z	Z	3	54.000
3º trimestre 07	Z	Z	1	56.678	1	7.164	Z	Z	2	63.842
4º trimestre 07	6	373.100	Z	Z	3	25.250	1	10.000	10	408.350
<b>Total 2007</b>	<b>12</b>	<b>450.300</b>	<b>1</b>	<b>56.678</b>	<b>4</b>	<b>32.414</b>	<b>1</b>	<b>10.000</b>	<b>18</b>	<b>549.392</b>
1º trimestre 08	4	62.542	3	16.881	3	26.750	2	98.795	12	204.969
2º trimestre 08	4	50.860	1	4.343	6	57.651	Z	Z	11	112.854
3º trimestre 08	7	149.771	5	39.100	1	8.200	2	6.954	15	204.025
4º trimestre 08	3	224.840	3	10.288	Z	Z	2	13.637	8	248.765
<b>Total 2008</b>	<b>18</b>	<b>488.013</b>	<b>12</b>	<b>70.612</b>	<b>10</b>	<b>92.601</b>	<b>6</b>	<b>119.386</b>	<b>46</b>	<b>770.613</b>
<b>Total Geral</b>	<b>33</b>	<b>971.403</b>	<b>13</b>	<b>127.290</b>	<b>14</b>	<b>125.015</b>	<b>7</b>	<b>129.386</b>	<b>67</b>	<b>1.353.095</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

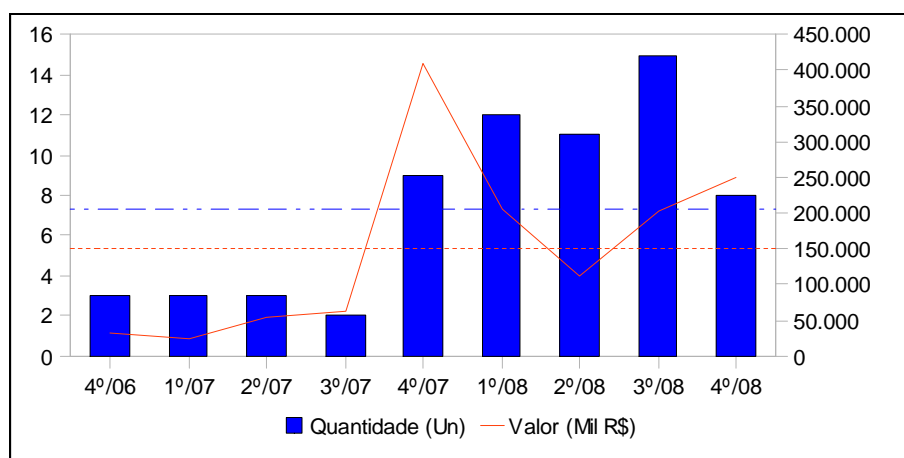


GRÁFICO 1 - Quantidade e valor das aquisições das instituições analisadas

Fonte: Dados da pesquisa.

A empresa que mais empregou o crescimento por aquisições foi, sem dúvida, a Anhanguera. Foram

33 aquisições, enquanto as demais efetuaram 34. Em valores investidos, a Anhanguera desembolsou R\$ 971,403 milhões, enquanto a Estácio, Kroton e SEB investiram, juntas, R\$381,692 milhões. Foram 157.047 alunos adquiridos pela Anhanguera, 30.136 pela Estácio, 27.856 pela Kroton e 20.777 pela SEB, o que equivale a um crescimento aproximado de 2 vezes, considerando o período de 2006 a 2008, da Anhanguera em relação à soma de todas as outras.

Outra consideração, que demonstra uma maior tendência do envolvimento da Anhanguera com uma estratégia de crescimento por meio de fusões, é o percentual do valor investido nas aquisições em relação ao valor obtido em sua oferta pública de ações (OPA), ou seja, mais de 95% do valor capitalizado (TAB. 3). A Estácio vem em seguida com mais de 50%, a SEB com aproximadamente 45% e, por último, a Kroton, que investiu somente 26,12%.

TABELA 3  
Relação entre o valor obtido pela Oferta Pública de Ações e o valor investido nas aquisições

Instituição	OPA (Mil R\$)	Aquisições (Mil R\$)	Percentual
Anhanguera	1.020.625	971.403	95,18%
Estácio	252.000	127.291	50,51%
Kroton	478.700	125.015	26,12%
SEB	288.750	129.386	44,81%

Fonte: Dados da pesquisa.

## 4.2 A Estrutura de Capital

Conforme afirmam Ross, Westerfield e Jaffe (1995), qualquer empresa pode escolher entre diversas composições de estrutura de capital, existindo um número infinito de variações, entretanto, deve-se observar, segundo as ideias de Durand (1952), que mudanças na estrutura de capital podem implicar em mudanças no custo total do capital para a empresa.

A TAB. 4 apresenta o percentual de endividamento oneroso das empresas para o período estudado e, ao se analisar o coeficiente de variação, identifica-se, apesar dos elevados valores encontrados, a Anhanguera (GRÁF. 2) como a empresa mais estável (com menor magnitude da variabilidade) na manutenção de sua estrutura de capital, seguida pela Kroton (GRÁF. 3), Estácio (GRÁF. 4) e SEB (GRÁF. 5).

Outro fator observado foi obtido pela correlação entre o valor do capital de terceiros utilizado pela IES e a média do grupo, o qual indica, novamente, um isolamento da Anhanguera nas suas escolhas pela estrutura de capital em relação às demais (Estácio, Kroton, SEB), ou seja, enquanto a Anhanguera possui uma forte associação negativa (-0,71), as demais possuem uma forte associação positiva - Estácio (0,87), Kroton (0,78) e SEB (0,97).

Destaca-se, ainda, na pesquisa, a identificação dos recursos utilizados para viabilizar a estratégia de crescimento das empresas estudadas. Ao aplicar a teoria da ordem de preferência, neste estudo, uma estrutura de capital mais alavancada deveria ter a preferência em relação ao uso do capital próprio para suprir as necessidades de recursos que viabilize uma estratégia de crescimento por meio de fusões. Isso não foi percebido, visto que, em todos os documentos analisados, verificou-se a ocorrência de uma única empresa que utilizou capital de terceiros, por uma única vez, para efetuar as aquisições. Essa empresa, a Anhanguera, emitiu notas promissórias no valor de R\$130,0 milhões em janeiro de 2008, com vencimento para 180 dias.



**TABELA 4**  
**Percentual do capital de terceiros nas empresas analisadas**

Empresa	2004	2005	2006	2007	2008	Média	Coef. Var.
Anhanguera	19,17%	5,27%	7,57%	27,47%	25,88%	17,07%	59,99%
Estácio	48,20%	60,05%	10,43%	2,18%	3,86%	24,94%	108,83%
Kroton	30,34%	33,73%	51,05%	5,64%	6,46%	25,44%	76,13%
SEB	71,02%	73,77%	75,65%	6,34%	4,91%	46,34%	80,29%
Média	42,18%	43,20%	36,14%	10,41%	10,28%	28,44%	81,37%

Fonte: Dados da pesquisa.

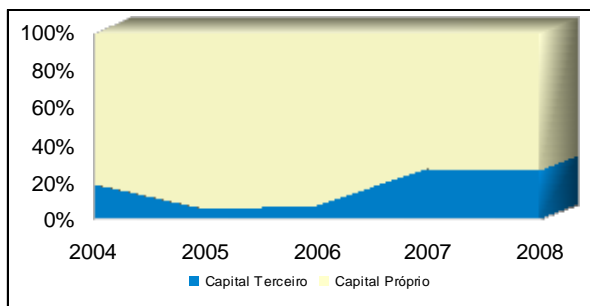


GRÁFICO 2 - Estrutura de Capital da Anhanguera  
 Fonte: Dados da pesquisa.

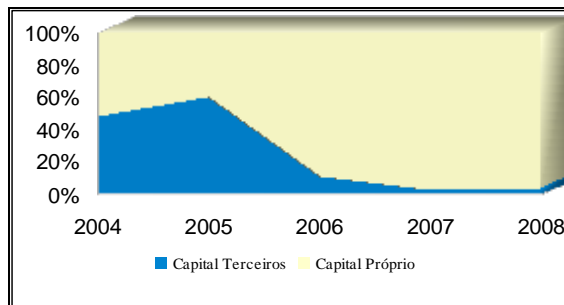


GRÁFICO 3 - Estrutura de capital da Estácio.  
 Fonte: Dados da pesquisa.

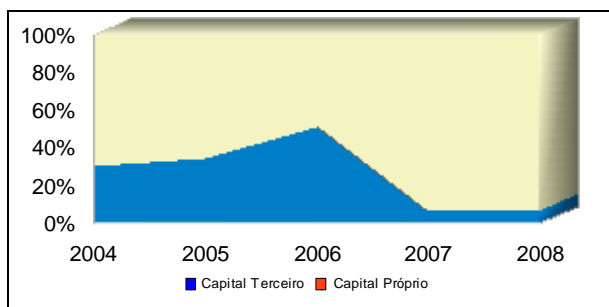


GRÁFICO 4 - Estrutura de capital da Kroton.  
 Fonte: Dados da pesquisa.

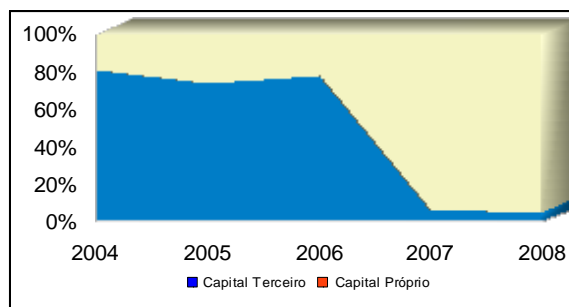


GRÁFICO 5 - Estrutura de capital da SEB.  
 Fonte: Dados da pesquisa.

Essa tendência, pelo não uso do capital de terceiros, refuta a principal ideia do modelo tradicionalista, da minimização dos custos para a maximização das receitas, porém, pode ser explicada pelos condicionantes brasileiros do baixo desenvolvimento do mercado de créditos de longo prazo e da isenção do Imposto de Renda para atividades de graduação, empregadas por instituições optantes pelo PROUNI, o que não irá propiciar o benefício fiscal na dedutibilidade dos custos financeiros.

Outra forma observada de influência das fusões sobre a estrutura de capital foram as dívidas assumidas das empresas adquiridas, agregando-as ao capital oneroso da empresa adquirente, conforme demonstra a TAB. 5.

TABELA 5  
Capital oneroso assumido pelas adquirentes após as aquisições

Período	Anhanguera	Estácio	Kroton	SEB	Total	% do Total
	(em Mil R\$)					
1º Trimestre 2007	700	Z	Z	Z	700	0,34%
2º Trimestre 2007	18.700	Z	Z	Z	18.700	9,13%
3º Trimestre 2007	Z	Z	2.164	0	2.164	1,06%
4º Trimestre 2007	43.720	Z	Z	Z	43.720	21,34%
1º Trimestre 2008	19.100	3.099	Z	2.678	24.877	12,14%
2º Trimestre 2008	39.326	2.000	12.328	Z	53.654	26,18%
3º Trimestre 2008	37.198	21.600	Z	Z	58.798	28,69%
4º Trimestre 2008	Z	2.300	Z	Z	2.300	1,12%
<b>Total (em Mil R\$)</b>	158.744	28.999	14.492	2.678	204.913	
<b>Percentual do Total</b>	77,47%	14,15%	7,07%	1,31%	100%	
<b>Total de Aquisições</b>	33	13	14	7	67	
<b>Média por Aquisição (em Mil R\$)</b>	4.810	2.231	1.035	383	3.058	

Fonte: Dados da pesquisa.

Pode-se observar que, de um total de R\$ 204,913 milhões de dívidas assumidas pelas empresas adquirentes, a Anhanguera assumiu a maior proporção, 77,47%. Verifica-se, também, que a média do capital oneroso assumido por aquisição é mais relevante para a Anhanguera, ou seja, para cada aquisição, a Anhanguera assumiu, em média, o equivalente a R\$ 4,8 milhões em dívidas, o que é bem superior a média das demais. Entretanto, esse valor absoluto não reflete sua verdadeira influência sobre o capital de terceiros utilizado pela empresa. Desse modo, para encontrar o grau de influência das dívidas assumidas sobre o capital de terceiros, utilizou-se a seguinte equação:

$$I_{DA} = \frac{\text{Média do valor acrescido ao passivo}}{\text{Média do passivo oneroso em período onde ocorreram aquisições}}$$

Obtiveram-se, assim, os seguintes valores: 13,89% para a Anhanguera, 50,80% para a Estácio, 10,65% para a Kroton, 3,90% para a SEB e 14,59% para o grupo.

Demonstra-se, assim, que a estrutura de capital da Estácio foi a mais influenciada pelas aquisições. Entretanto, essa influência é significativa em decorrência do baixo índice de endividamento utilizado por essa empresa (média de 3,29%), conforme demonstra a TAB. 6. Já a SEB é a empresa menos influenciada pelas dívidas assumidas.

TABELA 6  
 Percentual de endividamento oneroso das IES para o período de 2007 e 2008

Período	Anhanguera	Estácio	Kroton	SEB
4º Trimestre 2006	7,57%	10,43%	51,20%	78,03%
1º Trimestre 2007	0,59%	4,26%	41,54%	67,91%
2º Trimestre 2007	2,01%	2,47%	36,63%	56,64%
3º Trimestre 2007	2,40%	0,26%	6,02%	36,70%
4º Trimestre 2007	27,47%	0,22%	5,64%	6,34%
1º Trimestre 2008	31,05%	1,04%	5,78%	5,87%
2º Trimestre 2008	18,65%	0,83%	5,80%	4,97%
3º Trimestre 2008	13,21%	6,26%	5,93%	4,92%
4º Trimestre 2008	25,88%	3,86%	6,46%	4,91%
Média	14,31%	3,29%	18,33%	29,59%

Fonte: Dados da pesquisa.

Outra análise, para verificar o relacionamento entre estrutura de capital e as aquisições ocorridas, consiste no uso da correlação, o que permite a identificação de uma tendência em conjunto.

Com base na TAB. 7, verificou-se uma correlação forte entre a participação do capital próprio na empresa e o valor total pago, bem como o valor pago à vista pelas aquisições (0,64 e 0,57, respectivamente), o que pode indicar uma tendência pelo uso do capital próprio e não o endividamento para o investimento nas aquisições efetuadas.

Outra característica importante, observada por meio da TAB. 7, é a alta correlação negativa entre as médias do CMPC e as médias dos valores agregados ao passivo das empresas adquirentes (-0,63), ou seja, pode existir uma grande influência das dívidas assumidas pelas empresas adquirentes no custo total da empresa, porém, provavelmente, em decorrência do menor custo da média dos valores das dívidas agregadas em relação à média dos custos totais das empresas, o que viabiliza sua agregação e não quitação. O mesmo pode ser verificado com relação à média dos valores a prazo assumidos pelas empresas adquirentes em relação aos antigos proprietários e às médias dos custos médios ponderados do capital, porém, em uma menor proporção (-0,13).

TABELA 7  
 Valores médios por trimestre

Período	Capital de Terceiros	Capital Próprio	CMPC	Aquisições			
				Valor Total	Valor a Vista	Acréscimo ao Passivo	Valor a Prazo
4º T/ 2006	36,81%	63,19%	14,52%	8.273	7.592	Z	681
1º T/ 2007	28,57%	71,43%	14,39%	5.800	5.125	175	500
2º T/ 2007	24,44%	75,56%	14,24%	13.500	3.825	4.675	5.000
3º T/ 2007	11,35%	88,65%	14,38%	15.960	15.419	541	Z
4º T/ 2007	9,92%	90,08%	13,86%	102.088	67.033	10.930	24.125
1º T/ 2008	10,93%	89,07%	12,11%	51.242	40.543	6.219	4.480
2º T/ 2008	7,56%	92,44%	12,02%	28.247	13.064	13.413	1.769
3º T/ 2008	7,58%	92,42%	12,85%	51.006	28.947	14.700	7.360
4º T/ 2008	10,28%	89,72%	13,13%	62.191	23.520	575	38.096

Fonte: Dados da pesquisa.

Na ocorrência dessas singularidades, verificaria-se uma adequação ao ponto de vista dos tradicionalistas, ou seja, aceita-se que o CMPC seria minimizado com o aumento do endividamento

moderado e, conseqüentemente, refuta-se a primeira e segunda proposições elaboradas por Modigliani e Miller (1958), as quais expressam que, em diferentes combinações de tipos distintos de instrumentos de financiamento, não irão alterar o custo total da empresa e, suas correções, que delegam a minimização do CMPC, afetarão somente a uma peculiaridade dos impostos.

### 4.3 Vantagem Competitiva

Como a vantagem competitiva é a superação dos valores médios das empresas concorrentes, primeiramente levantou-se essa média em relação ao período analisado, conforme discriminado na TAB. 8.

TABELA 8  
Indicadores médios do setor

Período	CMPC	ROIC	EVA®	GAF
2004	19,71%	5,78%	-13,93%	2,09
2005	20,77%	27,51%	6,75%	0,76
2006	17,35%	27,71%	10,36%	1,10
2007	13,81%	9,87%	-3,94%	1,03
2008	13,67%	9,93%	-3,74%	0,98
Média Total	17,06%	16,16%	-0,90%	1,19
Média 04-06	19,27%	20,33%	1,06%	1,32
Média 07-08	13,74%	9,90%	-3,84%	1,01

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se, por meio dessa tabela, que as empresas, no período analisado, obtiveram um retorno sobre os recursos utilizados de 16,16%. Porém, esses recursos possuíam um custo médio de 17,06%, o que proporcionou uma deseconomia de 0,90%, ficando abaixo do valor esperado pelos proprietários do capital, ou seja, as estratégias adotadas não atenderam às expectativas dos acionistas em torno do capital investido. Entretanto, para o período analisado, foram utilizadas duas estratégias de crescimento: a primeira fase, até o período de 2006, na qual a estratégia adotada era essencialmente de crescimento orgânico de pouca agressividade. Já na segunda fase, de 2007 a 2008, a estratégia adotada envolvia uma maior agressividade, onde o foco era, principalmente, o crescimento por aquisições.

Verifica-se, assim, que na primeira fase, as empresas obtiveram uma maior rentabilidade para o capital investido (20,33%), em relação a segunda fase (9,90%).

Essa redução da rentabilidade, com a mudança de estratégia, pode ser uma consequência do efeito descrito por Ansoff (1990), como uma sinergia negativa inicial, a qual, além de impedir a obtenção de uma sinergia positiva, minimiza a rentabilidade da empresa adquirente e pode surgir pelos custos associados ao início do empreendimento, gastos intangíveis de aprendizado, aquisição de novas habilidades e competências e erros no desenvolvimento de relações organizacionais, em decorrência de decisões incorretas ou custos de conquista de aceitação pelo cliente.

Neste caso, Ansoff (1990) esclarece que a vantagem competitiva é alcançada pela minimização dos seus efeitos, ou seja, o tempo passa a ser o objeto de vantagem. A empresa que possuir as habilidades e recursos necessários irá suplantar as demais pela rapidez, ganhando uma dianteira em relação às outras.

Em relação ao custo do capital investido, verifica-se que a estratégia adotada para a estrutura de capital na segunda fase (13,74%), minimizou os custos do capital para as empresas em relação à primeira fase (19,27%), o que pode indicar uma tendência pelo melhor controle sobre o custo do

capital ao se empregar uma estratégia de crescimento por meio de fusões. Todavia, essa vantagem obtida pela empresa não foi revertida para o acionista, o que pode ser confirmado pela redução do grau de alavancagem financeira (GAF), segundo o conceito definido por Assaf Neto (2007), ou seja, na primeira fase verificou-se que os acionistas obtiveram uma taxa de retorno 32% superior à taxa gerada pelos ativos da empresa ( $GAF = 1,32$ ); já na segunda fase, esse valor foi reduzido para 1%, o que indica uma perda nos ganhos para os acionistas.

Outra consideração importante está na redução do valor percentual do EVA<sup>®</sup>, entre as duas fases descritas. Observa-se, novamente, a ineficiência para o acionista da estratégia de crescimento por meio de fusões, aquisições e incorporações, ao obter-se um valor de - 3,84%, ou seja, os proprietários obtiveram como resultado, nessa fase, somente 96,16% do valor esperado, enquanto, na fase anterior, a estratégia adotada permitiu uma superação de 6% nos valores esperados.

Percebe-se, desse modo, que a fase caracterizada pelas fusões, permitiu uma melhora significativa com relação aos custos do capital, porém, uma desvantagem em relação aos resultados obtidos pelos investimentos.

Ao buscar a vantagem competitiva pelo conceito de Besanko *et al.* (2006), a qual surge quando a empresa obtém uma maior taxa de lucro econômico em relação à média dos concorrentes do mesmo setor, verifica-se, ao comparar a TAB. 8 e a TAB. 9, para o período integral e primeira fase, que a SEB é a empresa com a melhor estratégia, pois obteve uma vantagem competitiva em relação às demais. Já na segunda fase, que corresponde ao período das fusões, a Estácio foi a empresa que obteve maior vantagem competitiva.

Apesar desse conceito de vantagem competitiva ser descrito como um número, ele envolve, conforme descrito no referencial teórico, o uso de duas estratégias: a busca pela maximização dos investimentos e pela minimização nos custos dos recursos obtidos.

Assim, ao efetuar uma análise mais profunda, de modo a identificar a estratégia que obteve a melhor composição da estrutura de capital com o menor custo, verifica-se que a Anhanguera supera todas as demais, tanto no período analisado por completo como na primeira e segunda fases (TAB. 8 e TAB. 9).

TABELA 9  
Indicadores médios das empresas

Anos	CMPC				ROIC				EVA <sup>®</sup>			
	A	E	K	S	A	E	K	S	A	E	K	S
2004	17,48	23,84	17,76	19,74	10,22	-26,48	-23,47	62,85	-7,27	-50,33	-41,23	43,11
2005	16,07	27,85	18,01	21,13	16,43	34,36	11,56	47,71	0,36	6,51	-6,45	26,58
2006	15,76	18,57	16,55	18,51	13,15	46,36	8,03	43,28	-2,61	27,79	-8,52	24,77
2007	12,34	14,52	14,08	14,30	8,10	17,86	5,21	8,32	-5,48	3,34	-8,86	-5,97
2008	12,82	14,12	13,91	13,82	7,57	12,55	7,34	12,28	-7,42	-1,57	-6,57	-1,55
Média	14,90	19,78	16,06	17,50	11,31	27,78	8,04	27,90	-4,49	-2,85	-14,33	17,39
Média 04-06	16,44	23,42	17,44	19,79	13,27	18,08	-1,29	51,28	-3,17	-5,34	-18,73	31,49
Média 07-08	12,58	14,32	14,00	14,06	7,84	15,20	6,28	10,30	-6,45	0,88	-7,72	-3,76

Fonte: Dados da pesquisa.

A – Anhanguera, E – Estácio, K – Kroton, S - SEB

Percebe-se que esses valores são totalmente coerentes com a teoria defendida por Durand (1952). No caso específico das três empresas: Estácio, Kroton e SEB, por manterem uma estrutura de

capital praticamente idêntica, com um baixíssimo endividamento, identifica-se, também, uma similaridade em seus custos de captação de recursos. Já o endividamento médio verificado para o período das fusões (2007 a 2008) da Anhanguera é 5,4 vezes maior que as médias das demais empresas (TAB. 4) e, sendo o capital de terceiros menos oneroso que o capital próprio, essa composição da estrutura de capital proporcionou um menor custo para o capital total da empresa.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo teve como principal objetivo identificar os reflexos temporários ou sustentáveis pelas fusões, aquisições e incorporações, sobre a estrutura de capital das IES brasileiras de capital aberto. Para obter esse resultado, buscou-se, primeiramente, reunir as principais teorias existentes sobre as estratégias de crescimento, estrutura de capital, fusões, aquisições e incorporações, bem como informações pertinentes ao mercado educacional brasileiro.

Desse modo, os resultados encontrados na pesquisa podem ser sintetizados em três fases: aquisições, estrutura de capital e vantagem competitiva, para permitir uma melhor clareza na busca para atingir os objetivos específicos.

Na primeira fase, verificou-se que a abertura de capital vem como o meio para a obtenção de recurso, visando satisfazer as estratégias de crescimento. Percebeu-se, assim, a primeira influência das fusões, aquisições e incorporações sobre a estrutura de capital, ou seja, uma estratégia de crescimento necessita de recursos que podem ser próprios ou de terceiros. A opção definida por essas empresas foi o uso do capital próprio, por meio da emissão de ações. Entretanto, pela ordem da teoria de preferências, essa seria a última opção na busca por recursos. Dessa forma, ou essa ordem foi quebrada por uma necessidade estratégica ou as demais opções foram incapazes de satisfazer as necessidades dos recursos exigidos pelas estratégias da empresa. A resposta para essa pergunta pode ter sido respondida pela tentativa feita pela Anhanguera, para o uso do capital de terceiro, ao buscar emitir notas promissórias para a aquisição de uma instituição. Assim, fica evidente a falta de opção do mercado brasileiro para satisfazer às necessidades de recursos de longo prazo para empresas com estratégias de crescimento agressivas e, desse modo, regionalizar a ordem de preferência para a escolha de fontes de recursos em novos valores. Outro condicionante, que pode ter contribuído para interferir na ordem de preferência, é a Lei 11.096/2005, a qual isenta do imposto de renda sobre as atividades de graduação, as instituições que aderirem ao PROUNI. Desse modo, o benefício fiscal sobre os custos do capital de terceiros não será obtido, desestimulando o seu uso.

Ainda na primeira fase da pesquisa, foram mapeadas todas as aquisições ocorridas e identificou-se a Anhanguera como a empresa mais agressiva no uso da estratégia de crescimento por meio de aquisições (49,25% das aquisições ocorridas no período). Isso ocorreu, provavelmente, em decorrência de sete dos seus oito maiores executivos (diretoria e conselheiros) terem experiências em finanças ou aquisições, o que corrobora com as ideias de Miles e Snow (2003), de que existe uma tendência por uma estratégia, tendo em vista as qualificações, preferências conceituais ou formação profissional e acadêmica dos administradores e gerentes com maior poder de influência na organização e, assim, integra-se a teoria dos agentes, pela preferência por investimentos que se adaptam ao perfil do agente.

Na segunda fase da pesquisa, ao mapear a estrutura de capital das empresas, percebe-se uma tendência pelo menor endividamento para o período de fusões, confirmada pela Estácio, Kroton e SEB, que praticamente eliminaram suas dívidas, enquanto a Anhanguera, na contra mão das demais, buscou um maior endividamento para o período das fusões (de 2007 a 2008), mantendo-o,

entretanto, em valores moderados.

Apesar da escolha do capital próprio como fonte de recurso para a estratégia de crescimento, a pesquisa identificou outra fonte de influência sobre a estrutura de capital da empresa adquirente durante o processo de aquisições, o que pode explicar, em parte, o endividamento da Anhanguera, que praticamente não buscou por novas fontes de recursos no mercado.

O capital oneroso assumido pela empresa adquirente da empresa adquirida influenciou as dívidas da empresa adquirente em aproximadamente 14% para a Anhanguera, 51% para a Estácio, 11% para a Kroton e 15% para a SEB. Identificou-se, ainda, uma correlação significativa, com valor negativo (-0,63), entre os valores agregados ao passivo e o CMPC, o que pode indicar que as dívidas assumidas possuem um menor custo em relação ao custo total da empresa, o que é coerente com as ideias de Durand (1952), ou seja, o custo de dívidas já existentes não é influenciado por novas dívidas e, desse modo, a sua ampliação minimiza o CMPC.

Percebeu-se, dessa forma, que as fusões, aquisições e incorporações podem influenciar a estrutura de capital da empresa adquirente em duas fases da estratégia: na própria definição da estratégia ao identificar e usufruir das fontes necessárias para a implantação e na sua implantação, ao decidir pela agregação das dívidas da empresa adquirida.

A terceira fase teve como objetivo a identificação da empresa com melhores resultados na escolha da estrutura de capital para o uso em fusões, aquisições e incorporações, ou seja, identificar a empresa que obteve uma vantagem competitiva pela melhor composição da estrutura de capital.

A Anhanguera foi, sem dúvida, essa empresa. Ao manter uma composição para a estrutura de capital mais homogênea, durante todo o período analisado e usufruindo dos meios fornecidos por suas estratégias de crescimento agressivas, tais como a agregação de dívidas das empresas adquiridas, conseguiu o equilíbrio necessário, principalmente durante o período da abertura de capital. Nesse período, as empresas se capitalizam com recursos a custos elevados e muitas vezes não possuem estratégias de atuação rápida para o melhor aproveitamento desse capital.

Verificou-se, assim, que os casos apresentados, neste estudo, descrevem uma tendência, na qual a adoção de uma estratégia pelo uso de aquisições pode exercer uma influência sobre a estrutura de capital, confirmando a fundamentação teórica elaborada Durand (1952), da dependência dos investimentos em relação aos tipos de recursos utilizados e corroboram, ainda, com a teoria da ordem de preferência, ao identificar fatores regionais que interferem na ordem, como as dificuldades em obter recursos de terceiros de longo prazo e leis que excluem o benefício fiscal da dívida.

## REFERÊNCIAS

ANSOFF, H. I. *A nova estratégia empresarial*. São Paulo: Atlas, 1990.

ASSAF NETO, A. *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas, 2007.

BARREYRO, G. B. *Mapa do ensino superior privado*. Brasília: Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira, 2008.

BARROS, B. T. *Fusões e aquisições no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2003.

BESANKO, D. *et al. A economia da estratégia*. Porto Alegre: Bookman, 2006.

BLACK, F.; SCHOLES, M. The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*, v. 81, n. 3, p. 637 - 654, 1973.

BODIE, Z.; MERTON, R. C. *Finanças*. Porto Alegre: Bookman, 2002.

BRASIL. *Sinopse estatística da educação superior 2005*. Brasília: [s.n.], 2006. Disponível em: <[www.inep.gov.br](http://www.inep.gov.br)>. Acesso em: 22 maio 2008.

BRASIL. *Sinopse estatística da educação superior 2006*. Brasília: [s.n.], 2007. Disponível em: <[www.inep.gov.br](http://www.inep.gov.br)>. Acesso em: 22 maio 2008.

BRASIL. Lei nº 11.096, de 13 de Janeiro de 2005. Institui o Programa Universidade para Todos - PROUNI, regula a atuação de entidades beneficentes de assistência social no ensino superior. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2004-2006/2005/Lei/L11096.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2005/Lei/L11096.htm)>. Acesso em: 22 maio 2008.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Princípios de finanças empresariais*. Portugal: McGraw-Hill, 1998.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; MARCUS, A. J. *Fundamentals of corporate finance*. New York: McGraw-Hill, 2003.

CALABI, A. S.; REIS, G. D.; LEVY P. M. Geração de poupança e estrutura de capital das empresas no Brasil. *Serie Relatórios de Pesquisa*, Instituto de Pesquisas Econômicas, Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 6, p.193-195, 1981.

DRUCKER, P. F. *Management: tasks, responsibilities, practices*. New York: Transaction Publishers, 2007.

DURAND, D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems in measurement. In: CONFERENCE ON RESEARCH IN BUSINESS FINANCE, National Bureau of Economic Research. New York, 1952.

FABRETTI, L. C. *Fusões, aquisições, participações e outros instrumentos de gestão de negócios: tratamento jurídico, tributário e contábil*. São Paulo: Atlas, 2005.

FAMÁ, R.; KAYO, E. K. Teoria de agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. *Caderno de Pesquisa em Administração*, v. 2, n. 5, p. 1-8, 1997.

GHEMAWAT, P. A. *Estratégia e o cenário dos negócios: texto e casos*. Porto Alegre: Bookman, 2000

GIL, A. C. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 5 ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GITMAN, L. J. *Princípios de administração financeira*. 7 ed. São Paulo: Harbra, 1997.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. *Markets and corporate strategy*. New York: McGraw-Hill, 2002.

HARRISON, J. S. *Administração estratégica: de recursos e relacionamentos*. Porto Alegre: Bookman, 2005.

INSTITUTO BRASILEIRO DE ESTATÍSTICA E GEOGRAFIA (IBGE). *Síntese de indicadores sociais*. Rio de Janeiro: IBGE, 2006.



- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, 1976.
- KPMG CORPORATE FINANCE. *Pesquisa de fusões e aquisições 2008 - 2º trimestre: espelho das transações realizadas no Brasil*. São Paulo: KPMG, 2008.
- MEC/INEP/DEAES. *Sinopse estatística da educação superior 2006*. Brasília: [s.n.], 2007. Disponível em: <[www.inep.gov.br](http://www.inep.gov.br)>. Acesso em: 22 maio 2008.
- MILES, R. E.; SNOW, C. C. *Organizational strategy, structure and process*. New York: Mc Graw Hill, 2003.
- MILLER, M. H. Debt and taxes. *The Journal of Finance*, v. 32, n. 2, p. 261 - 275, May 1977.
- MODIGLIANI, F. Debt, dividend policy, taxes, inflation and market valuation. *The Journal of Finance*, v. 37, n. 2, p. 255-273, 1982.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, v. 48, n. 3 , p. 261-297, 1958.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.
- MONTGOMERY, C. A.; PORTER, M. E. *Estratégia: a busca da vantagem competitiva*. Rio de Janeiro: Campus, 1998.
- MYERS, S. C. The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- REED, S. F.; LAJOUX, A. R.; NESVOLD, H. P. *The art of M&A: a merger, acquisition, buyout guide*. New York: MacGraw-Hill, 2007.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração financeira: corporate finance*. São Paulo: Atlas, 1995.
- VERGARA, S. C. *Projetos e relatórios de pesquisa em administração*. São Paulo: Atlas, 2006.