
FUSÕES, AQUISIÇÕES E *TAKEOVERS*: UM LEVANTAMENTO TEÓRICO DOS MOTIVOS, HIPÓTESES TESTÁVEIS E EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

ARTIGO

Marcos Antônio de Camargos

Administrador de Empresas, MBA em Gestão Estratégica (Finanças) e Mestre em Administração pelo NUFI/CEPEAD/FACE/UFMG e professor do Centro Universitário de Belo Horizonte – UNI-BH
E-mail: mcamargos@cepead.face.ufmg.br

Francisco Vidal Barbosa

Engenheiro pela UFF, Mestre em Administração pela UFMG, Ph. D. em Ciências das Organizações e Pós-doutor pela Universidade de Harvard Professor Adjunto do NUFI/CEPEAD/FACE/UFMG
E-mail: fbarbosa@face.ufmg.br

RESUMO

A teoria das fusões e aquisições ainda carece de maior compreensão e sistematização para que resulte em uma teoria geral, com sustentação e contextualização entre outras teorias econômico-administrativas. Este artigo tem por objetivo proporcionar um melhor entendimento sobre o tema e a maneira pela qual pode ser abordado empiricamente. Para isso, são descritos alguns aspectos teóricos intrínsecos à atividade de fusões e aquisições, seus fundamentos e motivos subjacentes. A partir de pesquisas na literatura econômico-financeira, foram enunciadas hipóteses testáveis empiricamente e analisados seus resultados. As evidências sugerem que: as fusões e aquisições ocorrem visando tanto à maximização da riqueza dos acionistas quanto à maximização da utilidade gerencial; pode existir ou não sinergismo nessas operações; a informação nova liberada ao mercado e suas possíveis interpretações por parte dos investidores gera retornos anormais positivos; firmas de maior porte recebem a maior parte dos ganhos; e investidores conseguem obter retornos iguais ou superiores aos de firmas combinadas (diversificadas) em investimentos na proporção adequada de ações de diferentes firmas.

PALAVRAS-CHAVE: Fusões e Aquisições, Transferência de Controle, Teoria da Firma, Teoria da Agência

ABSTRACT

Mergers and acquisitions theory still lacks a comprehensive understanding and organization to formulate a general theory for support and for relating it to other economic and administrative theories. The article contributes to this better understanding and to how this may be approached empirically. Some intrinsic theoretical aspects of mergers and acquisitions are described together with basic premises and underlying reasons. Economic and financial literature is used to develop empirical hypotheses whose results are analyzed. Evidence suggests that mergers and acquisitions seek to maximize shareholders' participation as well as to provide peak managerial effectiveness and may or may not include synergism. New information disclosed to the market as well as interpretations on the part of the investors generate abnormally high returns. The larger companies receive most of the profits and investors manage to obtain returns equal or greater than those of the combined (diversified) companies by, in a suitable proportion, investing in the stock of the separate companies.

KEY WORDS: *Mergers and acquisitions, Takeovers, Theory of the company, Agency theory.*

1. INTRODUÇÃO

A atividade de fusões e aquisições (F&A) ainda não está totalmente assimilada e sedimentada em uma teoria geral que lhe sirva de suporte. Segundo KLOECKNER (1994), o que existe é um conjunto de explicações que se propõe conferir-lhe legitimidade, derivado de alguns aspectos das teorias da empresa, principalmente da Teoria da Firma e da Agência.

São várias as Ciências Sociais Aplicadas que têm as F&As como objeto de estudo: Contabilidade, Direito, Economia, Administração (com destaque para Finanças e Estratégia) e Política de Negócios, entre outras, nenhuma delas apresentando uma dominância ou legitimidade sobre as demais. Cada uma aborda essa atividade com teorias e evidências empíricas subjacentes – que a justificam e proporcionam um melhor entendimento sobre ela –, de grande relevância para a regulação de tais atos de concentração e para a tomada de decisões empresariais.

Os processos de F&As constituem uma maneira rápida de uma firma crescer, entrar em mercados, defender-se de aquisições indesejadas, aproveitar oportunidades de investimento, ou até mesmo de alguns participantes desses processos lucrarem às expensas de outros.

As origens da atividade de F&As remontam ao final do século XVIII e início do século XIX, quando a Revolução Industrial desencadeou um processo de concentração de capitais e reestruturação patrimonial sem precedentes, o qual, por meio de movimentos cíclicos (ondas), vem definindo e caracterizando o sistema de produção predominante, o Capitalismo.

A importância deste artigo está na ênfase dada à identificação dos motivos subjacentes a uma F&A, isto é, dos fatores que determinam a sua ocorrência e sucesso; no levantamento de hipóteses testáveis empiricamente, enunciadas a partir desses motivos; e na análise e descrição de pesquisas empíricas da literatura econômico-financeira internacional. Foi desenvolvido de forma que possa vir a ser fonte de referência e de inspiração para pesquisas futuras no mercado brasileiro, que ainda apresenta um número reduzido delas quando o tema é o das F&As.

Destarte, este artigo tem por objetivo proporcionar um melhor entendimento sobre a atividade de F&As e de como esta pode abordada empiricamente. Apresenta a seguinte estrutura: na primeira seção disserta-se sobre aspectos intrínsecos às F&As, como evolução (ondas), conceitos, tipos, *takeovers* e estratégias de defesa. Na seção 2 são descritos os fundamentos e os motivos subjacentes a essas operações e, com base na literatura econômico-financeira, são enunciadas hipóteses testáveis com dados empíricos. Na seção 3 são sintetizadas e analisadas evidências empíricas, a partir das quais são feitas algumas considerações na seção 4.

1.1. Evolução da atividade de fusões e aquisições

A evolução da atividade de F&As é perpassada por movimentos cíclicos (ondas), nos quais períodos de maior e menor intensidade dessa atividade se sucedem. A literatura econômico-financeira internacional, baseada principalmente no mercado norte-americano, assinala quatro ondas de F&As, as quais desempenharam um papel relevante, em âmbito mundial, na concentração de capitais, na reestruturação patrimonial e na consolidação de setores econômicos, descritas na Tabela 1.

Tabela 1: Ondas de Fusões e Aquisições

Onda	Características
<i>The Great Merger Wave</i> (1887-1904)	Iniciada com a recuperação da depressão mundial de 1883, perdurou até a depressão de 1904. Teve como características predominantes: as grandes transformações nos transportes, comunicações, tecnologias de manufatura; competição e instituições legais, com consolidações nas indústrias de petróleo, aço, tabaco e outras áreas básicas, além da formação de grandes monopólios.

Onda	Características
<i>The Merger Movement</i> (1916-1929)	O <i>boom</i> do mercado de capitais ajudou os investidores financeiros a consolidar firmas em vários setores, como o de serviços de utilidade pública (elétrico e de gás), o de comunicações e o automobilístico. As fusões de várias empresas em uma única não foram mais permitidas por leis antitruste. Esta onda apresentou mais fusões por integração vertical e diversificação do que a precedente. Foi caracterizada por fusões que visavam ao poder de oligopólio, enquanto a onda precedente caracterizou-se por fusões que objetivavam o monopólio (STIGLER, 1950).
<i>The 1960s Conglomerate Merger Wave</i>	Predominaram as fusões que visavam à diversificação, do tipo conglomerado, com a união de diferentes atividades, como uma resposta às maiores restrições às fusões horizontais e verticais introduzidas pelas alterações nas leis antitruste em 1950. Durante os anos 60, as aquisições foram influenciadas pelo <i>boom</i> do mercado de capitais e encorajadas por inovações nos mecanismos financeiros. Grande parte das F&As desta onda fracassaram porque, via de regra, a produção em conglomerado falha na alocação de recursos e no controle de suas subsidiárias, por ignorar o princípio fundamental de Adam Smith, de que a especialização aumenta a eficiência e a produtividade (TRICHES, 1996).
<i>The Wave of the 1980s</i>	Caracterizada pela expansão empresarial devida não a investimentos em novas plantas ou na própria firma, mas sim à aquisição de outras firmas, em razão de o baixo valor das ações no mercado de capitais tornar a aquisição mais barata do que novos investimentos. O <i>crash</i> da Bolsa de Nova York em outubro de 1987 possibilitou às firmas estrangeiras comprar firmas americanas, o que resultou em uma explosão de aquisições hostis. Além disso, essa onda apresentou um grande número de transações entre firmas de mesmo porte, diferentemente das demais, nas quais predominaram as negociações entre firmas de portes desiguais. Novamente, inovações nos mecanismos financeiros contribuíram para aumentar o número de tentativas de <i>takeovers</i> . O <i>boom</i> das F&As dos anos 80 na economia norte-americana visava principalmente à expansão internacional das grandes corporações multinacionais, enquanto nos anos 90 esta atividade pode ser vista como uma adequação inteligente a ambientes de negócios em constante mutação, adequação determinada por mercado em retração, reformas governamentais e mudanças tecnológicas (TRICHES, 1996).

Fonte: Compilado de WESTON e BRIGHAM (2000); WAACK (2000); SCHERER e ROSS (1990).

NELSON (1968) apresenta, como justificativa da inconstância do movimento das F&As, o fato de tais processos ocorrerem principalmente em períodos de alta atividade econômica, estando assim diretamente relacionados à altas nos mercados de capitais. O estímulo e a busca por associações empresariais ocorrem em períodos de baixa nesses mercados, mas a concretização (pagamento), em períodos de alta. Assim, as decisões seriam baseadas em estratégias de longo prazo, enquanto o momento da concretização da negociação seria definido pelas condições financeiras de curto prazo (tendência de alta nos mercados de capitais).

Além disso, segundo GORT (1969), os distúrbios econômicos têm relação direta com o número de F&As, por aumentar a variância das avaliações de

preços, em razão de as informações sobre o passado (comuns a todos os investidores) tornarem-se menos efetivas na predição do futuro. Os choques econômicos mais comuns que alteram a estrutura de expectativas são: o rápido desenvolvimento da tecnologia e os rápidos movimentos nos preços dos títulos.

1.2. Conceitos

Segundo DODD (1980), uma fusão é uma transação na qual uma firma (a adquirente) compra ações circulantes ou ativos de outra (a alvo).

ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (1995) declaram que na fusão ou consolidação as firmas envolvidas geralmente têm porte semelhante e combinam-se mediante uma simples permuta de

ações, dando origem a uma outra firma, enquanto na aquisição ocorre a compra de uma firma por outra, e somente uma delas mantém a identidade.

Dessas definições podem-se depreender algumas distinções básicas entre fusão ou consolidação e aquisição: a) em uma fusão seguida de uma consolidação há a criação de uma nova firma, enquanto na aquisição uma das empresas envolvidas mantém a sua identidade jurídica; b) na fusão, a forma de pagamento utilizada é uma permuta de ações, enquanto na aquisição a forma de pagamento pode ser dinheiro, ações, títulos; c) na fusão, as firmas geralmente são do mesmo setor, têm a mesma atividade-fim, enquanto nas aquisições é comum as firmas serem de setores diferentes.

1.3. Tipos de fusão ou aquisição

Segundo ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (1995), uma fusão ou uma aquisição podem ser:

- horizontais: união entre firmas atuantes no mesmo ramo de atividade, geralmente concorrentes;
- verticais: quando resultam da união entre firmas que fazem parte da mesma cadeia produtiva, podendo ser para cima (montante), em direção aos fornecedores, ou para baixo (jusante), em direção aos distribuidores;
- em conglomerado ou co-seguro: quando envolvem firmas em ramos de atividade não relacionados, cujo principal objetivo, na maioria das vezes, é a diversificação de investimentos, visando a reduzir riscos e aproveitar oportunidades de investimento.

WESTON e BRIGHAM (2000) assinalam ainda a F&A congênere, que envolve firmas que estão na mesma indústria mas não atuam na mesma linha de negócios, não sendo nem fornecedoras nem clientes.

1.4. Formas de aquisição e transferência ou tomada de controle (*takeover*)

Os estatutos corporativos exigem que propostas de compra (F&A) sejam aprovadas por acionistas majoritários das firmas-alvo, com a porcentagem de votos a favor variando de 50 a 66,66%. Além disso, a proposta deve ser aprovada pelo quadro de diretores dessas firmas, o qual tem o poder de vetá-la ou aprová-la (DODD, 1980).

Uma fusão ou consolidação é um dos métodos pelos quais uma firma pode adquirir outra. Além de ser feita por fusão, a aquisição pode ocorrer por meio da compra de ações ou ativos, mediante pagamento em dinheiro, ações ou títulos, via bolsa de valores; oferta privada da administração da firma adquirente à administração da firma a ser adquirida; ou mediante uma oferta pública de compra (*tender offer*), feita pela firma adquirente diretamente aos acionistas da outra.

HUANG e WALKLING (1987) destacam que a escolha entre fusão e proposta pública de compra em uma aquisição é motivada pelos custos, os quais estão associados ao prêmio requerido pelo controle exigido pela administração da firma-alvo. Historicamente, propostas públicas de compra têm sido associadas com pagamento em dinheiro, e fusões, com pagamento em ações.

Dependendo da forma como a fusão ou aquisição é conduzida, ela pode ser hostil (*hostile takeover*) ou amigável (*friendly takeover*). As amigáveis podem ser definidas como uma mudança na propriedade corporativa sem uma mudança acompanhante no controle administrativo, enquanto as não amigáveis podem ser definidas como um lance de tomada de controle não solicitado, que resulta na substituição da administração da firma-alvo (HIRSCHEY, 1986).

Segundo MANNE (1965), a tomada de controle (*takeover*) é mais atrativa e mais cara. Ele aponta três mecanismos para se tomar o controle de corporações:

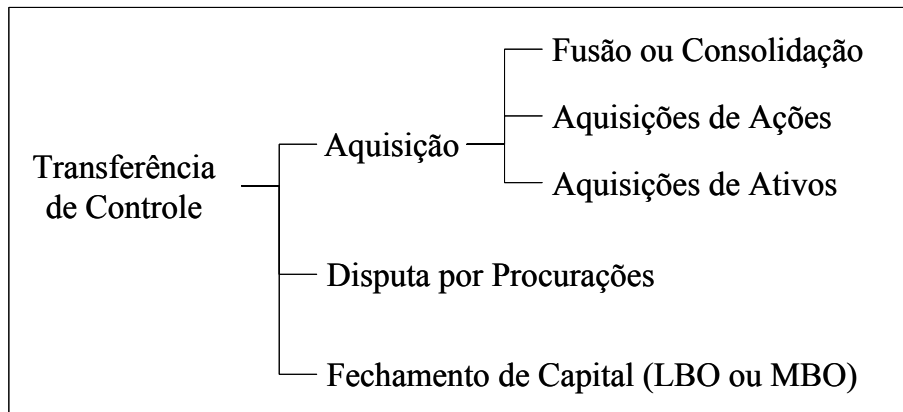
- a) brigas por procuração: é o mecanismo mais dramático, caro, incerto, e o menos utilizado. Requer aprovação explícita de dirigentes e controladores da firma, o que é dificultado pelos estatutos;
- b) compra direta de ações: compra do número mínimo necessário de ações no mercado de capitais;
- c) fusão: definida como a aquisição geralmente paga via ações da firma adquirente, mais do que em dinheiro. É o mecanismo mais eficiente para a tomada de controle corporativo e, por consequência, de considerável importância para a proteção de acionistas individuais não controladores, além de desejável do ponto de vista do bem-estar econômico, por evitar bancarrotas.

As formas de transferência de controle podem ser visualizadas na Figura 1.

O mecanismo de fechamento de capital (*Leveraged* ou *Management Buyout* – LBO ou MBO) envolve a aquisição da firma pela própria administração, numa operação altamente alavancada, que constitui também uma estratégia de defesa contra *takeovers* hostis.

Os custos, dificuldades práticas e conseqüências legais desses mecanismos variam amplamente. A seleção de uma em detrimento de outra ou alguma combinação dessas técnicas freqüentemente representam uma difícil decisão estratégica (MANNE, 1965).

FIGURA 1: Formas de Transferência de Controle



Fonte: Adaptado de ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (1995:589).

1.5. Estratégias de Defesa

A literatura econômico-financeira apresenta um número variado de mecanismos e terminologias envolvendo estratégias de defesa contra F&As hostis, as quais, segundo HUANG e WALKLING (1987), estão associadas à tentativa dos acionistas de resistir a uma proposta de aquisição, uma vez que essa resistência pode resultar em prêmios mais elevados, associados a um impacto positivo no preço (hipótese da maximização da riqueza dos acionistas) e a esforços dos administradores em preservar os seus empregos (maximização da sua utilidade gerencial).

HIRSCHEY (1986), HUANG e WALKLING (1987), BREALEY e MYERS (1995), ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (1995) e WESTON e BRIGHAM (2000), apresentam as seguintes estratégias de defesa:

- Pílulas Envenenadas (*Poison Pills*) e Repelentes de Tubarão (*Shark Repellents*): normas corporativas para eleições do quadro de diretores, datas dos encontros anuais, número mínimo de

ações para tentativas de *takeovers*, entre outros requerimentos que os dificultam;

- *Greenmail*: pagamento em forma de um interesse minoritário de aquisição de controle acima dos custos de aquisição, com retorno (“lucro”) para um proponente desistir do *takeover* hostil;
- Fusões Defensivas: fusão amigável com outra firma, destinada a tornar uma firma-alvo menos vulnerável a um *takeover* hostil; seu porte maior torna mais difícil a sua aquisição;
- Reaquisição e Limitação de Participação: a firma readquire a participação de um comprador em potencial na sua estrutura societária mediante pagamento de ágio substancial, o que também é conhecido como “chantagem verde”. A limitação de participação são contratos firmados entre a firmas envolvidas, nos quais a firma adquirente concorda em limitar sua participação na outra;
- Elevação do Valor da Empresa: uso de estratégias de investimento e da política de dividendos para aumentar o valor das ações da firma, como o aumento da distribuição de

- dividendos, redução de investimentos com riscos elevados e desinvestimentos;
- Recompra das Próprias Ações no Mercado;
 - Ofertas Próprias Excludentes de Compra: a firma-alvo compra, com ágio, um certo número de suas próprias ações, excluindo os acionistas interessados no *takeover*;
 - Fechamento de Capital (LBO ou MBO);
 - Jóias da Coroa ou Estratégia de Terra Arrasada: a firma vende os seus principais ativos, tornando-se menos atraente para um *takeover*;
 - Cavaleiro Branco (*White Knight*): a firma-alvo tenta encontrar uma outra firma com uma postura mais amistosa, interessada em fazer a fusão ou a aquisição.

2. A TEORIA DA FIRMA E A TEORIA DA AGÊNCIA E OS FUNDAMENTOS DOS MOTIVOS PARA FUSÃO E AQUISIÇÃO

Os motivos para as F&As encontram suporte teórico na Teoria da Firma e no desenvolvimento desta, a Teoria da Agência.

COASE (1937), considerando uma economia de trocas especializadas, na qual a distribuição de recursos é organizada pelo mecanismo de preços, assinala, como motivo do surgimento da firma, o fato de ela alocar os recursos de produção sob a chancela de um empresário de forma menos onerosa do que no mercado, em razão dos custos de transação existentes neste último; e como motivo da sua existência, a divisão do trabalho, por ela ser resultado de um aumento da complexidade da especialização no trabalho. A limitação da capacidade gerencial é que determinaria o tamanho da firma e restringiria a concentração de toda a produção em uma única firma. A produção ou o tamanho da firma seriam expandidos até o ponto em que o custo marginal de realizar uma atividade extra dentro da firma fosse igual ao seu preço de mercado. Isso explica a ocorrência de transações no mercado.

ALCHIAN e DEMSETZ (1972) complementaram a teoria de Coase. Partindo do argumento deste, de que eram os custos de transação no mercado que determinavam a organização dos recursos em uma firma, esses autores desenvolveram uma Teoria da Firma baseada nos

custos de administração, no sentido de que quanto menor fosse o custo de administração, maior seria a vantagem comparativa de se organizar recursos dentro de uma firma.

Segundo COASE (1937), os fatores que levaram ao crescimento do tamanho da firma foram: a) menores custos de organização e baixo crescimento destes, com um aumento nas transações organizadas; b) menor probabilidade de o empreendedor cometer erros e o pequeno aumento nos erros, com um aumento das transações organizadas; c) a redução no preço de fornecimento dos fatores de produção para firmas de tamanhos maiores. Assim, o tamanho da firma era determinado pelos custos de transação, pelos custos administrativos e pela capacidade gerencial.

BERLE JR. e MEANS (1932), ao analisarem a separação entre propriedade e controle, denominaram de corporação moderna a evolução da pequena firma para estruturas organizacionais mais complexas. Para eles, a evolução desse tipo de firma é atribuída ao desenvolvimento de um sistema de fábrica, no qual um crescente número de trabalhadores foi colocado sob a chancela de um coordenador, e a uma nova forma de organização, de caráter quase público, cuja propriedade é pulverizada entre vários acionistas, detentores de pequenos títulos (ações).

MÜSSNICH (1979) identifica o primeiro estágio do desenvolvimento da corporação moderna com o empresário, seu próprio fundador, que possuía o poder de decisão em todos os assuntos empresariais, e caracteriza o segundo estágio pelo advento dos administradores profissionais, que, com um conhecimento mais especializado da firma, passaram a assumir gradativamente funções diretivas e a adquirir poder de decisão, que antes estava sob a chancela dos empresários.

Dessa forma, emergem com a corporação moderna dois tipos diferentes de propriedade: a propriedade passiva, conferida aos acionistas, que, apesar de serem os proprietários legais e os receptores do lucro líquido da firma, não desejam ou não podem exercer isoladamente os seus direitos, por atribuírem o poder da tomada de decisão a terceiros (administradores); a propriedade ativa, detida pelo administrador, a quem os acionistas confiam a administração de sua riqueza (KLOECKNER, 1994).

Preocupada com as conseqüências dessa separação entre propriedade e controle, a Teoria da Agência surge como um desenvolvimento da Teoria da Firma. Ela constitui um corpo de conhecimentos que estuda os efeitos econômico-financeiros decorrentes da delegação do poder de decisão na firma. Trata-se de uma teoria que oferece um arcabouço lógico para se compreender e modelar os problemas que podem surgir nos relacionamentos em que existe uma delegação de poder decisório implícita ou explícita, formal ou informal (LAMB, 1992).

JENSEN e MECKLING (1976) formalizaram matemática e economicamente a Teoria da Agência, utilizando-se largamente do conceito da Curva de Utilidade da Microeconomia. Além desse novo enfoque, desenvolveram alguns aspectos do comportamento dos agentes e do principal, de grande valia para a Administração, e forneceram uma nova abordagem para a Teoria da Estrutura de Capital, principal debate teórico desde MODIGLIANI e MILLER (1958)¹, denominada por eles de Estrutura de Propriedade (*Ownership Structure*). Na visão de JENSEN e MECKLING (1976), o pressuposto básico subjacente à Teoria da Agência é o de que as grandes firmas (sociedades por ações) constituem um conjunto de contratos cujo objetivo é o de maximizar a riqueza dos acionistas. Esses contratos são firmados entre um agente interno (administrador) e um agente externo ou principal (acionistas), e estão associados de alguma forma à delegação de poder.

Para esses autores, é quase impossível assegurar que o agente tome a decisão ótima do ponto de vista do principal. Essa divergência leva ao surgimento de um custo, denominado de perda residual: o principal consegue o maior lucro possível, mas não o lucro máximo, em decorrência do fato de essa perda ser inevitável. Os custos de agência resultam da soma dos seguintes custos: custo de monitoração do principal, custo de demonstração do agente e custo residual.

FAMA (1980) conciliou a teoria desses autores com a teoria de carteiras desenvolvida por

MARKOWITZ (1952)². Ele argumentou que as firmas podem ser maneiras eficientes de se organizar economicamente os recursos de produção, mesmo aquelas nas quais é completa a separação entre propriedade e controle. Nesses casos, acionistas e administradores buscariam a eficiência em suas atividades e investimentos de acordo com suas perspectivas e interesses. Os acionistas conseguiriam eliminar o risco específico do investimento (não sistemático) pela sua divisão em ações de diferentes firmas (diversificação). De acordo com esse argumento, as F&As não constituem atividades racionais de investimento, dado o elevado nível de risco que as perpassa. Um investidor racional conseguiria obter retornos iguais ou maiores aos de firmas combinadas, pela pulverização do seu investimento em várias firmas. Já os administradores seriam levados a buscar a eficiência em suas atividades em razão da existência dos seguintes mecanismos disciplinadores: competição gerencial (interna e externa à firma); mercado de capitais (monitora o desempenho atual e futuro da firma); mercado de projeto (mercado informacionalmente eficiente); mecanismo de *takeovers* (no sentido de que, se este ocorrer, o dirigente certamente perderá o seu emprego).

JENSEN (1986) assinala que os administradores são incentivados a levar suas firmas a um crescimento além do tamanho ótimo, pois o aumento de recursos sob seu controle aumenta o seu poder e suas compensações.

Segundo MARRIS (1963), com a separação entre a propriedade e o controle, a maximização do lucro da firma deixa de ser o objetivo principal dos administradores, assumindo o seu lugar a maximização da sua utilidade gerencial. Conseqüentemente, ao invés de procurar por empregos em organizações maiores, os gerentes concentram seus esforços no crescimento das firmas por eles administradas, pois este agrega tanto componentes de tamanho como de segurança. Estão, assim, mais preocupados com a alta taxa de crescimento da firma do que com a rentabilidade desta.

¹ A teoria desenvolvida por MODIGLIANI e MILLER (1958) substituiu o paradigma existente e tornou-se um marco de referência na teoria econômico-financeira. O argumento central da teoria desses autores era o de que não existe uma estrutura ótima de capital maximizadora do valor de mercado da firma.

² MARKOWITZ (1952) desenvolveu a Teoria de Portfólios (carteiras), que tinha como questão central encontrar melhores combinações de ativos de mercado na formação de portfólios que maximizassem o retorno para um dado nível de risco (fronteira eficiente).

MANNE (1965) fornece outra teoria sobre os motivos das F&As, a Teoria do Mercado de Controle Corporativo, segundo a qual somente o *takeover* fornece garantias de eficiência competitiva da administração corporativa, protegendo os acionistas minoritários e minimizando os interesses conflitantes existentes dentro das firmas.

De acordo com a Teoria dos Fluxos de Caixa Livres (fluxos de caixa excedentes após o financiamento de todos os projetos que apresentem VPL positivo), é mais provável que F&As destruam do que criem valor, o que mostra que essas operações são tanto evidência dos conflitos de interesses existentes, como a solução para o problema. Destarte, essa teoria postula que as aquisições constituem uma maneira de os administradores gastarem dinheiro ao invés de distribuí-los aos acionistas. Administradores que não utilizam o poder de empréstimos e os fluxos de caixa livres possivelmente obterão baixos benefícios ou destruirão valor em F&As. Quanto maior os fluxos de caixa livres, mais discricionário é o comportamento do agente e maiores são os custos de agência do capital próprio. Uma forma de minimizar esses conflitos seria a redução desses fluxos de caixa livres sob controle do administrador por meio do uso de dívidas, que são uma motivação para que os administradores e suas firmas sejam eficientes (JENSEN, 1986).

Segundo KLOECKNER (1994), a separação entre propriedade e controle permitiu um comportamento não maximizador por parte das grandes companhias. Assim, as F&As podem ocorrer visando ao aumento do bem-estar dos diretores das firmas adquirentes, mesmo que a operação de fusão ou compra cause impacto negativo no valor de mercado de suas ações, em detrimento de F&As que visem à substituição de diretores que não estejam maximizando o valor de mercado de suas firmas.

2.1. Motivos para fusões e aquisições

Segundo SCHERER e ROSS (1990), as F&As ocorrem por várias razões e, em qualquer processo, vários motivos diferentes influenciam simultaneamente o comportamento das partes envolvidas.

Para FIRTH (1980), a maioria desses motivos estão fundamentados nas seguintes teorias da firma:

- Teoria Neoclássica da Maximização dos Lucros da Firma: as forças do mercado competitivo motivam os gerentes a tomar decisões que maximizam o valor das firmas e a riqueza dos acionistas. As firmas se engajarão em *takeovers* se estes resultarem no aumento da riqueza dos acionistas adquirentes, advindo de aumentos na rentabilidade, seja pela criação do poder de monopólio, seja pelas sinergias, ou, ainda, pela substituição de administradores ineficientes nas firmas adquiridas.
- Teoria Maximização da Utilidade Gerencial: além de um certo nível satisfatório de lucros, administradores tentarão maximizar sua utilidade (redução do risco de perder seus empregos, aumento no nível dos seus salários e aumento de poder e satisfação no trabalho), em detrimento da maximização da riqueza dos acionistas. Esses objetivos podem ser obtidos por meio do aumento do tamanho da firma³, sendo os *takeovers*, na prática, a forma mais rápida de consegui-los. Ao invés do aumento da rentabilidade ou do tamanho, o aumento dos benefícios dos administradores são os objetivos mais prováveis.

MANNE (1965), MUELLER (1969), GORT (1969), JENSEN (1986), ROLL (1986), SCHERER e ROSS (1990) e KLOECKNER (1994) apresentam os seguintes motivos para as F&As:

- discrepâncias nas expectativas dos fluxos de caixa futuros e do risco associado ao resultado esperado⁴ (expectativas assimétricas): diferentes expectativas levam os investidores a atribuir valores diferentes a uma mesma firma, ocasionando propostas de compra;
- irracionalidade individual nas decisões de dirigentes: justificativa hipotética para as fusões, segundo a qual, sob condições de incerteza, os indivíduos nem sempre tomam decisões racionais. Essa irracionalidade é diluída ou anulada quando considerada de forma agregada na interação dos vários agentes econômicos (ROLL, 1986);

³ Sugerido inicialmente por MUELLER (1969), sob o nome de Hipótese da Maximização do Crescimento.

⁴ Motivo que rompe com a premissa das expectativas homogêneas sobre os fluxos de caixa futuros da firma, de modelos de equilíbrio de mercado como o CAPM - *Capital Asset Pricing Model*.

- compensações e incentivos tributários, advindos de créditos tributários relativos a prejuízos acumulados por uma das firmas envolvidas, que podem ser compensados em exercícios futuros pela outra firma, caso esta apresente lucros;
- fusões como uma alternativa a dividendos e recompra de ações: situação presente em firmas com fluxos de caixa livres. Segundo BENSTON (1980), esse motivo está baseado nas premissas: (1) o valor da firma é independente do seu dividendo (MILLER e MODIGLIANI, 1961)⁵; (2) os investidores não pretendem utilizar os dividendos para consumo imediato; (3) os dividendos recebidos serão reinvestidos na firma ou em outra, dentro da mesma faixa de risco;
- custos de reposição e valores de mercado: situação que surge quando os custos de reposição dos ativos de uma firma são maiores que o seu valor de mercado, ou, em outras palavras, quando a razão “Q de Tobin”, obtida pelo valor de mercado da firma dividido pelo custo de reposição dos seus ativos, é menor do que a unidade (“Q de Tobin” < 1). As firmas com esta razão poderão vir a ser alvo de propostas de compra;
- busca de economias de escala e de escopo, advindas de possíveis reduções nos custos, ocasionadas pelo aumento do nível de produção, maior racionalização do esforço de pesquisa e desenvolvimento, uso conjunto de insumos específicos não divisíveis e transferência de tecnologia e conhecimento (*know-how*);
- efeitos anticompetitivos e busca do poder de monopólio, advindos de ganhos com o aumento da concentração de mercado e com a conseqüente redução da competição;
- redução do risco de insolvência (fusões em conglomerado ou co-seguro), advinda da fusão

⁵ MILLER e MODIGLIANI (1961) defenderam que a política de dividendos não é relevante para o valor da firma, isto é, não maximiza o seu valor, uma vez que este é determinado em função da sua expectativa de retornos futuros e do risco inerente às suas atividades. Para eles, o que os investidores ganham quando se aumenta a distribuição de dividendos é contrabalançado pela perda sofrida no valor de suas ações. Não levaram em consideração problemas de agência decorrentes de interesses conflitantes relativos ao destino dos lucros obtidos pela firma.

entre duas ou mais firmas com fluxos de caixa sem correlação perfeita;

- razões gerenciais: as F&As podem ocorrer visando tanto ao aumento do bem-estar dos diretores das firmas, mesmo que a operação cause impacto negativo no valor de mercado de suas ações, como à substituição de diretores que não estejam maximizando o valor de mercado de suas firmas. Três teorias servem de suporte a essas razões: Teoria do Mercado de Controle Corporativo (F&A tem por objetivo substituição de administrações ineficientes); Teoria do Fluxo de Caixa Livre (F&As são maneiras de administradores gastarem dinheiro ao invés de distribuí-lo aos acionistas); Teoria da Maximização do Crescimento (os administradores maximizam o crescimento de suas firmas, mais do que os lucros ou o bem-estar dos acionistas);
- elevadas barreiras de entrada em novos mercados;
- obtenção de capacidades adicionais e de sinergias operacionais, em razão do crescimento da demanda e da expectativa de aumento da riqueza dos acionistas como resultado da fusão;

2.2. Hipóteses testáveis com dados empíricos

Do conjunto de motivos para as F&As exposto acima, podem-se derivar algumas hipóteses testáveis empiricamente sobre o tema, envolvendo dados empíricos dos mercados de capitais⁶.

- H₁ - Hipótese da maximização da riqueza dos acionistas: postula que nos processos de F&A, as diretorias das firmas envolvidas têm como objetivo maximizar o valor de suas firmas pela valorização do preço das suas ações no mercado. Assim, uma F&A deve ter um efeito positivo nas ações das firmas envolvidas;
- H₂ - Hipótese da maximização da utilidade gerencial: postula que os administradores de firmas adquirentes procuram maximizar a sua própria utilidade às expensas dos acionistas dessas firmas. Os administradores podem se engajar em F&As que causem um impacto negativo nas ações de duas firmas, desde que os ganhos para os acionistas das firmas-alvo sejam

⁶ As hipóteses H₁, H₂, H₃, H₄ e H₆ são descritas com maiores detalhes por KLOECKNER (1994).

compensados com as perdas dos acionistas adquirentes, o que anula as expectativas de perdas ou de ganhos líquidos. Assim, uma F&A não deve impactar as ações das firmas envolvidas, em virtude da compensação de ganhos e perdas dos acionistas-alvo e adquirentes, respectivamente;

- H₃ - Hipótese dos ganhos operacionais (sinergias): postula que os ganhos relativos às F&As advêm de fatores operacionais, como economias de escala e de escopo, eliminação de ineficiências (operacionais e administrativas), ganhos de monopólio, obtenção de capacidades adicionais e efeito de co-seguro. Assim, uma F&A deve proporcionar um resultado global positivo para as firmas envolvidas, cujos ganhos são divididos (não necessariamente de forma equivalente) entre elas; caso a tentativa de F&A não obtenha sucesso, haverá um impacto negativo sobre as ações de ambas as firmas;
- H₄ – Hipótese dos Ganhos Anormais⁷ ou Hipótese da informação nova: postula que é a informação nova liberada ao mercado nos processos de F&A e não os ganhos operacionais combinados que afeta os preços das ações no mercado. Assim, as firmas-alvo receberão retornos anormais positivos no anúncio de uma F&A. Não haverá nenhum efeito sobre as ações da firma adquirente, mas haverá um efeito positivo para a firma-alvo, caso a F&A não obtenha sucesso;
- H₅ - Hipótese da Eficiência de Mercado (HEM)⁸: postula que os preços dos títulos se ajustarão instantaneamente a qualquer informação nova relevante (como o anúncio de uma F&A), fornecendo sinais úteis à alocação eficiente de recursos. Esta hipótese postula apenas que o

mercado de capitais reagirá eficientemente às informações sobre uma possível F&A (MANDELKER, 1974). Isto é, em um mercado de capitais informacionalmente eficiente podem existir ganhos ou perdas tanto para firmas adquirentes quanto para firmas-alvo, em razão do novo patamar de ajuste dos preços e dos motivos por trás da negociação (o que importa é a velocidade e a acurácia do ajuste);

- H₆ - Hipótese da divisão dos ganhos: também denominada de mercado de aquisições perfeitamente competitivo (MANDELKER, 1974), postula que a combinação de ativos pertencentes a firmas distintas gera ganhos para os acionistas dessas firmas e que os ganhos são distribuídos proporcionalmente ao tamanho da firma. Isto é, os ganhos serão maiores para acionistas adquirentes ou acionistas-alvo cujas firmas forem maiores ou detentoras de ativos específicos, e divididos de maneira equivalente se o ativo pertencer a ambas ou se as firmas tiverem tamanhos similares;
- H₇ - Hipótese da diversificação do risco (F&As em conglomerado): baseada na teoria de carteiras de MARKOWITZ (1952), postula que investidores conseguem obter retornos maiores ou iguais em investimentos que combinam ações de duas firmas na proporção adequada, do que em investimentos em firmas diversificadas (combinadas), em razão dos riscos dessas atividades. Assim, as F&As não proporcionam ganhos, ou têm um efeito negativo nos ganhos tanto de acionistas-alvo quanto de acionistas adquirentes.

⁷ Para maiores detalhes desta hipótese, ver LINTNER (1971).

⁸ Para maiores detalhes sobre a HEM e pesquisas empíricas, ver: FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, Chicago: American Finance Association, v. 25, n. 2, p. 383-417, May 1970; e FAMA, E. F. Efficient capital markets II. *The Journal of Finance*, Chicago: American Finance Association, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, Dec. 1991.

Tabela 2: Resumo das hipóteses e seus efeitos sobre os preços das ações de firmas-alvo e de adquirentes

Hipótese	Adquirente	Alvo
H ₁ - Hipótese da maximização da riqueza dos acionistas	+	+
H ₂ - Hipótese da maximização da utilidade gerencial	-	+
H ₃ - Hipótese dos ganhos operacionais (sinergias)		
- Empresas envolvidas em fusões	+	+
- Empresas participantes em fusões não concretizadas	-	-
H ₄ - Hipótese da informação nova		
- Empresas envolvidas em fusões	+	+
- Empresas participantes em fusões não concretizadas	0	+
H ₅ - Hipótese da Eficiência de Mercado (HEM)	+ ou -	+ ou -
H ₆ - Hipótese da divisão dos ganhos		
- Ativos específicos da firma-alvo	0	+
- Ativos específicos da firma adquirente	+	0
- Ativos pertencentes a ambas as firmas	+	+
H ₇ - Hipótese da diversificação	0 ou -	0 ou -

(+) efeito positivo; (-) efeito negativo; (0) sem efeito .

Fonte: Adaptado de KLOECKNER (1994).

3. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DOS PROCESSOS DE FUSÃO E AQUISIÇÃO NA LITERATURA ECONÔMICO-FINANCEIRA INTERNACIONAL

Em Finanças, apesar da existência de diferentes abordagens dos processos de F&As, observa-se o predomínio, na literatura econômico-financeira dos últimos 20 anos, de questões envolvendo o impacto desses processos no valor de mercado das firmas envolvidas.

MACKINLAY (1997) assinala que, nesse período, um enorme corpo de evidências empíricas sobre F&As foi desenvolvido, no qual predominou

a metodologia de “Estudos de Evento”⁹. Os resultados, de maneira geral, sugerem que em um *takeover* de sucesso os retornos anormais das firmas-alvo são elevados e positivos, enquanto os retornos anormais das firmas adquirentes são próximos de zero.

Segundo FIRTH (1980), no exame da rentabilidade dos processos de F&As é comum usar a Teoria da Eficiência de Mercado, pelo fato de esta fornecer uma medida dos retornos dos acionistas. Considerando-se um mercado eficiente, pode-se medir o movimento dos preços de ações em dias

⁹ Metodologia que avalia a extensão com que o desempenho dos preços de títulos de uma firma em dias próximos a um evento específico tem sido anormal (MACKINLAY, 1997).

próximos a um evento específico, obtendo-se uma medida direta do impacto econômico desse evento no preço da ação e uma medida direta do aumento ou redução da riqueza dos acionistas.

JENSEN e RUBACK (1983), analisando artigos publicados entre 1960 e 1983 sobre o controle corporativo pelo mercado, concluíram que os *takeovers* geravam ganhos positivos para acionistas-alvo, com resultados não significativos para acionistas adquirentes, e que os ganhos criados por *takeovers* não advinham da criação de poder de mercado. Com a exceção de manobras que excluíram potenciais adquirentes, é difícil encontrar atitudes gerenciais relacionadas ao controle corporativo que prejudicaram os acionistas. O controle corporativo pelo mercado pode ser melhor compreendido se for visto como uma arena na qual times de administradores competem pelo direito de administrar recursos.

Na Tabela 3 estão resumidos alguns trabalhos empíricos publicados na literatura econômico-financeira internacional. Essa tabela foi feita da seguinte forma: coletaram-se várias pesquisas empíricas publicadas entre 1973 e 2002 e, a seguir, fez-se uma triagem dos objetivos e dos resultados obtidos por cada uma. Na análise destes, fez-se uma associação entre eles e as hipóteses enunciadas na Tabela 1, isto é, para fins práticos, reduziram-se os objetivos dos autores (muitos dos quais eram mais amplos) às hipóteses enunciadas, o que envolve um certo grau de subjetividade que não interfere nas conclusões. Por fim, foram levantados o período analisado por cada pesquisa, a periodicidade dos dados e a metodologia, para torná-la mais completa, de forma que possa vir a ser uma referência para pesquisas futuras.

Tabela 3: Trabalhos Empíricos sobre Fusões e Aquisições no Mercado Norte-Americano (EUA) e Inglês (UK)

Autor(es)/ Ano/ Mercado	Período / Dados / Metodologia¹⁰	Hipótese Testada	Considerações / Conclusões
Halpern (1973) (EUA)	Jan./50 - jul./65 (mensais) (Estudo de Evento)	H ₂ ; H ₄ ; H ₆ em fusões	O ganho médio para grandes firmas é positivo e o ganho total é dividido igualmente entre firmas grandes e pequenas. Os prêmios divididos em favor das firmas pequenas não são evidências da hipótese da maximização da utilidade gerencial. O preço obtido pelos ativos é independente do tamanho da firma, mas a % dos ganhos está relacionada ao tamanho.
Mandelker (1974) (EUA)	1941 a 1967 (mensais) (Estudo de Evento)	H ₄ e H ₅ em fusões e aquisições	Tanto acionistas-alvo como adquirentes obtêm retornos anormais em fusões. O mercado de aquisições é perfeitamente competitivo; as informações sobre a fusão são eficientemente incorporadas aos preços das ações.
Haugen e Langtieg (1975) (EUA)	1951 a 1968 (mensais) (Estudo de Evento)	H ₃ ; H ₅ ; H ₇ em fusões	Detectaram pequena evidência de sinergismo. Se o mercado fosse eficiente, uma mudança na lucratividade dos ativos deveria ser rapidamente capitalizada no preço das ações ordinárias da firma combinada. Acionistas poderiam ter obtido resultados similares, pela combinação de ações das duas firmas nas proporções adequadas, em seus portfólios.

¹⁰ Pesquisas sem menção da metodologia foram desenvolvidas a partir de metodologia própria dos seus autores.

Autor(es)/ Ano/ Mercado	Período / Dados / Metodologia ¹⁰	Hipótese Testada	Considerações / Conclusões
Ellert (1976) (EUA)	1950 a 1972 (mensais) (Estudo de Evento)	H ₄ e H ₅ em fusões contestadas legalmente	Os acionistas de firmas grandes indiciadas nas leis antifusão obtêm retornos anormais de aproximadamente 23% em média, em relação aos 8 anos anteriores à contestação. Os ganhos acumulados declinaram para menos de 2% no anúncio da contestação da fusão, o que representa um ajuste eficiente e racional dos preços ao conteúdo informacional de uma fusão contestada.
Firth (1978) (UK)	1972 a 1974 (mensais) (Estudo de Evento)	H ₃ e H ₄ em fusões	Não existe sinergismo em fusões. O único resultado significativo das fusões foi o aumento no tamanho das empresas e uma pequena evidência de que algumas mudanças nas distribuições subjacentes resultam em taxas de retorno positivas.
Kummer e Hoffmeister (1978) (EUA)	Jan./58- jun./74 (mensais) (Estudo de Evento)	H ₂ ; H ₄ ; H ₅ em <i>tender offers</i> exitosas e fracassadas	Firmas sujeitas a <i>takeovers</i> têm baixos retornos anormais anteriores ao anúncio destes, reflexo de ganhos não realizados pela substituição de administradores. O <i>takeover</i> dessas firmas é consistente com um mercado de controle corporativo que leve à utilização eficiente de recursos. <i>Takeovers</i> aumentam a riqueza tanto das firmas-alvos como das adquirentes. Os resultados são consistentes com a alocação de recursos, isto é, o mercado antecipou corretamente o eventual impacto das fusões (mercado eficiente).
Dodd (1980) (EUA)	Jan./70- dez./77 (diários) (Estudo de Evento)	H ₄ em propostas de fusões	Existe uma reação positiva rápida e elevada do mercado para propostas completadas, e uma reação negativa para propostas canceladas. Existe uma valorização das ações da firma-alvo, contrária à de propostas canceladas que os administradores não vetam, nas quais o preço das ações-alvo retraem ao nível da pré-proposta.
Bradley (1980) (EUA)	jul./62- jul./77 (diários) (Estudo de Evento)	H ₄ em <i>tender offers</i>	Em média, nas <i>tender offers</i> , os acionistas de ambas as firmas (adquirente e adquirida) obtêm um ganho significativo de capital; firmas adquirentes sofrem uma perda significativa de capital nas ações das firmas-alvo que elas compram; acionistas de firmas-alvo obtêm ganhos elevados de capital em fusões e <i>tender offers</i> .
Firth (1980) (UK)	1969 a 1975 (mensais) (Estudo de Evento)	H ₁ e H ₂ em fusões e <i>takeovers</i>	Fusões e <i>takeovers</i> foram benéficos para os acionistas das firmas adquiridas e para os administradores adquirentes, com pequenas perdas para os acionistas das firmas adquirentes. Os <i>takeovers</i> são motivados mais pela maximização da utilidade gerencial do que pela maximização da riqueza dos acionistas.
Asquith (1983) (EUA)	Jul./62- dez./76 (diários) (Estudo de Evento)	H ₄ e H ₅ em fusões exitosas e fracassadas	Aumentos nos lucros beneficiam tanto acionistas alvo quanto adquirentes. O mercado de capitais consegue antecipar prováveis firmas alvos de fusão antes do seu anúncio (isto é, o mercado é eficiente). Em razão disso, estudos anteriores subestimaram as reações do mercado nessas operações.

Autor(es)/ Ano/ Mercado	Período / Dados / Metodologia ¹⁰	Hipótese Testada	Considerações / Conclusões
Asquith, Bruner e Mullins Jr. (1983) (EUA)	1955 a 1979 (diários) (Estudo de Evento)	H ₁ , H ₄ e H ₆ em fusões	Firmas adquirentes obtêm ganhos elevados durante 21 dias, contados a partir do anúncio de suas quatro primeiras propostas de compra. Retornos anormais estão positivamente relacionados ao tamanho relativo das firmas envolvidas na fusão; ganhos durante o período do anúncio são maiores para fusões que obtêm êxito. Conclusões foram consistentes com a Hipótese da Maximização da Riqueza.
Bradley, Desai e Kim (1983) (EUA)	1963 a 1980 (mensais) (Estudo de Evento)	H ₃ e H ₄ em <i>tender offers</i> exitosas e fracassadas	Encontraram uma valorização positiva de ações de firmas-alvo cujas <i>tender offers</i> não obtiveram êxito. A rejeição de uma <i>tender offer</i> tem efeitos diferenciados nos preços das ações das firmas, dependendo de ela ter influência em uma mudança no controle dos recursos da firma-alvo. As aquisições via <i>tender offers</i> são tentativas das firmas adquirentes de explorar sinergias e não apenas informações superiores, considerando-se o valor dos recursos da firma-alvo.
DeAngelo e Rice (1983) (EUA)	1974 a 1979 (diários) (Estudo de Evento)	H ₁ e H ₂ em <i>takeovers</i>	Encontraram fraca evidência, o que corrobora a hipótese de que as emendas de suporte contra <i>takeovers</i> são melhor explicadas como um mecanismo de fortalecimento gerencial; os mecanismos <i>antitakeovers</i> são adotados porque os administradores procuram proteção para seus trabalhos às expensas dos acionistas, ao invés de procurar prêmios maiores que beneficiem estes últimos.
Eckbo (1983) (EUA)	1963 a 1978 (diários)	H ₆ em fusões horizontais	Não encontrou evidências de que os efeitos na riqueza de firmas competidoras fossem diferentes, e de que firmas rivais fusionando-se horizontalmente obtinham retornos negativos. Encontrou pouca evidência de que fusões têm efeitos-colição e anticompetitivos.
Malatesta (1983) (EUA)	1969 a 1974 (mensais) (Estudo de Evento)	H ₃ e H ₄ em fusões	Os retornos anormais acumulados no longo prazo na riqueza são negativos para firmas adquirentes e adquiridas, mas não significantes para estas últimas. O impacto imediato da própria fusão é positivo e elevado nas firmas adquiridas, mas maior em valor absoluto e negativo nas firmas adquirentes.
Schipper e Thompson (1983) (EUA)	1952 a 1969 (mensais) (Estudo de Evento)	H ₄ em fusões e aquisições	Atestaram a hipótese de que as aquisições têm um impacto favorável (retornos positivos) <i>ex ante</i> no valor das firmas, e que algumas alterações nas leis antitruste reduzem a expectativa de lucros de futuras aquisições.
Wier (1983) (EUA)	dez./62- mar./79 (diários) (Estudo de Evento)	H ₃ em fusões	Quando as aquisições são canceladas obedecendo a impedimentos antifusões, as perdas para firmas-alvo são substanciais e compensam completamente os ganhos gerados quando as aquisições são propostas.

Autor(es)/ Ano/ Mercado	Período / Dados / Metodologia ¹⁰	Hipótese Testada	Considerações / Conclusões
Dennis e McConnell (1986) (EUA)	1962 a 1980 (diários) (Estudo de Evento)	H ₄ em fusões	Retornos anormais para acionistas de firmas adquiridas são positivos e estatisticamente significantes, enquanto retornos anormais para acionistas das firmas adquirentes não são estatisticamente diferentes de zero.
Huang e Walkling (1987) EUA	abr./77- ago./82 (diários) (E. de Evento)	H ₄ em fusões e <i>tender offers</i>	Retornos anormais são mais elevados em <i>tender offers</i> do que em fusões, e mais elevados em <i>tender offers</i> com resistência do que sem. Propostas em dinheiro estão associadas com retornos mais elevados.
Bradley, Desai e Kim (1988) (EUA)	1963 a 1984 (diários) (Estudo de Evento)	H ₃ em <i>tender offers</i>	<i>Tender offers</i> exitosas aumentam o valor combinado de firmas-alvo e adquirentes em média 7,4%. A competição empírica entre firmas adquirentes aumenta o retorno para acionistas-alvo e o diminui para acionistas adquirentes.
Franks e Harris (1989) (UK)	Jan./55- jun./85 (mensais) (Estudo de Evento)	H ₄ em <i>takeovers</i>	No período do anúncio, acionistas-alvo ganham entre 25% e 30% e os adquirentes obtêm ganhos modestos ou nenhum. O desempenho das ações pós-aquisição sugere que estas são seguidas de desempenhos favoráveis nos preços patrimoniais de firmas adquirentes.
Kaplan (1989) (EUA)	1980 a 1986 (anuais) (Análise de Variáveis Contábeis)	H ₃ em MBOs (<i>Management Buyouts</i>)	Nos três anos seguintes ao MBO, firmas experimentaram aumentos nos fluxos de caixa do resultado operacional e do lucro líquido e queda no resultado dos gastos operacionais. As mudanças operacionais se devem mais a melhorias nos incentivos do que à demissão ou exploração administrativa dos acionistas (<i>inside information</i>).
Morck, Shleifer e Vishny (1990) (EUA)	1975 a 1987 (diários)	H ₂ e H ₇ em aquisições	Aquisições tiveram retornos menores e negativos para firmas adquirentes no período do anúncio. Os retornos para acionistas adquirentes são baixos quando as firmas diversificam, compram uma firma em rápido crescimento e tiveram um desempenho ruim antes da aquisição. Destarte, os objetivos administrativos talvez motivem fusões que reduzam o valor das firmas adquirentes.
Vijh (1994) (EUA)	1962 a 1990 (diários) (Estudo de Evento)	H ₄ em fusões e <i>spin-offs</i>	Encontrou um excesso de retorno médio de 3%, magnitude aproximadamente igual aos retornos na data do anúncio. Em média, os acionistas de firmas fusionadas por meio da permuta de ações obtiveram um excesso de retorno de 1,5% no período analisado.
Servaes (1996) (EUA)	1961 a 1976 (anuais)	H ₇ em fusões	Não encontrou evidências, em nenhum dos segmentos industriais analisados durante os anos 60 e 70, de que firmas diversificadas foram valorizadas.

Autor(es)/ Ano/ Mercado	Período / Dados / Metodologia ¹⁰	Hipótese Testada	Considerações / Conclusões
Switzer (1996) (EUA)	1697 a 1987 (anuais) (regressão de fluxos de caixa)	H ₃ em fusões	O desempenho de firmas fusionadas melhorou após a sua combinação. Encontrou uma associação positiva entre a reavaliação anormal das firmas envolvidas no período do anúncio e as mudanças no desempenho operacional observado. Os <i>takeovers</i> são motivados por expectativas de melhoras operacionais (ganhos sinérgicos).
Denis, Denis e Sarin (1997) (EUA)	1984 a 1985 (dados anuais)	H ₁ ; H ₂ ; H ₇ em fusões e aquisições	A diversificação está negativamente associada à propriedade de ações pela administração e por grandes investidores externos à firma. Reduções na diversificação estão associadas a ameaças de controle corporativo externo, dificuldades financeiras e mudanças no quadro administrativo. Problemas de agência são responsáveis pela manutenção de estratégias que reduzem o valor das firmas. A recente tendência para o aumento do foco corporativo é atribuível às forças disciplinadoras do mercado.
Ghosh e Ruland (1998) (EUA)	1981 a 1988 (anuais) (Regressão Multivariada)	H ₂ em aquisições	Encontraram associação forte e positiva entre a propriedade administrativa de firmas-alvo e a probabilidade de aquisições via ação, o que indica que administradores dessas firmas têm maior probabilidade de se manter em seus empregos após a aquisição quando recebem ações ao invés de dinheiro.
Maquieira, Megginson e Nail (1998) (EUA)	Jan./63- dez./93 (diários)	H ₃ e H ₄ em fusões	Não encontraram evidências de que fusões em conglomerado criam sinergias financeiras ou beneficiam credores às expensas de acionistas. Acionistas da firma adquirente perdem, enquanto todos os demais portadores de títulos das firmas nem ganham nem perdem.
Rau e Vermaelen (1998) (EUA)	Jan./80- dez./91 (mensais) (Estudo de Evento)	H ₃ em fusões e <i>tender offers</i>	Acionistas adquirentes, em fusões, tiveram um desempenho ruim nos três anos seguintes à aquisição, enquanto os de <i>tender offers</i> obtiveram um pequeno retorno anormal positivo, mas estatisticamente significante.
Ely e Song (2000) (EUA)	1989 a 1995 (anuais) (análise fatorial)	H ₁ em aquisições	Os resultados empíricos foram consistentes com a hipótese da maximização da riqueza para acionistas adquirentes. Os benefícios estão associados mais às estratégias de expansão implementadas via grandes aquisições do que via várias aquisições de pequeno porte.
Song e Walkling (2000) (EUA)	Jan./82- dez./91 (mensais)	H ₄ em aquisições	Firmas rivais obtêm retornos anormais positivos, desconsiderando-se a forma e o resultado da aquisição, os quais aumentam significativamente com a magnitude da surpresa ante a aquisição inicial. As firmas rivais que subseqüentemente se tornaram alvos, obtiveram retornos anormais mais elevados nos dias próximos ao anúncio.

Autor(es)/ Ano/ Mercado	Período / Dados / Metodologia¹⁰	Hipótese Testada	Considerações / Conclusões
Ghosh (2001) (EUA)	1981 a 1995 (anuais) (Análise de regressão)	H ₃ em aquisições	Não encontrou evidências de melhora no desempenho operacional após aquisições. Conclui que o desempenho era melhor em aquisições em dinheiro e que os fluxos de caixa aumentam nessas aquisições e reduzem em aquisições via ações.
Graham, Lemmon e Wolf (2002) (EUA)	1980 a 1995 (diários) (Estudo de Evento)	H ₄ e H ₇ em fusões e aquisições	A reação combinada de mercado para anúncios de aquisição é positiva mas o excesso de firmas adquirentes declina após o evento da diversificação. Muito da redução desse excesso acontece porque as empresas da amostra adquirem unidades empresariais já descontadas, e não porque a diversificação destrói valor.

3.1. Análise dos resultados da amostra de evidências empíricas

Em conformidade com MACKINLAY (1997), a amostra de pesquisas analisadas apresentou uma preponderância da metodologia Estudos de Evento (23 das 34).

Para ASQUITH, BRUNER e MULLINS JR. (1983) e ELY e SONG (2000), as F&As analisadas ocorreram visando à maximização da riqueza dos acionistas, isto é, tanto acionistas-alvo como adquirentes ganharam com a união de suas firmas. Para FIRTH (1980), DEANGELO e RICE (1983) e DENIS, DENIS e SARIN (1997), no entanto, as F&As analisadas beneficiaram os acionistas-alvo em detrimento dos acionistas adquirentes.

Para FIRTH (1980), DEANGELO e RICE (1983), MORCK, SHLEIFER e VISHNY (1990), DENIS, DENIS e SARIN (1997) e GHOSH e RULAND (1998), os processos de F&A tiveram por objetivo a maximização da utilidade gerencial, enquanto HALPERN (1973) e KUMMER e HOFFMEISTER (1978) rejeitaram H₂. Tais evidências sugerem que, em muitos casos, essas operações ocorrem em virtude do interesse de administradores em controlar maior quantidade de recursos (firmas maiores), pois isso aumenta a dependência das firmas para com seus conhecimentos e habilidades e, conseqüentemente, os seus níveis de compensação e de benefícios, mesmo que os ganhos oriundos da união das firmas sejam totalmente compensados pelos prêmios pagos na negociação, o que representa uma transferência

direta da riqueza dos acionistas adquirentes para os acionistas-alvo.

BRADLEY, DESAI e KIM (1983) e (1988), WIER (1983), KAPLAN (1989) e SWITZER (1996) concluíram pela existência de ganhos operacionais nos processos de F&A, enquanto HAUGEN e LANGETIEG (1975), FIRTH (1978), MALATESTA (1983), MAQUIEIRA, MEGGINSON e NAIL (1998), RAU e VERMAELEN (1998) e GHOSH (2001) não encontraram evidências de tais ganhos. Isso significa que a hipótese de que as F&As resultem em ganhos operacionais tanto para acionistas adquirentes como para acionistas-alvo em caso de sucesso, e de perdas para ambos em caso de fracasso nas negociações, parece não encontrar suporte empírico nas evidências analisadas, uma vez que estas sugerem a não-existência de sinergismo nessas operações ou, no caso de sua existência, somente os acionistas-alvo lucram, o que indica que a negociação resultou em uma substituição de diretorias ineficientes nas firmas-alvo.

Para HALPERN (1973), MANDELKER (1974), ELLERT (1976), KUMMER e HOFFMEISTER (1978), BRADLEY (1980), ASQUITH (1983), ASQUITH, BRUNER e MULLINS JR. (1983), BRADLEY, DESAI e KIM (1983), MALATESTA (1983), SCHIPPER e THOMPSON (1983), HUANG e WALKLING (1987), FRANKS e HARRIS (1989), VIJH (1994), SONG e WALKLING (2000) e GRAHAM, LEMMON e WOLF (2002), os anúncios de F&As pesquisados

estão associados a ganhos anormais tanto para acionistas adquirentes como para acionistas-alvo, enquanto FIRTH (1978), DODD (1980), MALATESTA (1983), DENNIS e MCCONNELL (1986), MAQUIEIRA, MEGGINSON e NAIL (1998) não encontraram evidências empíricas sobre H_4 . Esses resultados sugerem que a informação nova liberada ao mercado e suas possíveis interpretações por parte dos diversos participantes do mercado geram retornos anormais positivos.

Dos autores que analisaram a velocidade e a acurácia do ajuste dos preços quando da divulgação de um processo de F&A, MANDELKER (1974), ELLERT (1976), KUMMER e HOFFMEISTER (1978) e ASQUITH (1983) concluíram pela eficiência dos mercados pesquisados, cujas informações sobre os processos de F&As foram correta e instantaneamente incorporadas aos preços dos títulos, enquanto HAUGEN e LANGETIEG (1975) deram indícios de que o mercado norte-americano não se comportou de maneira eficiente no período por eles analisado.

Os resultados de HALPERN (1973) e ASQUITH, BRUNER e MULLINS JR. (1983) foram consistentes com a hipótese da divisão dos ganhos em F&As (H_6), que foi feita proporcionalmente ao tamanho das firmas envolvidas, enquanto os ganhos nos processos analisados por ECKBO (1983) foram divididos de forma igualitária entre as firmas.

As conclusões a que os autores pesquisados chegaram sobre a hipótese da diversificação de risco (H_7) foram: HAUGEN e LANGETIEG (1975), MORCK, SHLEIFER e VISHNY (1990), SERVAES (1996), DENIS, DENIS e SARIN (1997) e GRAHAM, LEMMON e WOLF (2002) corroboraram-na, o que indica que os investidores conseguem obter retornos iguais ou superiores aos de firmas combinadas (diversificadas) em investimentos, na proporção adequada de ações de diferentes firmas. Isso significa que, do ponto de vista da Teoria de Finanças, as F&As que visem somente à diversificação não são alternativas legítimas ou racionais de investimento.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Partindo da premissa de que a atividade das F&As ainda não está totalmente assimilada e sedimentada em uma teoria geral que lhe sirva de suporte, o artigo visou a proporcionar um melhor

entendimento desse processo e de como pode ser abordado empiricamente. Para isso, foram descritos alguns aspectos e conceitos intrínsecos ao fenômeno, dissertou-se sobre os fundamentos e os motivos subjacentes a essa operação, a respeito da qual foram enunciadas algumas hipóteses testáveis com dados empíricos do mercado de capitais e, à luz dessas hipóteses, algumas evidências empíricas da literatura econômico-financeira internacional foram analisadas.

O fator determinante do sucesso de uma F&A, isto é, que esta resulte em ganhos tanto para acionistas adquirentes como para acionistas-alvo, são os motivos subjacentes a cada combinação, que vão desde a maximização da riqueza dos acionistas, ganhos sinérgicos, diversificação de investimentos, até a maximização da utilidade gerencial. Dessa forma, emerge daí a dificuldade de traçar uma teoria geral que explique essas atividades como um todo, uma vez que cada processo é permeado por razões intrínsecas das diretorias envolvidas.

Conforme foi descrito, a Teoria da Firma e a Teoria da Agência constituem um conjunto de conceitos e explicações que melhor descrevem os fundamentos e os motivos inerentes à atividade de F&As, e existe uma preponderância da metodologia Estudos de Eventos na amostra analisada, dado o seu poder de evidenciamento de anormalidade de retornos nos dias próximos aos anúncios dessas operações.

Pode-se depreender da análise conjunta dessas pesquisas que os processos de F&As apresentam resultados empíricos contraditórios, quando analisados à luz das hipóteses enunciadas na Tabela 2. Isso reforça a idéia de que essas atividades carecem de maiores estudos e de um melhor entendimento e assimilação teórico-científicos, principalmente no mercado de capitais brasileiro, que dispõe de poucas pesquisas empíricas sobre os processos de F&As, principalmente em razão do número reduzido dessas operações, conseqüência direta da falta de fontes de financiamento de longo prazo.

Os resultados das evidências analisadas sugerem que as F&As ocorrem visando tanto à maximização da riqueza de acionistas como à maximização da utilidade gerencial; que pode existir ou não sinergismo nessas operações, dependendo dos motivos subjacentes; que a informação nova liberada ao mercado e suas possíveis interpretações

por parte dos diversos participantes do mercado geram retornos anormais positivos; que os mercados pesquisados, de uma forma geral, são eficientes no que se refere à velocidade de incorporação de novas informações aos preços dos títulos; que firmas maiores recebem a maior parte dos ganhos e que investidores conseguem obter retornos iguais ou superiores aos de firmas combinadas (diversificadas) em investimentos, na proporção adequada de ações de diferentes firmas, o que indica que, do ponto de vista da Teoria de Finanças, as F&As que visem somente à diversificação não são alternativas legítimas ou racionais de investimento.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. *The American Economic Review*, Nashville: American Economic Association, v. 62, n. 5, p. 777-795, Dec. 1972.
- ASQUITH, P. Merger bids, uncertainty and stockholder returns. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 11, n.1-4, p. 51-83, Apr. 1983.
- _____; BRUNER, R.; MULLINS JR., D. W. The gains to bidding firms from mergers. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 11, n.1-4, p. 121-139, Apr. 1983.
- BENSTON, G. J. *Conglomerate mergers: causes, consequences and remedies*. Washington: American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1980.
- BERLE JR., A. A.; MEANS, G. C. *The modern corporation and privacy property*. New York: MacMillan, 1932.
- BRADLEY, M. Interfirm tender offers and the market for corporate control. *Journal of Business*, Chicago: University of Chicago, v. 53, n. 4, p. 345-376, Oct. 1980.
- _____; DESAI, A.; KIM, E. H. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 21, n.1, p. 3-40, May 1988.
- _____. The rationale behind interfirm tender offers information or synergy? *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 11, n.1-4, p. 183-206, Apr. 1983.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Princípios de finanças empresariais*. 3. ed. Lisboa: McGraw-Hill, 1995. 924 p.
- COASE, R. H. The nature of the firm. *Economica*, London: [s.n.], v. 4, n. 16, p. 386-405, Nov. 1937.
- DEANGELO, H.; RICE, E. M. Antitakeover charter amendments and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 11, n. 1-4, p. 329-359, Apr. 1983.
- DENIS, D. J.; DENIS, D. K.; SARIN, A. Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. *The Journal of Finance*, Chicago: American Finance Association, v. 52, n. 1, p. 135-160, Mar. 1997.
- DENNIS, D. K.; McCONNELL, J. J. Corporate mergers and security returns. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 16, n. 2, p. 143-187, June 1986.
- DODD, P. Merger proposal, management discretion and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 8, n. 2, p. 105-137, Jun. 1980.
- ECKBO, B. E. Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 11, n. 1-4, p. 241-273, Apr. 1983.
- ELLERT, J. C. Antitrust law enforcement and stockholder returns. *The Journal of Finance*, Chicago: American Finance Association, v. 31, n. 2, p. 715-732, May 1976.
- ELY, D. P.; SONG, M. H. Acquisition activity of large depository institutions in the 1990s: an empirical analysis of motives. *The Review of Economics and Finance*, Champaign: University of Illinois, v. 40, n. 5, p. 467-484, 2000.
- FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, Chicago: University of Chicago, v. 88, n. 2, p. 288-307, Apr. 1980.

- FIRTH, M. Takeovers shareholders returns, and the theory of the firm. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Champaign: University of Illinois, v. 94, n. 2, p. 235-260, Mar. 1980.
- _____. Synergism in mergers: some British results. *The Journal of Finance*, Chicago: American Finance Association, v. 33, n. 2, p. 670-672, May 1978.
- FRANKS, J. R.; HARRIS, R. S. Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience 1955-85. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 23, n. 2, p. 225-249, Aug. 1989.
- GHOSH, A. Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, Amsterdam: Elsevier Science, v. 7, n. 2, p. 151-178, June 2001.
- _____; RULAND, W. Managerial ownership, the method of payment for acquisitions, and executive job retention. *The Journal of Finance*, Chicago: American Finance Association, v. 53, n. 2, p. 785-798, Apr. 1998.
- GORT, M. An economic disturbance theory of mergers. *The Quarterly Journal of Economics*, [S.l.: s.n] v. 83, n. 4, p. 624-642, Nov. 1969.
- GRAHAM, J. R.; LEMMON, M. L.; WOLF, J. G. Does corporate diversification destroy value? *The Journal of Finance*, Chicago: American Finance Association, v. 57, n. 2, p. 695-720, Apr. 2002.
- HALPERN, P. J. Empirical estimates of the amount and distribution of gains to companies in mergers. *Journal of Business*, Chicago: University of Chicago, v. 46, n. 4, p. 554-575, Oct. 1973.
- HAUGEN, R. A.; LANGETIEG, T. C. An empirical test for synergism in mergers. *The Journal of Finance*, Chicago: American Finance Association, v. 30, n. 4, p. 1003-1014, Sep. 1975.
- HIRSCHEY, M. Merger, buyouts and fakeouts. *American Economic Review*, Nashville: American Economic Association, v. 76, n. 2, p. 317-321, May 1986.
- HUANG, Y. S.; WALKLING, R. A. Target abnormal returns associated with acquisition announcements: payment, acquisition form, and managerial resistance. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 19, n. 2, p. 329-349, Dec. 1987.
- JENSEN, M. Agency costs off free cash flow, corporate finance and take-over. *American Economic Review*, Nashville: American Economic Association, v. 76, n. 2, p. 323-329, May 1986.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior agency, costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.
- JENSEN, M. C.; RUBACK, R. S. The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 11, n. 1-4, p. 5-50, Apr. 1983.
- KAPLAN, S. The effect of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 24, n. 2, p. 217-254, Oct. 1989.
- KLOECKNER, G. O. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. *Revista de Administração*, São Paulo: FEA/USP, v. 29, n. 1, p. 42-58, jan.-mar. 1994.
- KUMMER, D. R.; HOFFMEISTER, J. R. Valuation consequences of cash tender offers. *The Journal of Finance*, Chicago: American Finance Association, v. 33, n. 2, p. 505-516, May 1978.
- LAMB, R. Conflitos e teoria da agência – uma visão financeira. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 26º, Anais. Canela: ANPAD, 1992.
- LINTNER, J. Expectations, mergers and equilibrium in purely competitive securities market. *American Economic Review*, Nashville: American Economic Association, v. 61, n. 2, p. 101-111, May 1971.
- MACKINLAY, A. C. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, Nashville: American Economic Association, v. 35, n. 1, p. 13-39, Mar. 1997.

- MALATESTA, P. H. The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 11, n. 1-4, p. 155-181, Apr. 1983.
- MANDELKER, G. Risk and return: the case of merging firms. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 1, n. 4, p. 303-335, Dec. 1974.
- MANNE, H. G. Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, Chicago: University of Chicago, v. 73, n. 2, p. 110-120, Apr. 1965.
- MAQUIEIRA, C. P.; MEGGINSON, W. L.; NAIL, L. Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 48, n. 1, p. 3-33, Apr. 1998.
- MARKOWITZ, H. M. Portfólio selection. *The Journal of Finance*, Chicago: American Finance Association, v. 7, n. 1, p. 77-91, Mar. 1952.
- MARRIS, R. A model of the managerial enterprise. *Quarterly Journal of Economics*, [S.l.: s.n], v. 77, n. 2, p. 185-209, May 1963.
- MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, Chicago: University of Chicago, v. 34, n. 4, p. 411-433, Oct. 1961.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *American Economic Review*, Nashville: American Economic Association, v. 48, n. 3, p. 261-297, Jun. 1958.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Do managerial objectives drive bad acquisitions. *The Journal of Finance*, Chicago: American Finance Association, v. 45, n. 1, p. 31-48, Mar. 1990.
- MUELLER, D. C. A theory of conglomerate mergers. *Quarterly Journal of Economics*, [S.l.: s.n.], v. 83, n. 4, p. 643-660, Nov. 1969.
- MÜSSNICH, F. A. M. A utilização desleal de informações privilegiadas – "insider trading" – no Brasil e nos Estados Unidos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: [s.n.], v. 18, n. 34, p. 31-51, abr.-jun. 1979.
- NELSON, R. L. *Merger movements in american industry: 1895-1956*. Princeton: Princeton University Press, 1968.
- RAU, P. R.; VERMAELEN, T. Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 49, n. 2, p. 223-253, June 1998.
- ROLL, R. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, Chicago: University of Chicago, v. 59, n 2, part 1, p. 197-216, Apr. 1986.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração financeira: corporate finance*. São Paulo: Atlas, 1995. 670 p.
- SCHERER, F. M.; ROSS, D. *Industrial market structure and economic performance*. 3. ed. Boston: Houghton Mifflin Company, 1990.
- SCHIPPER, K.; THOMPSON, R., Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 11, n. 1-4, p. 85-119, Apr. 1983.
- SERVAES, H. The value of diversification during the conglomerate merger wave. *The Journal of Finance*, Chicago: American Finance Association, v. 51, n. 4, p. 1201-1225, Sep. 1996.
- SONG, M. H.; WALKLING, R. A. Abnormal returns to rivals of acquisition targets: a test of the "acquisition probability hypothesis". *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 55, n. 2, p. 143-171, June 2000.
- STIGLER, G. J. Monopoly and oligopoly by merger. *American Economic Review*, Nashville: American Economic Association, v. 40, n. 2, p. 23-34, May 1950.
- SWITZER, J. A. Evidence on real gains in corporate acquisitions. *Journal of Economics and Business*, v. 48, n. 5, p. 443-460, Dec. 1996.
- TRICHES, D. Fusões, aquisições e outras formas de associação entre firmas no Brasil. *Revista de Administração*, São Paulo: FEA/USP, v. 31, n. 1, p. 14-31, jan.-mar. 1996.

VIJH, A.M. The spin-off and merger ex-date effects. *The Journal of Finance*, Chicago: American Finance Association, v. 49, n. 2, p. 581-609, June 1994.

WAACK, R. S. Fusões e aquisições na indústria farmacêutica-veterinária. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo:PPGA/FEA/USP, v. 7, n. 3, jul./set. 2000.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. *Fundamentos da administração financeira*. 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000. 1030 p.

WIER, P. The costs of antimerger lawsuits: evidence from the stock market. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 11, n.1-4, p. 207-224, Apr. 1983.