
O IMPACTO DA FORMAÇÃO DE ALIANÇAS ESTRATÉGICAS NO VALOR DE MERCADO E NO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DAS EMPRESAS

ARTIGO

Marcelo Cabus Klotzle

Doutor pela Katholische Universität Eichstätt, Alemanha.
Professor de Finanças e Coordenador-Adjunto do Curso de Graduação do Departamento de Administração (IAG) da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio).
Ex-professor na Universität Bayreuth, Alemanha, e na Associação da Indústria da Francônia do Norte, Alemanha.
E-mail: klotzle@iag.puc-rio.br

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar, a partir de uma revisão da literatura existente, o impacto que a formação de alianças estratégicas tem no valor de mercado e no desempenho econômico-financeiro das empresas envolvidas em tais parcerias. Para tal, utiliza-se uma definição bem abrangente de alianças estratégicas, englobando desde contratos unilaterais até formas mais complexas, como *joint ventures* e fusões e aquisições. São analisados, ao todo, 17 estudos sobre o impacto de parcerias estratégicas no desempenho das empresas envolvidas nessas alianças; a maioria deles pôde constatar um impacto positivo ou neutro sobre o desempenho ou valor de mercado dessas empresas. Salienta-se ainda que existem poucos estudos sobre o assunto no Brasil, área que deveria ser mais pesquisada pela comunidade científica brasileira.

Palavras-chaves: Alianças Estratégicas, Valor de Mercado, Desempenho Econômico-Financeiro.

ABSTRACT

Literature is reviewed to analyze the impact that the formation of strategic alliances has on the market value as well as the financial performance of companies involved. A comprehensive definition of strategic alliances is adopted embracing everything from unilateral contracts to the more complex forms of alliances such as joint ventures, mergers and acquisitions. Analysis of 17 studies carried out on such cases demonstrates a positive or neutral impact on the market value or performance for the majority of these companies. Further, considering the limited number of such studies carried out in Brazil, the academic

community here should engage in more research on this subject.

Key words: *Strategic alliances, market value, economic and financial performance.*

1. INTRODUÇÃO

Difícilmente passa um dia sem que haja anúncio na mídia referente à criação ou à dissolução de uma aliança estratégica. O crescente aumento da popularidade desse “novo” tipo de atividade é visto como mais uma prova da constante marcha da globalização, principalmente pelo fato de um grande e crescente número desses acordos envolverem empresas de, pelo menos, duas nacionalidades.

Não somente empresas de diferentes países mas também empresas puramente nacionais têm visto na formação de parcerias estratégicas uma maneira de sobreviver à crescente competição internacional. Num mundo globalizado, o incremento da competitividade tornou-se questão de sobrevivência para as empresas, independentemente do ramo em que elas atuam. A globalização não só exige de uma empresa presença nos mercados-chave, mas também aumento da produtividade, redução dos custos, melhoria da qualidade dos produtos, investimento na qualificação dos funcionários e desenvolvimento de novas tecnologias, questões essas que podem ser mais facilmente solucionadas em conjunto com outras empresas.

Com base nessas vantagens estratégicas, pergunta-se se parcerias empresariais realmente geram benefícios para as empresas envolvidas e para seus proprietários. Seria de esperar uma relação positiva entre a formação de uma aliança

estratégica e a geração de valor para os acionistas e proprietários das empresas envolvidas. Além disso, espera-se que as empresas tenham um aumento nos seus índices de rentabilidade e produtividade nos períodos posteriores à formação da parceria estratégica.

Apesar de essa questão já ter sido amplamente discutida em nível internacional, faltam estudos no Brasil que discutam se alianças estratégicas aqui formadas têm efeitos positivos tanto para os proprietários como para as empresas envolvidas. O objetivo deste trabalho é, portanto, fazer uma análise dos estudos já realizados tanto no plano nacional como internacional, sobre tal questão e fornecer uma base teórica consistente para que futuros pesquisadores possam se dedicar à relação entre formação de parcerias estratégicas e geração de valor ou aumento da rentabilidade das firmas envolvidas em tais parcerias no Brasil.

2. O CONCEITO DE ALIANÇA ESTRATÉGICA

Atualmente existe uma falta de definições universalmente aceitas sobre o que constitui uma

aliança estratégica. Isso ocorre, em parte, em consequência da insuficiência de estudos de natureza analítica internacionais, que faz com que diversos autores utilizem conceitos diferentes na elaboração de seus estudos sobre a formação de parcerias estratégicas, como pode ser visto na Tabela 1.

Entretanto, para o pesquisador envolvido na análise da criação de valor e da *performance* financeira de alianças estratégicas, é fundamental a adoção de uma definição precisa destas, principalmente para evitar que os termos por ele utilizados sofram interpretações diversas.

Conforme se verá na Tabela 1, existem autores que adotam uma visão mais restritiva de aliança estratégica, ou seja, não consideram aliança estratégica certas relações interempresariais como, por exemplo, fusões e aquisições. Ao contrário destes, outros autores adotam uma visão mais ampla, classificando como aliança estratégica diversas formas de acordo de cooperação e parceria entre empresas (KLOTZLE, 2002).

Tabela 1: Definição de aliança estratégica segundo diversos autores

Autor	Definição de aliança estratégica
LORANGE e ROOS (1996)	Empreendimentos de risco ao longo de uma escala contínua entre, de um lado, transações em um mercado livre (“mercado”) e, de outro, a internalização total (“hierarquia”). Temos, assim, os seguintes tipos de alianças estratégicas em termos do grau de integração vertical com a empresa-mãe: fusões e aquisições, participação societária, <i>joint venture</i> , empreendimento cooperativo formal e empreendimento cooperativo informal.
GULATI (1998)	Acordos voluntários entre empresas envolvendo troca, divisão de recursos ou desenvolvimento cooperativo de produtos, tecnologia ou serviços.
OSBORN, HAGEDOORN, DUYSTERS <i>et al.</i> (1998)	Relação de troca reconhecida publicamente e/ou acordo de criação conjunta de valor (no sentido de valor adicionado) entre duas ou mais empresas que têm suas sedes em nações diferentes. A área de atuação da parceria é, no entanto, especificada, e espera-se que o acordo seja de longo prazo.

Autor	Definição de aliança estratégica
TEECE (1992)	Acordos por meio dos quais dois ou mais parceiros dividem o compromisso de alcançar um objetivo comum, unindo todas as suas capacidades e recursos e coordenando suas atividades. Uma aliança estratégica implica algum grau de coordenação estratégica e operacional das atividades e inclui, entre outras, as seguintes operações: atividades conjuntas de pesquisa e desenvolvimento (P&D), transferência mútua de tecnologia, concessão de direitos exclusivos de produção e venda, e acordos de cooperação na área de <i>marketing</i> . Alianças estratégicas podem ou não envolver participação acionária.
BROWN e PATTINSON (1995)	Contrato de troca, integração ou união de recursos específicos por diferentes parceiros, visando à obtenção de ganhos mútuos. Entretanto, os parceiros permanecem empresas independentes.
TSANG (1999)	Acordo cooperativo de longo prazo entre duas ou mais empresas independentes de países diferentes, com a finalidade de se obterem ganhos mútuos na consecução de objetivos comuns. O termo “longo prazo” não se refere a nenhum período determinado de tempo, mas ao caráter não transitório do acordo.
VYAS, SCHELBURN e ROGERS (1995)	Acordo feito entre dois ou mais parceiros com o objetivo de compartilhar conhecimento ou recursos que possam trazer benefícios a todas as partes envolvidas. Alianças estratégicas podem ser formadas simplesmente por duas empresas que dividem seus recursos tecnológicos e/ou de <i>marketing</i> , ou assumir formas mais complexas, envolvendo diversas companhias localizadas em diferentes países.
GARAI (2003)	Alianças estratégicas incluem acordos de esforços conjuntos na área de <i>marketing</i> , atividades conjuntas de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), colaboração no desenvolvimento de novos produtos, transferência de tecnologia e atividades de terceirização. Fusões e aquisições não são consideradas alianças estratégicas.
HAGEDOORN (1993)	Acordos de cooperação entre empresas, cuja intenção é afetar o posicionamento no mercado do produto de pelo menos um parceiro. Alianças estratégicas têm de ser diferenciadas das chamadas “teias consumidoras – fornecedor”, que são decisões de semi-integração vertical baseadas na colaboração com fornecedores e que têm como objetivo a economia de custos. Por outro lado, acordos de cooperação, como por exemplo o acordo entre a Sony e a Philips para desenvolver a tecnologia DHD, têm claramente a intenção de aumentar o valor futuro de mercado das diferentes empresas envolvidas e, em razão disso, possuem uma orientação mais estratégica que os anteriormente citados acordos com fornecedores.
VARADARAJAN e CUNNINGHAM (1995)	Estratégias de cooperação interorganizacionais, que implicam a união de recursos e capacidades específicas das empresas que fazem parte da parceria, visando ao alcance tanto de objetivos comuns como de objetivos específicos dos parceiros individuais.
PARKHE (1991)	Alianças Estratégicas Globais (AEG) são definidas como acordos de cooperação de longo prazo entre firmas independentes sediadas em dois ou mais países. Elas envolvem fluxos de recursos e de capitais entre os diferentes países.

Autor	Definição de aliança estratégica
YOSHINO e RANGAN (1996)	União de duas ou mais firmas com a finalidade de se alcançarem objetivos comuns. Metas conjuntas de duas ou mais empresas não comprometem, entretanto, sua independência depois da aliança: as empresas parceiras participam dos benefícios, dividem o controle do desempenho das atividades e contribuem sempre para uma ou mais áreas estratégicas cruciais, como tecnologia ou produto.
GLAISTER e BUCKLEY (1998)	Existem dois tipos organizacionais básicos de alianças estratégicas: <i>joint ventures</i> e alianças estratégicas sem participação de capital. <i>Joint ventures</i> implicam a criação de uma nova empresa, da qual cada um dos parceiros detém uma parcela do capital. Em contraste, alianças estratégicas sem participação de capital são acordos de cooperação entre os parceiros, mas não envolvem a criação de uma nova empresa.
HAGEDOORN e NARULA (1996)	Alianças estratégicas podem ser classificadas de duas maneiras. De um lado, existem tipos que envolvem participação acionária, como <i>joint ventures</i> e companhias conjuntas de pesquisa. De outro lado, há formas sem participação acionária, isto é, baseadas somente em contratos entre os parceiros. Nesse grupo encontram-se, entre outros, acordos de desenvolvimento conjunto de produtos, pactos de pesquisa conjunta, acordos mútuos de licenciamento e contratos de P&D (Pesquisa & Desenvolvimento).
DAS e TENG (2000)	Alianças Estratégicas podem ser classificadas de quatro maneiras: a) <i>joint ventures</i> ; b) alianças com participação acionária minoritária; c) alianças baseadas em contratos bilaterais; e d) alianças baseadas em contratos unilaterais.
DUSSAUGE e GARRETTE (1995; 1997)	Projetos de colaboração implantados por firmas rivais e operando na mesma indústria. As firmas mantêm, entretanto, sua independência. Essa definição exclui, portanto, fusões e aquisições, as quais levam à perda de autonomia de pelo menos um parceiro. Também são excluídas parcerias verticais formadas por fornecedores e compradores.

Fonte: KLOTZLE (2002) e elaboração própria.

Com base nessas definições, chega-se à conclusão de que alianças estratégicas podem assumir as seguintes formas:

1. Contratos unilaterais (licenças, acordos de distribuição, contratos de P&D)
2. Participação acionária minoritária
3. Participação acionária majoritária
4. *Joint venture* internacional
5. Fusões e Aquisições
6. Contratos bilaterais (P&D conjunto, *marketing* e promoção conjuntos, produção conjunta, parcerias avançadas com fornecedores)

3. ALIANÇAS ESTRATÉGICAS, CRIAÇÃO DE VALOR E AUMENTO DA RENTABILIDADE

Neste capítulo será analisado se alianças estratégicas contribuem efetivamente para a melhoria da rentabilidade das empresas envolvidas e para a geração de valor dos acionistas e proprietários.

Um importante estudo que analisou a questão da rentabilidade de alianças estratégicas, especialmente de fusões e aquisições, foi o de RAVENSCRAFT e SCHERER (1989). Utilizando dados de 2.732 linhas de negócios de empresas americanas no período de 1957-1977, os autores analisaram a rentabilidade dessas linhas de negócios no período

anterior e posterior à fusão e aquisição. O objetivo era testar duas hipóteses: a de que empresas adquiridas mostram um desempenho ruim no período anterior à fusão ou aquisição e a de que fusões e aquisições implicam um aumento da rentabilidade das empresas envolvidas. Ambas as hipóteses foram negadas. Os autores descobriram que, em média, aquisições americanas no final dos anos 60 e começo dos anos 70 se concentraram em empresas altamente lucrativas e que a lucratividade era inversamente relacionada ao tamanho da empresa. A análise da rentabilidade, por sua vez, demonstrou que, em média, sete a oito anos após as fusões e aquisições, a rentabilidade das empresas adquiridas declinava intensamente em relação ao período pré-fusão.

KOH e VENKATRAMAN (1991) testaram o impacto da formação de *joint ventures* no valor de mercado das empresas-mãe do setor de tecnologia de informação. Os autores analisaram 239 empresas americanas envolvidas em 175 *joint ventures* no período de 1972-1986 e puderam constatar que, normalmente, anúncios da formação de *joint ventures* elevaram o valor de mercado das empresas envolvidas. *Joint ventures* se mostraram superiores a outros tipos de alianças estratégicas, como acordos de licença, de fornecimento e de *marketing*. Somente acordos de cooperação na área de troca de tecnologia mostraram ter um desempenho semelhante ao da formação de *joint ventures*, o que confirma que no setor de tecnologia de informação o acesso a novas formas de tecnologia é um importante motivo para a cooperação.

Esses autores chegaram a interessantes resultados. Eles descobriram que *joint ventures* formadas entre empresas de áreas idênticas (produtos e mercados similares) e de áreas relacionadas e complementares (novos produtos, mesmo mercado) geraram um valor de mercado maior do que aquelas entre empresas de áreas não-relacionadas (novos produtos, novos mercados) e de áreas relacionadas e suplementares (mesmo produto, novos mercados). Um outro resultado interessante se refere ao tamanho dos parceiros. KOH e VENKATRAMAN (1991) demonstraram que parceiros menores se beneficiam mais de uma *joint venture* (maior geração de valor) do que parceiros maiores.

HEALY, PALEPU e RUBACK (1992) estudaram a *performance* operacional na fase

posterior às 50 maiores fusões entre empresas de capital aberto americanas no período entre 1979 e meados de 1984. Os resultados indicam que as empresas fusionadas apresentaram significativos aumentos nos fluxos de caixa operacionais após a fusão, em consequência de um aumento maior da produtividade em relação à média da indústria. Esse aumento da produtividade é ainda mais acentuado em fusões que envolvem indústrias de ramos complementares. Além disso, existe uma relação forte entre o aumento nos fluxos de caixa operacionais após a fusão e retornos anormais das ações nos dias de anúncio da fusão, indicando que os investidores antecipam as expectativas de futuros retornos maiores na decisão de compra de ativos de empresas em processo de fusão.

PARK e CHO (1997) estudaram parcerias estratégicas formadas entre 56 empresas aéreas no período de 1986-1993 e chegaram à conclusão de que o compartilhamento dos códigos das rotas aéreas aumentou o percentual de mercado das empresas envolvidas. Sobre a seleção dos parceiros, os autores descobriram que o compartilhamento de códigos entre empresas aéreas já estabelecidas no mercado tem um efeito menor no aumento do percentual de mercado do que alianças estabelecidas entre empresas relativamente novas. Além disso, os autores concluíram que os impactos da formação de parcerias estratégicas são mais significantes em mercados mais flexíveis e em fase de crescimento do que em mercados mais estáveis e em fase de estagnação.

CHAN, KENSINGER, KEOWN *et al.* (1997) analisaram 345 alianças estratégicas nos EUA durante o período de 1983-1992 e concluíram que a reação dos preços médios das ações das empresas envolvidas foi positiva ao anúncio da aliança estratégica, isto é, houve aumento do valor médio de mercado das empresas. Isso ficou evidenciado tanto em alianças horizontais (mesmo setor) como em alianças não-horizontais. Não há, entretanto, evidência de transferência de valor entre as empresas, o que se deve, entre outros fatores, ao fato de os autores terem analisado apenas alianças estratégicas sem participação acionária. Os autores também não puderam constatar uma transferência de valor das empresas grandes para as de menor porte. Essa conclusão foi baseada no fato de que os autores descobriram uma insignificante correlação entre o aumento de valor (medido em dólar) de empresas grandes e pequenas dentro de uma aliança

estratégica. Por outro lado, empresas menores demonstraram obter um retorno anormal positivo e significativo com a formação da aliança estratégica, ao contrário das empresas maiores, que obtiveram um retorno anormal insignificante, o que em parte confirma os resultados obtidos por KOH e VENKATRAMAN (1991).

CHAN, KENSINGER, KEOWN *et al.* (1997) descobriram também que o aumento de valor de mercado é maior em alianças que envolvem a transferência ou união de conhecimentos técnicos do que em alianças não-técnicas. Outro fato interessante é que as empresas envolvidas em alianças estratégicas demonstram possuir um desempenho operacional superior ao da média do setor ao qual pertencem.

PARK e KIM (1997) analisaram a avaliação, pelo mercado acionário, de *joint ventures* formadas nos Estados Unidos. Foram analisadas, ao todo, 158 *joint ventures* na indústria eletrônica, no período que vai de 1979 até 1988, das quais 113 eram internacionais e 45 nacionais, ou seja, formadas apenas entre empresas dos EUA. PARK e KIM (1997) descobriram que a avaliação de mercado de *joint ventures* depende de diversas características estratégicas e de *management*, tanto das *joint ventures* como das empresas-mãe. Tal avaliação depende das relações entre os parceiros, da natureza das contribuições dos parceiros, da extensão do controle dos parceiros sobre a *joint venture* e da governança corporativa das empresas-mãe, entre outras.

O estudo de PARK e KIM (1997) mostra também a importância do Modelo de Tomada de Decisões Estratégicas, que atribui o sucesso de parcerias estratégicas, por exemplo, à compatibilidade entre as metas estratégicas dos diferentes parceiros. Interessante é que, contrariamente às previsões dos autores, os acionistas reagem de maneira mais favorável às *joint ventures* formadas entre competidores, o que é consequência da melhoria das expectativas relacionadas ao aumento do poder de mercado derivado de tais associações, principalmente para as parceiras de maior porte.

Um outro resultado interessante da pesquisa de PARK e KIM (1997) refere-se ao fato de que os acionistas tendem a encarar *joint ventures* como atividades de risco, principalmente para os pequenos parceiros. Fortemente associados à avaliação de *joint ventures* estão o papel e o grau de

controle dos pequenos parceiros. Segundo os autores, é muito difícil proteger os parceiros de menor porte da apropriação de seu *know-how* específico pelos parceiros maiores. Em razão disso, os acionistas consideram as posições majoritárias dos pequenos parceiros como um mecanismo de governança corporativa importante para controlar saídas de recursos e evitar atitudes oportunistas na *joint venture*.

Um outro estudo que analisou o impacto da formação de alianças estratégicas na avaliação de empresas pelo mercado de capitais é o de DAS, SEN e SENGUPTA (1998). Analisando a formação de 119 alianças estratégicas entre 1987 e 1991 nos EUA (*joint ventures* não foram consideradas), os autores não descobriram uma relação muito forte entre o anúncio de formação de alianças estratégicas e aumento do valor médio de mercado das empresas envolvidas, ou seja, houve, de uma maneira geral, uma indiferença do mercado de capitais para com o anúncio de formação de parcerias estratégicas. Entretanto, em geral, alianças estratégicas no setor de tecnologia apresentam retornos maiores que alianças na área de *marketing*. Segundo os autores, tal fato se deve a melhores expectativas do mercado quanto aos retornos futuros de alianças estratégicas envolvendo a troca de tecnologia.

MOHANRAM e NANDA (2003) analisaram 233 *joint ventures* formadas entre empresas norte-americanas no período de 1986-1993. Os autores descobriram que *joint ventures* tendem a ser anunciadas em um momento em que as empresas-mãe passam por um período de deterioração financeira, ou seja, quando as firmas estão sendo cotadas abaixo da média do mercado ou quando seu desempenho financeiro-contábil mostra uma tendência de queda. Isso contrasta, por sua vez, com os resultados obtidos por CHAN, KENSINGER, KEOWN *et al.* (1997). No estudo de MOHANRAM e NANDA (2003), o mercado de capitais reagiu, em média, positivamente a um anúncio de formação de *joint ventures*. O retorno anormal acumulado (CAR, Cumulative Abnormal Return) durante o período do evento (definido como sendo um dia antes, um dia depois e o dia do anúncio) apresentou um resultado estatisticamente significativo de 0,49%.

Em um segundo momento, os autores analisam estatisticamente a relação entre os retornos anormais (variável dependente) e o tamanho das empresas, a complementaridade entre as atividades

das empresas-mãe e a coesão de interesses entre os proprietários e a presidência (variáveis independentes). MOHANRAM e NANDA (2003) chegaram a interessantes conclusões. Em primeiro lugar, existe uma correlação significativa e negativa entre o tamanho das empresas envolvidas na *joint venture* e os retornos no mercado de capitais. Empresas pequenas tendem a ter uma avaliação melhor que empresas grandes, e as empresas médias demonstram ter as piores avaliações. Esses resultados foram também confirmados por outras pesquisas, como a de KOH e VENKATRAMAN (1991). Em segundo lugar, o mercado de capitais reage de maneira negativa ao anúncio de *joint ventures* entre empresas do mesmo ramo, mostrando que a complementaridade do setor das empresas-mãe é um fator decisivo na avaliação de parcerias pelo mercado de capitais. Esse é um resultado importante, porque demonstra que os investidores reagem de maneira negativa a parcerias estratégicas criadas com o intuito de ganhar poder de mercado e não de obter sinergias entre as empresas envolvidas. Esses resultados, portanto, diferem parcialmente daqueles encontrados por KOH e VENKATRAMAN (1991) no setor de tecnologia de informação. Em terceiro lugar, o estudo mostra que quanto maior são as divergências entre os investidores e o *management* das empresas-mãe, pior é a avaliação da *joint venture* no mercado de capitais. MOHANRAM e NANDA (2003), por sua vez, medem a intensidade da divergência pelo grau de *cash-flow* que as empresas têm disponível no momento da concretização da *joint venture*. Quanto maior for esse grau, maiores são as possibilidades de as empresas investirem em projetos sem a necessidade de formar parcerias estratégicas, o que significa que o *management* estaria evitando um risco maior à custa de um menor retorno.

BORDE, WHITE, WIANT *et al.* (1998) estudaram 100 *joint ventures* internacionais, formadas no período de 1979 a 1994 entre empresas americanas e estrangeiras, com a intenção de observar a reação do mercado de capitais ao seu anúncio. Na média, *joint ventures* internacionais não implicaram nenhuma criação de valor para os acionistas. Entretanto, os autores descobriram que *joint ventures* formadas entre empresas americanas e asiáticas, na Ásia, foram mais bem avaliadas do que aquelas criadas em países em desenvolvimento de baixo risco. Ao contrário, empresas fundadas em

países em desenvolvimento de baixo risco foram avaliadas negativamente pelo mercado, o que contradisse as expectativas dos autores. Segundo os autores, isso pode ser explicado pelo fato de que países em desenvolvimento de maior risco tendiam, pelo menos na época da pesquisa, a efetuar uma maior restrição da competição, o que levava as poucas empresas autorizadas que operavam no mercado a obterem lucros significativos. Um outro resultado interessante é que *joint ventures* fundadas na área de serviço foram mais bem avaliadas do que aquelas criadas na área de produção, o que pode ser explicado pelo fato de que operações de produção internacionais estão sujeitas a um maior risco do que outros tipos de operação. Por fim, os autores descobriram, ao contrário de outros estudos (LUMMER e McCONNELL, 1990), não haver nenhuma relação significativa entre o tipo de parceiro (se privado ou público) e a criação de valor para os acionistas.

Um estudo interessante sobre a *performance* de *joint ventures* internacionais no setor bancário e que não utilizou a metodologia de estudo de eventos foi o de ALFORD, HEALY e HWA (1998). Os autores analisaram o desempenho de *joint ventures* internacionais no setor de bancos de investimento em Singapura no período de 1974 a 1991. Ao todo, foram analisadas 23 *joint ventures* e 56 bancos com 100% do capital pertencentes a uma só empresa (*wholly-owned subsidiaries*). Os autores chegaram a interessantes conclusões. Primeiro, somente 6 das 23 *joint ventures* analisadas continuaram a operar como parceria estratégica em Singapura no fim do período analisado (1991). Das empresas que sobraram, 15 foram transformadas em empresas de um só proprietário (*wholly-owned subsidiaries*), ou seja, a *joint venture* foi dissolvida mas a empresa não faliu. Em segundo lugar, a análise comparativa do Retorno sobre o Patrimônio (ROE, *Return on Equity*) e do Retorno sobre os Ativos (ROA, *Return on Assets*) entre *joint ventures* e empresas de um só proprietário (*wholly-owned subsidiaries*) não mostrou haver diferenças significativas entre os dois tipos de organizações. Isso demonstra, pelo menos no setor de bancos de investimento, que alianças estratégicas na forma de *joint ventures* não apresentam melhor *performance* que bancos controlados por uma única empresa.

UENG, KIM e LEE (2000) analisaram o impacto das vantagens competitivas dos parceiros e do grau de desenvolvimento econômico do país receptor na

geração de valor por *joint ventures* formadas entre empresas americanas e parceiros estrangeiros. Foram analisadas, ao todo, 235 *joint ventures* no período que vai de 1990 a 1995. Os autores descobriram que, em geral, a criação de *joint ventures* implica uma geração de valor positiva para os acionistas das empresas americanas. Um interessante resultado mostra que os acionistas de empresas americanas que fizeram alianças com parceiros de países desenvolvidos obtêm um retorno positivo maior do que aqueles que fizeram parcerias com empresas de países em desenvolvimento. Além disso, os resultados demonstram que investidores e o mercado de capitais reagem mais favoravelmente a *joint ventures* cujos parceiros possuam um grau elevado de vantagens competitivas do que àquelas em que os parceiros não têm conhecimentos e habilidades específicas. Ao contrário do estudo de MOHANRAM e NANDA (2003), os autores não descobriram haver uma relação estatisticamente significativa entre as divergências de investidores e *management* e a criação de valor na *joint venture*. O tamanho das empresas envolvidas também não demonstrou ser um fator determinante na reação positiva de investidores americanos à criação de *joint ventures* entre suas empresas e empresas estrangeiras.

Um dos poucos estudos brasileiros que analisaram a geração de valor de alianças estratégicas no Brasil, em especial de Fusões e Aquisições, foi o de MATIAS e PASIN (2000). Por meio da análise das Demonstrações Econômico-Financeiras (antes e depois da reestruturação corporativa) das empresas envolvidas nos 33 maiores processos de fusões e aquisições ocorridos entre 1995 e 1997, os autores tentaram responder se existiram realmente sinergias nesses processos e quais foram os seus impactos na rentabilidade dessas empresas. Por não se tratar de um estudo de eventos, foram analisados somente três índices econômico-financeiros: o CPV/RL (Custo dos Produtos Vendidos sobre Receitas Líquidas), o DA/RL (Despesas Administrativas sobre Receitas Líquidas) e a RPL (Rentabilidade do Patrimônio Líquido). Os autores descobriram que grande parte das empresas apresentou reduções no índice de custo dos produtos vendidos (em média 3,4%) e no índice de despesas administrativas (em média 13,6%), com conseqüente aumento da rentabilidade (aumento do índice da mediana de 11%). Com isso, pôde ser comprovada a existência de sinergias nos

processos de fusões e aquisições analisados pelos autores.

Um outro estudo que analisou o desempenho das fusões e aquisições na indústria brasileira, mas sob a ótica das empresas adquiridas, foi o de ROCHA, IOOTY e FERRAZ (2003). Foram analisados dados de balanços de 120 empresas adquiridas no período de 1990 a 1997. Os principais indicadores utilizados foram a rentabilidade, a parcela de mercado, o grau de endividamento e o nível de investimento das empresas antes e depois da aquisição. Também foram feitas distinções entre empresas privatizadas e não privatizadas e entre empresas nacionais e de capital estrangeiro. Similarmente a outros estudos, principalmente referentes aos EUA (RAVENSCLAF e SCHERER, 1987), no estudo de ROCHA, IOOTY e FERRAZ (2003) as empresas adquiridas tiveram também desempenho bastante pobre após a transação. Somente no caso das privatizações é que a mudança patrimonial parece ter trazido bons resultados financeiros. Por outro lado, empresas adquiridas por multinacionais estrangeiras não demonstraram ter um desempenho melhor do que aquelas compradas por empresas nacionais.

HANVANICH e ÇAVUŞGIL (2001) analisaram a reação do mercado de capitais ao anúncio de formação de 23 *joint ventures* internacionais no período de 1985 a 1998 nos EUA. Esse estudo demonstrou que o mercado de capitais começa a reagir de maneira positiva à formação de *joint ventures* muitos dias antes do seu anúncio formal. Isso sugere que a decisão de formar uma *joint venture* é “captada” pelos investidores bem antes de a decisão ser oficializada pela mídia econômica. Segundo os autores, isso se deve principalmente a uma maior transparência das informações, devida ao aumento da popularidade de investimentos *on-line* e da pesquisa financeira *on-line*. Um outro motivo para a maior sensibilidade do mercado acionário é que, ao contrário de mudanças internas à empresa, como a despedida de altos executivos, os anúncios de *joint ventures* são sempre precedidos de negociações intensas entre os parceiros comerciais fora da empresa.

NEILL, PFEIFFER e YOUNG-YBARRA (2001) examinaram a reação do mercado de capitais ao anúncio de formação de alianças estratégicas no setor de tecnologia de informação. Foram analisadas, ao todo, 89 empresas, das quais pelo

menos uma era norte-americana, no período de 1987-1994. Só foram examinados acordos de cooperação de desenvolvimento e pesquisa conjunta de tecnologia, ou seja, foram excluídos quaisquer tipos de cooperação que envolvessem participação mútua de capital ou criação de uma nova empresa. Ao contrário de DAS, SEN e SENGUPTA (1998) e condizente com o estudo de CHAN, KENSINGER, KEOWN *et al.* (1997), os autores descobriram que o anúncio da formação de alianças estratégicas eleva significativamente o valor de mercado das companhias envolvidas, principalmente um dia antes e no dia do anúncio. O estudo de NEILL, PFEIFFER e YOUNG-YBARRA (2001) confirma o trabalho de KOH e VENKATRAMAN (1991), que descobriram, também na área de tecnologia de informação, que a formação de *joint ventures* está associada ao aumento do valor de mercado das empresas envolvidas. NEILL, PFEIFFER e YOUNG-YBARRA (2001) não puderam, entretanto, constatar ganhos assimétricos na parceria estratégica, ou seja, ao contrário dos resultados de CHAN, KENSINGER, KEOWN *et al.* (1997), para os autores citados tanto as empresas grandes como as menores se beneficiaram da aliança estratégica.

SCHUT e FREDERIKSLUST (2002) analisaram os efeitos dos anúncios de 233 *joint ventures*, formadas na Holanda no período de 1987 até 1998, no valor de mercado das empresas envolvidas. A condição mínima para a inclusão na amostra era que pelo menos uma das empresas envolvidas fosse cotada na Bolsa de Valores de Amsterdã e que nenhum dos parceiros fosse uma empresa financeira.

SCHUT e FREDERIKSLUST (2002) descobriram que, normalmente, anúncios de *joint ventures* têm um impacto positivo no valor das ações das companhias envolvidas na parceria. Um resultado interessante do estudo foi a descoberta de que o desempenho das empresas estava abaixo da média do mercado de capitais antes do anúncio da *joint venture*. Isso demonstra que as companhias decidiram fazer uma parceria exatamente por estarem tendo um mau desempenho, ou seja, a decisão de formar uma *joint venture* não constituiu uma causa, mas uma reação à má *performance* no mercado de capitais. Isso condiz com os resultados do estudo de MOHANRAM e NANDA (2003).

SCHUT e FREDERIKSLUST (2002) desenvolveram também um modelo de análise da interação e influência de fatores estratégicos no valor das *joint ventures*. Como no estudo de DAS, SEN e SENGUPTA (1998), mostrou-se que a criação de *joint ventures* no setor de desenvolvimento de tecnologia promove um maior impacto no valor de mercado das empresas envolvidas do que a fundação daquelas no setor de desenvolvimento de mercado. Um outro fator estratégico se refere à distância entre as atividades centrais das empresas-mãe e as atividades da *joint venture*. Quanto mais relacionadas elas são, maior é a criação de valor, visto que os investidores não favorecem as *joint ventures* criadas com a intenção de diversificação das atividades das empresas-mãe. Isso contradiz os resultados do estudo de MOHANRAM e NANDA (2003). O estudo de SCHUT e FREDERIKSLUST (2002) também mostra que o tamanho do parceiro tem um efeito forte no desempenho de uma *joint venture*. Isso é corroborado por outros estudos, como o de BLEEK e ERNST (1993), que comprovam que um parceiro forte é um pré-requisito fundamental para o sucesso de uma *joint venture*. Uma outra conclusão interessante do estudo de SCHUT e FREDERIKSLUST (2002) é que *joint ventures* assimétricas, isto é, aquelas com desigual distribuição de poder (um dos parceiros possui a maioria do capital da empresa), tendem a ser mais bem avaliadas pelo mercado do que as simétricas. Isso se deve ao fato de que os investidores depositam mais confiança nas *joint ventures* controladas por uma empresa do que naquelas com mais de um controlador.

GUGLER, MUELLER, YURTOGLU *et al.* (2002) analisaram, durante o período de 1981 a 1997, o impacto dos processos de fusões sobre a rentabilidade das empresas envolvidas, em diversas partes do mundo. A metodologia utilizada foi a comparação da *performance* das empresas fusionadas com a de grupos de controle de empresas não-fusionadas. As comparações foram feitas utilizando-se duas variáveis: rentabilidade e vendas. Os resultados mostram que, em geral, as fusões levam a um crescimento do lucro das empresas envolvidas, mas, por outro lado, diminuem as vendas das empresas fusionadas. Um resultado interessante é que não foram detectadas diferenças significativas entre os países analisados. A análise em conjunto da rentabilidade e das vendas mostrou

que, ao todo, 29,1% das fusões analisadas resultaram em um crescimento de ambas as empresas, enquanto 28,2% resultaram em uma queda no crescimento de ambas. Por outro lado, 27,2% levaram a um aumento do poder de mercado das empresas envolvidas, ou seja, resultaram em aumento do lucro e queda das vendas. Uma pequena parcela (15,1%) trouxe como consequência aumento das vendas e queda dos lucros.

4. CONCLUSÕES

O objetivo deste trabalho foi analisar a existência de relação entre a formação de uma parceria estratégica e o aumento do valor ou da rentabilidade das empresas envolvidas nas parcerias. A Tabela 2 faz uma sinopse dos principais estudos analisados e discutidos neste trabalho. Conforme pode ser observado nesta tabela, dos 17 estudos analisados, 11 puderam constatar uma melhoria na *performance* ou no valor de mercado das empresas envolvidas nas alianças, 3 chegaram a resultados negativos e 3 não puderam constatar nenhum impacto, nem positivo, nem negativo, sobre a geração de valor ou sobre a *performance* das empresas. Apenas 1 estudo chegou a resultados que variavam de acordo com a idade das empresas envolvidas na transação e o tipo de mercado em que atuavam. Os dois estudos referentes ao Brasil e analisados neste trabalho chegaram a resultados contraditórios, um descobrindo uma relação positiva e o outro uma relação negativa entre a formação de alianças estratégicas e o desempenho das empresas envolvidas nas parcerias.

Uma evidência surpreendente refere-se, portanto, à escassez de tais estudos no Brasil. Uma explicação para tal ausência de trabalhos no Brasil seria a dificuldade de se obterem dados sobre esses tipos de atividades, visto que muitas informações sobre parcerias estratégicas, com exceção de fusões e aquisições, não são divulgadas constantemente pelos meios de informação especializados. Além do mais, dados sobre o valor de mercado de empresas só podem ser obtidos de empresas de capital aberto no Brasil, o que, no nosso caso, já limita bastante a amostra. Mesmo assim, questiona-se a validade dos chamados estudos de eventos para medir de maneira consistente o impacto da formação de alianças estratégicas sobre o desempenho das empresas envolvidas. O argumento principal desse questionamento é que a maioria de tais estudos só mede o impacto da formação da parceria estratégica no valor de mercado das empresas em um curto espaço de tempo, principalmente nos períodos que sucedem ao anúncio da aliança estratégica. O aumento do valor de mercado das empresas, entretanto, não implica uma melhoria a longo prazo das condições econômico-financeiras das empresas unidas em forma de parceria.

Assim, deveriam ser feitos no Brasil mais estudos que analisassem o impacto a longo prazo da formação dos diferentes tipos de parceria estratégica no desempenho econômico-financeiro das empresas, pela utilização tanto de instrumentos de avaliação de empresas como de indicadores financeiros e mercadológicos. No caso de empresas de capital fechado, poderiam ser ainda feitos levantamentos pelo envio de questionários às pessoas-chave das empresas.

Tabela 2: Sinopse dos principais estudos analisados sobre a relação entre formação de parcerias estratégicas, geração de valor e aumento de rentabilidade

Estudo	Amostra	Tipo de aliança estratégica	Metodologia	Impacto da aliança estratégica sobre a geração de valor ou rentabilidade
RAVENS CRAFT e SCHERER (1989)	2.732 linhas de negócio de empresas americanas (1957-1977)	Fusões e Aquisições	Análise de rentabilidade pré e pós-fusão	Impacto altamente negativo na rentabilidade

Estudo	Amostra	Tipo de aliança estratégica	Metodologia	Impacto da aliança estratégica sobre a geração de valor ou rentabilidade
KOH e VENKATRAMAN (1991)	175 <i>joint ventures</i> na área de tecnologia de informação (1972-1986)	<i>Joint ventures</i>	Estudo de eventos	Impacto positivo no valor de mercado das empresas
HEALY, PALEPU e RUBACK (1992)	50 maiores fusões entre empresas de capital aberto nos EUA (1979-1984)	Fusões	Análise da <i>performance</i> operacional e estudo de eventos	Aumento da <i>performance</i> operacional e do valor da empresa
PARK e CHO (1997)	56 empresas aéreas (1986-1993)	Contratos Bilaterais	Análise do percentual de mercado	Ganho de percentual de mercado depende da idade das empresas envolvidas e do tipo de mercado
CHAN, KENSINGER, KEOWN <i>et al.</i> (1997)	345 alianças estratégicas nos EUA (1983-1992)	Alianças Estratégicas sem participação acionária	Estudo de eventos	Impacto positivo no valor de mercado das empresas, principalmente no caso de alianças técnicas
PARK e KIM (1997)	158 <i>joint ventures</i> na indústria eletrônica dos EUA	<i>Joint ventures</i> nacionais e internacionais	Estudo de eventos	Impacto no valor de mercado das empresas depende das contribuições e das relações entre os parceiros
DAS, SEN e SENGUPTA (1998)	119 alianças estratégicas nos EUA (1987-1991)	Todos os tipos, com exceção de <i>joint ventures</i>	Estudo de eventos	Nenhum impacto no valor de mercado das empresas
MOHANRAM e NANDA (2003)	233 <i>joint ventures</i> nos EUA (1986-1993)	<i>Joint ventures</i>	Estudo de eventos	Aumento do valor de mercados das empresas
BORDE, WHITE, WIANT <i>et al.</i> (1998)	100 <i>joint ventures</i> nos EUA (1979-1994)	<i>Joint ventures</i> internacionais	Estudo de eventos	Nenhum impacto sobre o valor de mercado das empresas
ALFORD, HEALY e HWA (1998)	23 <i>joint ventures</i> no setor de bancos de investimento em Singapura (1974-1991)	<i>Joint ventures</i>	Análise do ROE (Retorno sobre o Patrimônio) e do ROA (Retorno sobre Ativos)	Nenhum impacto sobre o ROE e o ROA

Estudo	Amostra	Tipo de aliança estratégica	Metodologia	Impacto da aliança estratégica sobre a geração de valor ou rentabilidade
UENG, KIM e LEE (2000)	235 <i>joint ventures</i> nos EUA (1990-1995)	<i>Joint ventures</i> internacionais	Estudo de eventos	Aumento do valor de mercado das empresas, principalmente nas <i>joint ventures</i> com parceiros de países desenvolvidos
MATIAS e PASIN (2000)	33 maiores processos de fusões e aquisições no Brasil (1995-1997)	Fusões e Aquisições	Análise de indicadores econômico-financeiros pré e pós-aliança	Melhoria dos Indicadores Econômico-Financeiros
ROCHA, IOOTTY e FERRAZ (2003)	Aquisições (ótica das empresas compradas) de 120 empresas no Brasil (1990-1997)	Aquisições	Análise de indicadores econômico-financeiros das empresas adquiridas	Desempenho pobre das empresas adquiridas no período pós-aquisição
HANVANICH e ÇAVUŞGIL (2001)	23 <i>joint ventures</i> nos EUA (1985-1998)	<i>Joint ventures</i> internacionais	Estudo de eventos	Aumento do valor de mercado das empresas muito antes do anúncio de formação da aliança
NEIL, PFEIFER e YOUNG-YBARRA (2001)	89 empresas na área de tecnologia de informação (1987-1994)	Contratos Bilaterais	Estudo de eventos	Aumento do valor de mercado das empresas
SCHUT e FREDERIKSLUST (2002)	233 <i>joint ventures</i> na Holanda (1987-1998)	<i>Joint ventures</i>	Estudo de eventos	Aumento do valor de mercado das empresas
GUGLER, MUELLER, YURTOGLU et al. (2002)	Processos de Fusão em diversas partes do mundo	Fusões	Análise da <i>performance</i> operacional	Aumento da <i>performance</i> operacional.

5. BIBLIOGRAFIA

ALFORD, A.; HEALY, P.; HWA, N. K. The performance of international joint ventures: a study of the merchant banking industry in Singapore. *Journal of Corporate Finance*, Amsterdam: Elsevier Science, v. 4, p. 31-52, 1998.

BORDE, S. F.; WHYTE, A. M.; WIAIT, K. J.; et al. New evidence on factors that influence the wealth effects of international joint ventures. *Journal of Multinational Financial Management*, [S.l.: s.n], v. 8, p. 63-77, 1998.

BROWN, L.; PATTINSON, H. Information technology and telecommunications: impacts on strategic alliance formation and management.

Management Decision, [S.l.: s.n], v. 33, n. 4, p. 41-50, 1995.

CHAN, S. H.; KENSINGER, J. W.; KEOWN, A. et al. Do strategic alliances create Value? *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 46, p. 199-221, 1997.

DAS, T. K.; TENG, B. A resource-based theory of strategic alliances. *Journal of Management*, [S.l.: s.n], v. 26, n. 1, p. 31-57, 2000.

DAS, S.; SEN, P. K.; SENGUPTA, S. Impact of strategic alliances on firm valuation. *Academy of Management Journal*, Ohio: The Academy, v. 41, n. 1, p. 27-40, 1998.

DUSSAUGE, P.; GARRETTE, B. Determinants of success in international strategic alliances: evidence from the global aerospace industry. *Journal of International Business Studies*, Cleveland: University of South Carolina, v. 26, p. 505-530, 1995.

_____. Anticipating the evolutions and outcomes of strategic alliances between rival firms. (The construction, forms, and consequences of industry networks). *International Studies of Management & Organization*, [S.l.: s.n], v. 27, n. 4, p. 104-116, 1997.

GARAI, G. Leveraging the rewards of strategic alliances. *Journal of Business Strategy*, Mar.-Apr. 1999. Disponível em: <[http://www.bus.iastate.edu/demarie/courses/MGT512/SatWeek3\(PM\)/leveragin%20rewards.htm](http://www.bus.iastate.edu/demarie/courses/MGT512/SatWeek3(PM)/leveragin%20rewards.htm)>. Acesso em: 02 abr. 2003.

GLAISTER, K. W.; BUCKLEY, P. J. Measures of performance in UK international alliances. *Organization Studies*, [S.l.: s.n], v. 19, n. 1, p. 89-105, 1998.

GUGLER, K.; MUELLER, D. C., YURTOGLU, B. B. et al. The effects of mergers: an international Comparison. *International Journal of Industrial Organization*, Amsterdam: North-Holland, 2002. Artigo no prelo.

GULATI, R. Alliances and Networks. *Strategic Management Journal*, Chichester: John Wiley & Sons, v. 19, p. 293-317, 1998.

HAGEDOORN, J. Understanding the rationale of strategic technology partnering: Interorganizational modes of cooperation and sectoral differences. *Strategic Management Journal*, Chichester: John Wiley & Sons, v. 14, p. 371-385, 1993.

HAGEDOORN, J.; NARULA, R. Choosing organizational modes of strategic technology partnering: international and sectoral differences. *Journal of International Business Studies*, Cleveland: University of South Carolina, v. 27, p. 265-284, Second Quarter 1996.

HANVANICH, S.; ÇAVUŞGIL, S. T. Stock market reactions to international joint venture announcement: an event analysis. *International Business Review*, [S.l.: s.n], v. 10, p. 139-154. 2001.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G.; RUBACK, R. S. Does corporate performance improve after mergers? *Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 31, p. 135-175, 1992.

KLOTZLE, M. Alianças estratégicas: conceito e teoria. *Revista de Administração Contemporânea*, Rio de Janeiro: ANPAD, v. 6, n. 1, p. 85-104, 2002.

KOH, J.; VENKATRAMAN, N. Joint Venture formations and stock market reactions: an assessment in the information technology sector. *Academy of Management Journal*, Ohio: The Academy, v. 34, n. 4, p. 869-892, 1991.

LORANGE, P.; ROOS, J. *Alianças estratégicas: formação, implementação e evolução*. São Paulo: Atlas, 1996.

LUMMER, S. L.; McCONNELL, J. J. Stock valuation effects of international joint ventures. In: RHEE, S. G.; CHANG, R. P. (Orgs.). *Pacific-basin capital markets research*. New York: Elsevier Science, 1990. p. 531-546.

MATIAS, A. B.; PASIN, R. M. A Geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições. *Texto para Discussão Número 5*. Ribeirão Preto: FEA/USP/RP, 2000.

MOHANRAM, P.; NANDA, A. When do joint ventures create value? Paper presented at the Academy of Management Best Papers Proceedings,

January 1996. Publicado e atualizado como Working Paper, Fevereiro 1998. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/98062204.pdf?abstractid=7382>>. Acesso em: 06 fev. 2003.

NEILL, J. D.; PFEIFFER, G. M.; YOUNG-YBARRA, C. E. Technology R&D alliances and firm value. *Journal of High Technology Management Research*, [S.l.: s.n], v. 12, p. 227-237, 2001.

OSBORN, R. N.; HAGEDOORN, J.; DUYSTERS, G. et al. Embedded patterns of international alliance formation. *Organization Studies*, [S.l.: s.n], v. 19, n. 4, p. 617-634, 1998. (Special Issue: The Organizational Texture of Inter-firm Relations).

PARK, S. H.; KIM, D. Market valuation of joint ventures: joint venture characteristics and wealth gains. *Journal of Business Venturing*, [S.l.: s.n], v. 12, p. 83-108, 1997.

PARK, N. K.; CHO, D. The effect of strategic alliance on performance – a study of international airline industry. *Journal of Air Transport Management*, [S.l.: s.n], v. 3, n. 3, p. 155-164, 1997.

PARKHE, A. Interfirm diversity, organizational learning, and longevity in global strategic alliances. *Journal of International Business Studies*, Cleveland: University of South Carolina, v. 22, n. 4, p. 579-602, 1991.

RAVENS CRAFT, D. J.; SCHERER, F. M. *Mergers, sell-offs, and economic efficiency*. Washington, D.C.: Brookings Institution: 1987.

_____. The profitability of mergers. *International Journal of Industrial Organization*, Amsterdam: North-Holland, v. 7, n. 1, p. 101-116, 1989.

ROCHA, F.; IOOTY, M.; FERRAZ, J. C. *Desempenho das fusões e aquisições e rentabilidade na indústria brasileira na década de 90: a ótica das empresas adquiridas*, 2001. Disponível em: <<http://www.mdic.gov.br/tecnologia/revistas/artigos/rj/art04FredericoRocha.pdf>>. Acesso em: 12 fev. 2003.

SCHUT, G.; FREDERIKSLUST, R. V. Shareholder wealth effects of joint-venture strategies – theory and evidence from the Netherlands. In:

EUROPEAN FINANCIAL MANAGEMENT ASSOCIATION CONFERENCE, *Anais...* London: [s.n.], June 2002.

TEECE, D. J. Competition, cooperation, and innovation: organizational arrangements for regimes of rapid technological progress. *Journal of Economic Behavior and Organization*, Amsterdam: Elsevier Science, v. 18, p. 1-25, 1992.

TSANG, E. W. K. A Preliminary Typology of Learning in International Strategic Alliances. *Journal of World Business*, [S.l.: s.n], v. 34, n. 3, p. 211-226, 1999.

UENG, C. J.; KIM, S. H.; LEE, C. C. The impact of firm's ownership advantages and economic status of destination country on the wealth effects of international joint ventures. *International Review of Financial Analysis*, [S.l.: s.n], v. 9, n. 1, p. 67-76, 2000.

VARADARAJAN, P. R.; CUNNINGHAM, M. H. Strategic alliances: a synthesis of conceptual foundations. *Journal of the Academy of Marketing Science*, [S.l.: s.n], v. 23, n. 4, p. 282-296, 1995. (Special Issue on Relationship Marketing).

VYAS, N. M.; SCHELBURN, W.; ROGERS, D.C. An analysis of strategic alliances: forms, functions and framework. *Journal of Business & Industrial Marketing*, [S.l.: s.n], v. 10, n. 3, p. 47-58, 1995.

YOSHINO, M. Y.; SRINIVASA RANGAN, U. *Alianças estratégicas*. São Paulo: Makron Books, 1996.