

Mapeamento da produção científica sobre fusões e aquisições na literatura nacional, 1994 a 2014

The brazilian scientific literature on mergers and acquisitions: a survey, 1994 to 2014

Marcos Antônio de Camargos
Doutor em Administração
Professor Adjunto do Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da UFMG e da Faculdade IBMEC de Minas Gerais, Minas Gerais, Brasil
marcosac@ibmecmg.br

Mirela Castro Santos Camargos
Doutora em Demografia
Professora Adjunta do Curso de Gestão de Serviços Saúde - Departamento de Enfermagem Aplicada da UFMG, Minas Gerais, Brasil
mirelacsc@gmail.com

Editor Científico: José Edson Lara
Organização Comitê Científico
Double Blind Review pelo SEER/OJS
Recebido em 19.02.2014
Aprovado em 24.10.2015



Este trabalho foi licenciado com uma Licença Creative Commons - Atribuição – Não Comercial 3.0 Brasil

RESUMO

O objetivo deste artigo é fazer levantamento da produção científica sobre fusões e aquisições (F&As) na literatura nacional entre os anos de 1994 e 2014, visando proporcionar um melhor entendimento sobre o tema, reunindo um conjunto de evidências empíricas e contribuindo para a sistematização de um arcabouço teórico ainda em construção. Da análise dos 49 trabalhos, constatou-se que os resultados das pesquisas na literatura nacional são controversos, apresentam tamanhos de amostras, metodologias e modelos distintos. Isso, associado à complexidade e dificuldade de análise, tornam árduas as pesquisas sobre o tema. Esses fatores, conjugados com a inexistência de bases de dados específicas e confiáveis, explicam a baixa produção científica sobre F&A no Brasil. Nesse contexto, a consolidação do tema, tanto em termos empíricos, quanto em termos teóricos, passa pelo desenvolvimento de abordagens de análise do tema que minimizem esses problemas, por meio da elaboração de metodologias adequadas e consistentes.

Palavras-chave: fusões, aquisições; levantamento teórico; literatura nacional; evidências empíricas.

ABSTRACT

In this paper we present a survey of the Brazilian scientific literature on mergers and acquisitions (M&As) published between the years 1994 and 2014, aiming to provide a better understanding, presenting empirical evidences and contributing to the systematization of its theoretical framework. From the analysis of 49 papers it was verified that that the research results in national literature are controversial, have different sample sizes, methodologies and models. Thus situation associated with the complexity and consequent difficulty of analysis make strenuous research on theme. These factors combined with the absence of specific and reliable databases explain the low scientific output on M&A in Brazil. Thus, the consolidation of the theme, empirical and in theoretical terms demand the development of approaches to analysis of the topic that minimize these problems by developing appropriate and robust methodologies.

Key Words: mergers, acquisitions; survey, Brazilian literature, empirical evidences

1 INTRODUÇÃO

Os processos de F&As constituem uma estratégia corporativa, por um lado útil, para que uma empresa consiga atualizar-se tecnologicamente, ter acesso a recursos financeiros ociosos ou produtivos escassos, além de representar uma forma de crescimento rápido ou de entrar em novos mercados. Mas por outro lado, elevada complexidade de operacionalização e de gerenciamento exige, por parte dos seus condutores, conhecimento e experiência para conseguir minimizar as dificuldades características desta atividade. Sobre isso, Boucinhas (1977) destaca que a tomada de decisão na empresa envolve risco, e a decisão de comprar uma empresa é particularmente arriscada quando não planejada e executada inadequadamente.

As F&As são inerentes à concorrência capitalista e guardam estreita relação com as condições do mercado de capitais. A gênese teórica da atividade de F&A se fundamenta nas diversas teorias que explicam a origem e o crescimento da firma, destacadas por Coase (1937) e Berle Jr. e Means (1988). Trata-se de uma atividade empresarial com impactos diretos para todos os *stakeholders*, sejam funcionários, dirigentes, clientes, concorrentes, enfim, sociedade de um modo geral, cujas consequências e desdobramentos empíricos ainda não estão totalmente explicados por teorias e modelos do meio acadêmico. O que se observa é que existe um vasto corpo de relatos e estudos empíricos que ainda carecem de um arcabouço teórico sistematizado.

Acompanhando a atividade de F&A no mercado internacional, o mercado brasileiro tem apresentado um crescente volume de F&As nos últimos anos, necessitando, portanto, de um melhor entendimento dos desdobramentos teóricos e práticos de tal atividade. Nessa direção, o escopo deste artigo é fazer um levantamento dos resultados e tendências das pesquisas sobre F&As no Brasil, de maneira a aumentar a compreensão de um tema controverso e relevante para a área acadêmica, ainda carente de teorias de sustentação. Dessa maneira, espera-se que este trabalho contribua para preencher esta lacuna, reunindo um conjunto de evidências empíricas sobre a atividade em questão, bem como contribuindo para a sistematização do seu arcabouço teórico.

A partir de 1994, as mudanças ocorridas na economia brasileira, devido à implantação do Plano Real, deram margem ao aumento do número de transações de F&As em quase todos os setores da economia. A diminuição do nível inflacionário, a entrada de empresas estrangeiras, o aumento dos investimentos diretos estrangeiros são alguns fatores que impulsionaram o número de F&As. Mais recentemente, segundo a KPMG (2014) os grandes eventos esportivos que ocorrerão no Brasil têm catalisado o número de F&As, especialmente em 2014 (ano da Copa do Mundo da FIFA). Segundo a pesquisa realizada por esta consultoria, entre 1994 e 2014, ocorreram 9.821 processos de F&As, dos quais, 4.501 (45,8%) envolveram apenas empresas brasileiras (domésticas) e 5.320 (54,2%) envolveram pelo menos uma empresa estrangeira (*cross-border* ou transfronteiriças).

Apesar da importância estratégica para o meio empresarial, do poder de transformação econômico e social, do rico e variado campo de estudos proporcionado ao meio acadêmico, a atividade de F&A ainda carece de um melhor entendimento e de sistematização do seu arcabouço teórico. Nesse contexto, o objetivo deste artigo é fazer um levantamento da produção científica sobre F&As na literatura nacional publicada nos anais do EnANPAD e em periódicos classificados no Qualis-CAPES, entre os anos de 1994 e 2014

Na sequência, é apresentado o contexto teórico de referência, seguido do percurso metodológico e da análise dos trabalhos sobre F&A, nas seções 2, 3 e 4, respectivamente. Encerra-se com as conclusões e considerações finais na seção 5, seguidas das referências.

2 CONTEXTO TEÓRICO

2.1 F&As: Conceitos, tipologia e ondas

As aquisições podem ser entendidas como operações que determinam modificação permanente na estrutura societária de uma ou mais empresas, podendo ser estruturada como: 1. *stock purchase* – compra ou venda de parte ou o total das ações de uma companhia (controle societário); 2. *asset purchase* - realizada por meio da venda dos ativos ou passivos do complexo empresarial. As fusões são operações em que duas ou mais empresas se fundem por meio da troca de ações (união financeira), podendo resultar na união operacional das empresas envolvidas, com apenas uma delas mantendo a identidade jurídica; ou na criação de uma nova empresa, estratégia denominada de consolidação (Ross, Westerfield, & Ross, 2002).

Considerando fatores econômicos, as F&As podem ser: 1. *horizontal*, quando resulta da união entre empresas que atuam no mesmo mercado, geralmente concorrentes; 2. *vertical*, quando resulta da união entre firmas que fazem parte da mesma cadeia produtiva, podendo ser em direção aos fornecedores, ou em direção aos distribuidores; e, 3. *conglomerado (diversificação)*, quando envolve firmas em ramos de atividade não relacionados, cujo principal objetivo é a diversificação de investimentos (Brealey & Myers, 2006).

Scherer e Ross (1990) e Weston, Siu e Johnson (2001) destacam as seguintes ondas de F&As: 1. *The Great Merger Wave (1887-1904)*: predomínio de fusões horizontais que criaram grandes monopólios. É considerada por muitos como a mais importante, devido ao seu forte impacto econômico de concentração industrial e criação de monopólios (Gregoriou & Renneboog, 2007); 2. *The Merger Movement (1916-1929)*: predomínio de fusões verticais, que visavam o poder de oligopólio. Consolidou vários segmentos econômicos, promovendo inovação e avanços em setores de utilidade pública e na legislação antitruste; 3. *The 1960's Conglomerate Merger Wave*: predomínio de operações que visavam diversificação em conglomerado, com a união de empresas de diferentes atividades, mas com resultados financeiros desfavoráveis; 4. *The Wave of the 1980's*: predomínio de transações entre firmas do mesmo porte. Diferentemente das ondas precedentes, foi impulsionada pelo baixo valor das empresas no mercado de capitais e influenciada por mudanças na economia mundial, avanços tecnológicos na comunicação e informação e novos instrumentos do mercado financeiro.

2.2 F&As: Correntes e hipóteses teóricas

Apesar do grande destaque para a criação de valor para as empresas e seus acionistas na literatura de finanças, o tema F&A, quando trata da análise dos elementos que fundamentam a decisão, o ponto de vista estratégico, assume relevância para dar amplitude à compreensão do fenômeno como um todo (Barbosa, Zilber, & Lex, 2011).

Em termos estratégicos, as justificativas para os processos de F&As seriam: 1. busca de economias de escala e escopo e seus impactos sobre o tamanho da firma, estrutura dos mercados, estratégias de entrada e determinação de preços (Besanko, Dranove, Schaefer, & Shanley, 2004); 2. aquisição de novas tecnologias, conhecimento e *expertise* para ingresso em novos mercados, os quais podem gerar

maior valor do que a exclusão de um concorrente ou redução dos custos de entrada (Penrose, 1995); 3. Busca dos possíveis benefícios mútuos com a utilização de abordagens integrativas, apesar das dificuldades na gestão dos conflitos inerentes à atividade (Larsson & Finkelstein (1999); 4. uso dessa estratégia para a empresa gerenciar as contingências em mercados e recursos em um contexto de incerteza, de modo que possam alterar a interdependência organizacional por meio do controle dos recursos (Pfeffer, 1972; Galbraith & Stiles, 1983).

Conforme assinalam Singh e Montgomery (1987), as F&As constituem uma estratégia de crescimento ou expansão empresarial, a qual pode se dar: 1. internamente, de maneira orgânica, e, por isso, mais controlada e demorada; 2. externamente, por meio de F&As, de forma mais rápida, mas de difícil controle e de obtenção dos ganhos e sinergias. Sobre isso, Ansoff (1977) destaca que a decisão pelo crescimento orgânico ou via F&As é influenciada pelo custo de instalação e oportunidade de ingresso e que devem ser observadas as potenciais sinergias para que se possa analisar possíveis vantagens e desvantagens das diversas maneiras de combinação e/ou crescimento das empresas.

Nos dias atuais, em uma perspectiva eminentemente econômico-financeira, observa-se que os processos de F&As têm como principal motivação a obtenção de um melhor desempenho, que leve, em última instância, à criação de valor ao acionista.

As F&As, do ponto de vista econômico, são importantes por consolidar setores e proporcionar o crescimento rápido de empresas e segmentos, sem a necessidade de se esperar a maturação de investimentos. O crescimento da atividade de F&A está diretamente associado ao mercado de capitais e com o surgimento das grandes corporações. Nesse sentido, sua origem teórica se fundamenta nas diversas teorias que explicam a origem e o crescimento da firma (Coase, 1937; Berle Jr. & Means, 1988). A atividade de F&A apresenta um crescente número de resultados empíricos, que ainda carecem de um arcabouço teórico consistente para explicá-los. Grande parte das teorias que explicam essa atividade deriva da Teoria da Firma e da Agência.

Segundo Kloeckner (1994) e Camargos e Barbosa (2003) as seguintes correntes / hipóteses teóricas explicam a atividade de F&As: 1. hipótese da maximização da riqueza dos acionistas; 2. hipótese da maximização da utilidade gerencial; 3. hipótese dos ganhos operacionais (sinergias); 4. hipótese da

informação nova; 5. hipótese da eficiência de mercado - HEM – (Fama, 1970 e 1991); 6. hipótese da divisão de ganhos; 7. hipótese da diversificação. Em cada uma dessas hipóteses, é esperado algum tipo de efeito sobre a cotação das ações no mercado. As ideias e consequências dessas teorias afetam tanto a distribuição de riqueza criada pelas firmas, como também aspectos relacionados aos incentivos que os diversos *stakeholders* têm em investir e participar de atividades que resultem na criação de valor.

2.3 F&As: Motivos

Segundo Kloeckner (1994), Camargos e Barbosa (2003) e Camargos e Coutinho (2008), os motivos teóricos para as F&As estão fundamentados tanto na perspectiva neoclássica da maximização da riqueza (o monitoramento constante do mercado induz os gestores a tomarem decisões que maximizem a riqueza dos acionistas), quanto na perspectiva da maximização da utilidade gerencial (F&As como instrumentos que servem aos interesses dos gestores).

Desses dois motivos podem ser derivados outros, conforme salientam Scherer e Ross (1990) e Kloeckner (1994): 1. *expansão ou internacionalização empresarial*, as F&As podem ser mais vantajosas estratégica, temporal e financeiramente por eliminar várias etapas do investimento próprio; 2. *expectativas assimétricas*, diferentes expectativas sobre o futuro levam os investidores a atribuírem valores diferentes a uma mesma empresa, ocasionando propostas de aquisição; 3. *racionalidade limitada nas decisões de dirigentes*, pois sob condições de incerteza, os gestores nem sempre tomam decisões racionais (Roll, 1986); 4. *utilização de fluxo de caixa excedente*, em processos de F&As, em vez de distribuí-los na forma de dividendos (Jensen, 1986); 5. *motivos fiscais*, uso de créditos tributários (oriundos de prejuízos no passado) em exercícios subsequentes; 6. *oportunidade de investimento*, quando o valor de mercado da empresa-alvo está abaixo do seu valor patrimonial; 7. *busca do poder de monopólio*, pelo aumento da concentração de mercado e da conseqüente redução do poder de competição das outras empresas, reduzindo a concorrência; 8. *razões gerenciais*, quando as F&As são utilizadas para satisfazer interesse de gestores; 9. *razões financeiras*, aproveitar capacidade ociosa de endividamento, bem como redução do custo de capital, advindos da redução dos custos de captação.

Wasserstein (2000) destaca as cinco características dos mercados atuais que atuam como catalisadoras da atividade de F&A: 1. *desregulamentação de mercados*, resultando em ambientes favoráveis à expansão empresarial; 2. *avanço tecnológico e a integração dos mercados*; 3. *crescente fluxo de recursos entre os mercados de capitais da economia internacional*, que, na ânsia de aproveitar oportunidades de investimento, vêm redefinindo as fronteiras de vários segmentos industriais; 4. *desejo expansionista de executivos*; e, 5. *cultura atual predominante*, que associa tamanho empresarial ao sucesso.

2.4 F&As: ganhos e benefícios e criação de valor

As sinergias figuram como um dos ganhos mais importantes em operações de F&As. Elas se originam da execução e integração eficiente das empresas envolvidas e são obtidas pela redução de gastos com atividades e funções similares que se sobrepõem. Além disso, guardam estreita relação com os motivos por trás da F&A.

Para Capron e Pistre (2002) e Healy, Palepu e Ruback (1992) as principais fontes de sinergias em F&As são: 1. *economias de escalas operacionais*: advindas da redução de custos e despesas corporativas; 2. *economias financeiras*: advindas de uma melhor estrutura de capital, maior capacidade de alavancagem e menor custo de endividamento; 3. *eficiência gerencial*: substituição de gestores ineficientes (nas empresas adquiridas); 4. *poder de mercado*: maior poder de negociação junto a fornecedores, concorrentes, governo; 5. *avanço tecnológico*: pelo uso conjunto de insumos específicos não divisíveis e de recursos complementares, transferência de tecnologia e conhecimento (*know-how*); 6. *economias fiscais*: advindas do uso de créditos tributários de prejuízos no passado por uma das firmas envolvidas, que podem ser compensados em exercícios futuros. Os motivos e as sinergias esperadas das F&As muitas vezes se sobrepõem, o que torna ainda mais difícil identificar qual foi a motivação para que a empresa empreendesse a F&A, destacando-se que essas últimas são oriundas da execução e integração eficiente das empresas envolvidas, obtidas pela redução de gastos com atividades e funções similares que se sobrepõem.

Sobre as sinergias e os ganhos advindos dos processos de F&As, Jensen e Ruback (1983) destacam que estes levam à criação de valor para a empresa / acionista, o qual é detectado inicialmente nas demonstrações financeiras e,

posteriormente, no preço das ações no mercado. Dessa forma, o valor criado em uma F&A terá um efeito positivo no desempenho integral, advindo de redução de custos e melhoria de receitas da empresa.

3 PERCURSO METODOLÓGICO

Esta pesquisa constitui-se de um levantamento da produção científica sobre fusões e aquisições na literatura nacional, conduzido de maneira qualitativa. O universo da pesquisa é composto por artigos dos anais do Encontro Nacional da Associação de Pós-Graduação em Administração (EnANPAD), contemplando as áreas de Finanças e Contabilidade e Controle Gerencial, e de periódicos acadêmicos brasileiros de Administração, Economia e Contabilidade, com classificação igual ou superior a B2 pelo Qualis-CAPES, publicados entre 1994 e 2014. A opção por este congresso se deve à sua importância e classificação pela CAPES como internacional, bem como por ser o principal *locus* de discussão científica que congrega os principais programas de pós-graduação em Administração no Brasil. Além disso, foi constatado que o evento respondeu por mais de um quarto da publicação sobre F&A no período analisado (26,53%), desconsiderando os trabalhos que foram publicados em periódicos posteriormente.

A ideia inicial era analisar somente trabalhos que tivessem abordado o tema F&A em uma perspectiva eminentemente econômico-financeira. Mas, em um segundo momento, optou-se por expandir este escopo de análise, contemplando quatro subtemas: 1. criação de valor, sinergias, risco, rentabilidade e ganhos; 2. levantamentos, ensaios teóricos e modelos de previsão de sucesso de F&As Brasil; 3. reação do mercado, impactos econômicos e mercadológicos; 4. evolução e tendências das F&As. A amostra é não probabilística, ou seja, foi selecionada por acessibilidade / facilidade de obtenção aos artigos.

Após uma varredura inicial nos periódicos, identificou-se que 19 deles publicaram artigos sobre o tema em questão: Administração (11): RAUSP - Revista de Administração da USP; CPA ou REGE-USP - Caderno de Pesquisas em Administração ou Revista de Gestão da USP; RAE - Revista de Administração de Empresas; RAC – Revista de Administração Contemporânea; RAM - Revista de Administração da Mackenzie; Revista de Administração da UFSM; Revista de

Administração – FACES; Revista de Administração da UNIMEP; RCA - Revista de Ciências da Administração; Revista Organizações em Contexto; RPCA – Revista Pensamento Contemporâneo em Administração; Contabilidade (2): RCV&R – Revista Contabilidade Vista & Revista e Contabilidade Gestão e Governança; Economia (6): Revista Economia; RBE – Revista Brasileira de Economia; RE&S - Revista Economia e Sociedade; REC - Revista de Economia Contemporânea; REP - Revista de Economia Política e *Contextus* - Revista Contemporânea de Economia e Gestão.

Levando-se em consideração a abordagem qualitativa da análise empreendida neste artigo e as limitações de espaço, optou-se por fazer um recorte da produção científica sobre F&A, não contemplando publicações cujo foco/objetivo estivessem fora dos quatro subtemas supracitados. Trata-se de fatores mais ligados a aspectos culturais, pessoais e de poder nas empresas que empreenderam F&As.

Para selecionar os artigos que fizeram parte da amostra final, foram realizadas buscas, nos anais do EnANPAD e via internet nos *sites* dos periódicos citados na seção anterior, das seguintes palavras-chaves: fusão, aquisição, combinação, união, consolidação, *merger*, *acquisition*, *takeover* (todas pesquisadas no singular e no plural). Por meio desse procedimento, foram encontrados 54 artigos que continham alguma dessas expressões em seus títulos ou nas palavras-chaves, publicados no período analisado e cujo objetivo se enquadrava em um dos temas listados acima. Nesta etapa inicial, foi identificado que cinco trabalhos dos anais do EnANPAD foram publicados em versão quase idêntica em algum dos periódicos pesquisados. Optou-se pela versão publicada no periódico, por entender que esta seria a versão definitiva do trabalho, na qual foram incorporadas sugestões e críticas dos congressos nos quais foram apresentados. Ademais, a manutenção das duas versões viesaria a análise, fazendo parecer uma quantidade maior de publicações inéditas. Assim, a amostra final de artigos foi constituída de 49 trabalhos.

Os artigos foram então analisados, utilizando-se um instrumento de coleta de dados, instrução programada em formato de tabela, com os campos em comum a serem extraídos de cada trabalho pesquisado. Esse instrumento possibilitou identificar e sistematizar as informações de forma analítica. Buscou-se extrair de cada artigo os dados e informações essenciais, que possibilitassem uma melhor compreensão da atividade de F&A no Brasil, como: período de análise e amostra, metodologia, objetivos e resultados e conclusões.

A principal limitação para obtenção dos artigos se deu em função de que alguns *sites* pesquisados não dispunham da ferramenta de pesquisa, ou seja, não foi possível digitar as palavras-chaves para seleção / busca. Dessa forma, foi necessária a identificação de cada edição do periódico/revista e, então, selecionar cada título para verificar o respectivo texto. Também, alguns *sites* não disponibilizavam todos os anos para pesquisa dos artigos. Entretanto, entende-se que essas limitações não comprometeram a análise empreendida.

4 ANÁLISE DA PRODUÇÃO CIENTÍFICA SOBRE FUSÕES E AQUISIÇÕES

4.1 Estatísticas descritivas dos artigos analisados

A Tabela 1 apresenta a distribuição dos artigos analisados pelos quatro subtemas predefinidos, com destaque para aqueles que são relacionados à criação de valor, sinergias, risco, rentabilidade e ganhos proporcionados pelos processos de F&As (57,1%), seguidos de trabalhos que se detiveram a analisar a reação e os impactos econômicos e mercadológicos da atividade de F&A (22,4%).

Tabela 1
Distribuição dos artigos analisados por subtemas

| Sub-tema | Quantidade | % |
|---|------------|--------------|
| Criação de valor, sinergias, risco, rentabilidade e ganhos | 28 | 57,1% |
| Levantamentos, ensaios teóricos e modelos | 7 | 14,3% |
| Reação do mercado, impactos econômicos e mercadológicos | 11 | 22,4% |
| Evolução, tendências e motivos das F&As | 3 | 6,1% |
| Total | 49 | 100,0% |

Fonte – Elaborada pelos autores.

No que se refere à consistência das publicações sobre F&A no período analisado (Figura 1), na primeira década analisada (de 1994 até 2003) a produção científica sobre F&As apresentou-se de maneira incipiente, com apenas onze artigos distribuídos em sete anos. Entre os anos de 2004 a 2014, entretanto, observa-se um aumento do número de trabalhos publicados sobre o tema, com mais de três trabalhos por ano em média, com destaque para os anos de 2005, 2006, 2007 e 2014, nos quais foram publicados quase 45% dos artigos identificados. Conforme se observa na Figura 2, dois periódicos da USP se destacam nas publicações sobre o tema (CPA – REGE e RAUSP), com 30,6% das publicações. Além disso, o EnANPAD e os periódicos de Administração correspondem a 83,7% das

publicações, seguidos dos periódicos de Economia (12,2%) e de Contabilidade (4,1%).

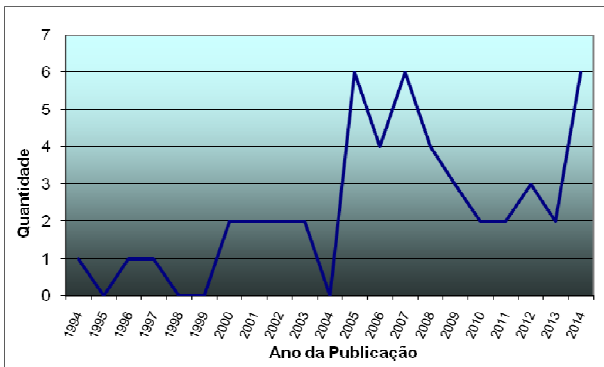


Figura 1 - Evolução do Número de Artigos sobre F&As Publicados, 1994-2014

Fonte – Elaborado pelos autores.

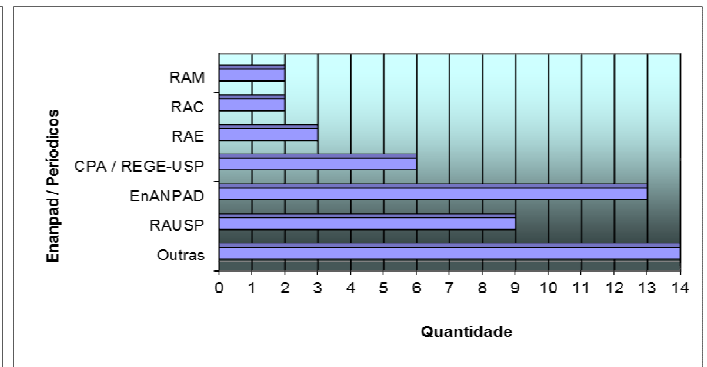


Figura 2 - Distribuição dos Artigos Publicados por Periódico / EnANPAD

Nota. No EnANPAD foram desconsiderados os artigos publicados posteriormente em revistas. Outras se referem aos periódicos com apenas uma publicação.

Fonte – Elaborado pelos autores.

Analisando a autoria e a diversificação de subtemas por parte dos autores (Tabela 2), o tema F&A foi pesquisado por 126 autores diferentes (autoria e coautoria); os três primeiros se destacam tanto pela quantidade (participação como autor ou coautor em algum trabalho), quanto pela publicação em subtemas.

Tabela 2

Autoria e distribuição por subtemas

| Autor(es) | Subtema | | | | |
|--|------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | Total |
| Camargos | 6 | 2 | 2 | 0 | 10 |
| Barbosa | 5 | 1 | 2 | 0 | 8 |
| Kayo | 2 | 1 | 1 | 0 | 4 |
| Kimura | 2 | 2 | 0 | 0 | 4 |
| Calegario | 3 | 0 | 0 | 0 | 3 |
| Klotzle | 2 | 1 | 0 | 0 | 3 |
| Zilber | 0 | 0 | 1 | 2 | 3 |
| Matias, Pasin, Patrocínio, Pessanha, Piekny, Pinto, Sáfyadi, Santos, lootty ^a | 15 | 1 | 2 | 0 | 18 |
| Demais Autores ^b | 72 | 10 | 19 | 9 | 110 |
| Total | 107 | 18 | 27 | 11 | 163 |

^a autores com duas publicações. ^b autores com uma publicação.

Fonte – Elaborada Pelos Autores.

4.1 A Criação de valor, sinergias, rentabilidades e ganhos em F&As brasileiras

A intensificação das operações e os estudos sobre F&As no Brasil são recentes.

Pode-se dizer que na década de 1990, principalmente após 1994, com a estabilidade da economia, é que os processos de F&As passaram a ter maior

destaque no rearranjo da concorrência e das forças de mercado. Antes disso, ocorriam em um número reduzido e em setores específicos.

A literatura sobre o resultado dos processos de F&As na perspectiva das sinergias geradas e da criação de valor é controversa e, aparentemente, se prolongará indefinidamente. As dificuldades de um consenso emergem dos seguintes fatores: 1. Qual deve ser o tamanho da amostra para se generalizar os resultados? 2. Qual o horizonte temporal necessário para se efetuar a análise? 3. Quais as métricas mais adequadas? 4. Como isolar os efeitos de um processo de F&A sobre o desempenho de uma empresa, tendo em vista concomitância das demais ações e estratégias adotadas? No contexto brasileiro ainda existe mais um quinto fator dificultador, que seria a ausência de fontes e bases de dados específicas e confiáveis. Ou seja, a complexidade inerente às F&As, associada à dificuldade de análise, tornam as pesquisas sobre o assunto generalistas e até contraditórias, além de atuarem como inibidoras da sua produção científica.

Além disso, há que se destacar que esses fatores constituem um sério entrave para que as pesquisas sobre o tema se consolidem e avancem, na medida em que dificultam o desenvolvimento de uma metodologia consistente de análise, que permita aferir os resultados, financeiros ou econômicos, de um processo de F&A. Certamente a consolidação do tema, tanto em termos empíricos, quanto em termos teóricos passa pelo desenvolvimento de abordagens de análise do tema que minimizem esses problemas.

Predomina na literatura econômico-financeira internacional, nas últimas décadas, questões envolvendo o impacto das F&As no preço das ações, ou seja, no valor de mercado das firmas envolvidas. Os resultados dos estudos de evento, metodologia dominante, sugerem que, em tais processos, os retornos anormais das firmas adquiridas são elevados e positivos, enquanto os retornos anormais das firmas adquirentes são próximos de zero (Mackinlay, 1997). Capron e Pistre (2002) complementam destacando que a distribuição assimétrica dos ganhos entre adquirentes e adquiridos permanece como um quebra-cabeça tanto na literatura de finanças, como de estratégia.

Tabela 3:

Evidências empíricas da criação de valor, sinergias, risco, rentabilidade e ganhos de empresas brasileiras em F&As

| Autor(es) / Ano | Congresso/ Periódico | Período / Amostra | Metodologia | Objetivo(s) | Síntese das Conclusões |
|--|----------------------------------|------------------------|--|---|--|
| Bertoluzzo, Garcia, Boehe e Sheng (2014) | RAE | 1994 a 2008 67 F&As | Regressão com dados em painel | Investigar o impacto de F&As realizadas por empresas brasileiras fora do país no desempenho financeiro. | As F&As <i>cross border</i> de companhias brasileiras fora do país melhoram o desempenho, que é positivamente impactado quando a distância cultural entre os países da adquirida e da adquirente é baixa ou média e quando o ambiente institucional no qual a empresa-alvo se encontra é desenvolvido. |
| Leitão e Galli (2014) | Revista Organizações em contexto | 2003 a 2007 | Modelo GARCH e teste de Wilcoxon | Investigar o comportamento da volatilidade dos retornos das ações de empresas brasileiras negociadas na BM&FBovespa que passaram por processos de F&As. | Tanto o anúncio da operação de F&A quanto a sua conclusão não produziram impacto na volatilidade das ações. |
| Martins, Vidal e Ragazzi (2014) | RCA | 2005 a 2011 | Estudo de Caso Múltiplo e Estudo de Evento | Identificar as consequências e relações do processo de fusão sobre inovação e criação de valor das empresas. | Concluíram que inovações em produtos e parcerias geraram maior valor diante dos outros tipos de inovações no curto prazo no período pós-fusão. |
| Pereira, Calegario, Carvalho e Santos (2014) | EnANPAD | 2005 a 2011 | Regressão Múltipla Moderada e Modelos Lineares Generalizados | Investigar os efeitos das operações de F&As sobre a produtividade da indústria brasileira. | F&As de empresa brasileira adquirindo estrangeiros estabelecidos no exterior e no Brasil contribuem para a produtividade da indústria e também entre empresas brasileiras, que se tornaram mais produtivas um ano após a transação. |

| | | | | | |
|--|--|---------------------------|-------------------------|--|---|
| Pessanha, Santos, Calegario, Sáfadi e Alcântara (2014) | Revista Contabilidade, Gestão e Governança | 1994 a 2009 36 F&As | Estudo de Evento | Verificar se houve criação de valor (maximização da riqueza dos acionistas) ou destruição de valor (redução da riqueza dos acionistas) de empresas adquirentes no curto prazo. | As F&As de bancos estudadas não proporcionaram retornos anormais positivos para os seus acionistas. Estes resultados estão coerentes com a maioria dos estudos realizados neste segmento em outros países. |
| Russo, Basso e Kimura (2014) | EnANPAD | 2000 a 2012 1.604 F&As | Estudo de Evento | Observar o retorno produzido para o acionista da empresa compradora, considerando o meio de pagamento em uma amostra de F&As. | F&As pagas em ações têm o potencial de destruir valor para o acionista da empresa compradora, em linha com a Hipótese da Sinalização e a Teoria do <i>Pecking Order</i> . Entretanto, transações celebradas em países que emergiram no cenário mundial de F&A a partir do final da década de 1990 são, em geral, neutras. |
| Motta, Oliveira, Cavazotte e Pinto (2013) | Revista FACES | 2005 a 2010 30 F&As | Comparação de Médias | Analisar se as operações de F&As brasileiras promoveram, efetivamente, maior eficiência para a empresa resultante e maiores benefícios para seus acionistas. | As F&As estudadas não resultaram nem em ganhos de valor para os seus acionistas, nem em sinergias operacionais, apesar de, aparentemente, os indicadores utilizados terem apresentado melhoras relativas na média. |
| Sarfati e Shwartzbaum (2013) | RPCA | 2010 a 2012 | Estudo de Caso Múltiplo | Entender por que as empresas do setor de educação tem adotada a estratégia de F&As, ao invés de se basearem no crescimento orgânico. | A estratégia de crescimento via F&A têm embasamento econômico. Existem evidências concretas de que existem fontes de ganhos sinérgicos, que, por sua vez, estão se traduzindo em melhores resultados econômicos. |

| | | | | | |
|---|---------|------------------------------|---|--|---|
| Pessanha, Calegario, Sáfadi, e Ázara (2012) | RAM | 1994 a 2009 36 F&As | Regressão e de análise de intervenção no <i>ROE</i> , <i>ROA</i> e <i>EVA</i> | Investigar os impactos das operações de F&As na rentabilidade das instituições bancárias adquirentes. | As regressões mostraram impactos altamente significativos, mas de pouca intensidade. Com a aplicação da metodologia de análise de intervenção, foi possível observar que as F&A foram capazes de mudar o comportamento da rentabilidade das empresas optantes por tais estratégias. |
| Nardi e Silva (2012) | EnANPAD | 2001 a 2011 143 F&As | Regressão com dados em painel | Determinar se a condição em que se encontra o mercado (mercado em alta ou em baixa) impacta a criação de valor em F&As | A criação de valor é maior em momentos de mercado em alta que em momentos de mercado em baixa. Os resultados com significância estatística são semelhantes aos obtidos no mercado norte-americano, mas divergem dos resultados obtidos anteriormente para o mercado brasileiro. |
| Franco e Camargos (2011) | EnANPAD | 1996 a 2007 19 F&As | Comparação de médias via <i>Wilcoxon Signed Rank Test</i> | Identificar se processos de F&A's ocorridos entre 1996 e 2007, de instituições financeiras bancárias brasileiras resultaram em sinergias operacionais, aumento da rentabilidade e criaram valor para os acionistas | As F&As analisadas resultaram na geração de valor ao acionista, aumentaram a rentabilidade e proporcionaram sinergias operacionais para as instituições financeiras bancárias brasileiras. |
| Camargos e Barbosa (2010) | RCV&R | 1996 a 2004 72 F&As | Comparação de médias via <i>Wilcoxon e Rank Test</i> | Avaliar se F&As de cias. brasileiras resultaram em sinergias operacionais e gerenciais e no aumento da rentabilidade. | F&As resultaram em sinergias operacionais e gerenciais, mas não se refletiram no aumento da rentabilidade das empresas estudadas, mas aparentemente dos acionistas. |
| Simões, Macedo-Soares, | EnANPAD | 67 F&As do Brasil, Argentina | Estudo de Evento | Identificar se os anúncios de F&As de | F&As estudadas criaram valor, pois foram encontrados |

| | | | | | |
|----------------------------------|-------------|-------------------------------------|--|--|--|
| Klotzle e Pinto (2010) | | e Chile | | companhias dos três países resultaram em sinergias retornos anormais positivos (criaram valor). | retornos anormais no dia e no dia seguinte ao anúncio da F&A, na Argentina e no Chile e no dia no Brasil. O mercado brasileiro apresenta a forma de eficiência semiforte, enquanto o mercado chileno e argentino não. |
| Camargos e Barbosa (2008) (2009) | EnANPAD RAE | 1996 a 2004 72 F&As | Comparação de médias via <i>Wilcoxon e Rank Test</i> | Avaliar se F&As de cias. brasileiras resultaram em sinergias operacionais e criaram valor para os acionistas. | F&As estudadas resultaram em sinergias operacionais e na maximização do valor de mercado das empresas pesquisadas, e, aparentemente, da riqueza dos acionistas. |
| Kayo, Patrocínio e Martin (2009) | RAUSP | 1996 a 2007 164 F&As | Regressão múltipla | Analisar a influência intangibilidade e do papel moderador do endividament o na criação de valor para companhias adquirentes. | Intangibilidade moderada por endividamento exerce efeito significativo sobre a criação de valor, reforçando a importância da folga financeira para a criação de valor nas aquisições promovidas por empresas intangível-intensivas. |
| Rochman e Arbeleche (2009) | EnANPAD | 1994 a 2005 429 F&As | Regressão simples com CAPM e WLS | Analisar o desempenho de longo prazo (36 meses após o evento) de F&As na Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela. | Encontraram retornos anormais de longo prazo negativos e significativos para México e Argentina, enquanto para Chile observaram retornos anormais de longo prazo positivos e significativos. Os demais países da região não apresentam retornos anormais de longo prazo significativamente diferentes de zero. |
| Costa Jr. e Martins (2008) | EnANPAD | 2002 a 2006 104 anúncios de F&As | Estudo de Evento | Investigar se F&As de firmas brasileiras entre 2002 e 2006 resultou em retornos anormais e melhorou o desempenho operacional. | O anúncio das F&As criou expectativas de maximização de valor para os acionistas. Contudo, para os acionistas das firmas "target", tais anúncios foram precificados de modo diferenciado entre ações ordinárias e preferenciais |

| | | | | | |
|---|-------------------|-------------------------|--------------------------------------|--|--|
| | | | | | (hipótese da miopia). As expectativas de sinergias não foram corroboradas pelas variáveis contábeis. |
| Camargos e Barbosa (2005) (2007) | EnANPAD RAUSP | 1994 a 2001 32 F&As | Estudo de Evento | Testar empiricamente e a hipótese da criação de valor para os acionistas e a hipótese da eficiência de mercado em sua forma semiforte. | F&As não resultaram na criação de valor, mas o mercado comportou-se de maneira eficiente, no que se refere à forma semiforte. O mercado reage de maneira negativa na precificação das ações de empresas adquirentes e adquiridas e de maneira positiva para as ações de empresas fusionadas. |
| Araújo et al. (2007) | Revista Contextus | 2000 a 2004 | Regressão com dados em painel | Analisar o impacto no retorno (ROA e ROE) das F&As realizadas por bancos brasileiros | Constataram que os processos de fusão e aquisição não impactaram nos retornos dos bancos adquirentes, tanto em relação aos ativos quanto ao patrimônio líquido (ROA e ROE, respectivamente). |
| Patrocínio, Kayo e Kimura (2005) (2007) | EnANPAD RAUSP | 1994 a 2004 140 F&As | Estudo de Evento | Analisar a relação entre a intangibilidade e a criação de valor nos eventos de aquisição de empresas brasileiras. | Empresas intangível-intensivas apresentaram potencial de retorno maior que empresas tangível-intensivas, sinalizando que as F&As constituem importantes mecanismos de incorporação de ativos intangíveis para as empresas adquirentes. |
| Gomes, Aidar e Videira (2006) | Economia | 1998 a 2004 2 F&As | Comparação de médias - Inderst e Wey | Analisar F&As na siderurgia brasileira e verificar se resultaram em elevação dos lucros do setor | Os resultados mostram que os lucros aumentam para a indústria como um todo. Entretanto, a empresa que mais se empenha no processo tende a obter resultados ainda melhores. |
| Camargos e Barbosa (2004) (2005a) | EnANPAD CPA-USP | 1995 a 1999 21 F&As | Comparação de médias | Analisar o desempenho econ.-fin. e a obtenção de sinergias em F&As ocorridas | Identificou-se uma piora na situação financeira das empresas analisadas após a combinação, uma melhora na situação econômica e |

| | | | | | |
|--|-----------------|------------------------------|--|---|---|
| | | | | entre 1995 e 1999. | que tais processos geraram sinergias operacionais e gerenciais. |
| Brito, Batistella e Famá (2004) (2005) | EnANPAD e RAUSP | 1997 a 2003 17 aquisições | Estudo de Evento | Analisar se aquisições de bancos ocorridas pós 1997 resultaram na criação de riqueza dos acionistas de companhias adquirentes | Os retornos anormais positivos não foram superiores aos retornos anormais negativos, indicando que não houve aumento na riqueza dos acionistas das empresas adquirentes. |
| Camargos e Barbosa (2005b) | REGE-USP | 1994 a 2002 30 F&As | Estudo de Evento | Avaliar a reação do mercado e a rentabilidade de ações de cias. adquirentes de capital aberto brasileiras. | As F&As não causaram impactos significativos estatisticamente no preço das ações, apesar da tendência de queda da média dos retornos anormais após sua divulgação. F&As não resultaram em ganhos reais, ou seja, não maximizaram a riqueza dos acionistas. |
| Pinto Jr. e Iottoy (2005) | REP | 1990 a 1999 248 F&As | Comparação de médias via <i>Wilcoxon e Rank Test</i> | Avaliar o impacto das F&As sobre o desempenho das empresas do setor de energia no mundo. | F&As proporcionaram melhorias no desempenho em termos de vendas, lucro líquido, ativos, dividendos e, em menor grau, lucro líquido/vendas. A exceção ficou por conta do comportamento da variável eficiência (lucro líquido/número de empregados). |
| Pasin Matias, Minadeo, e Santos (2002) | EnANPAD | 1996 a 1999 15 F&As | Indicadores da Análise Financeira Tradicional | Analisar os indicadores financeiros de empresas do setor de alimentos envolvidas em F&As | Os ganhos decorrentes de sinergias e melhor gestão administrativa em processos de F&As contribuíram para a redução de despesas das empresas e a maior necessidade de capital de giro contribuiu para a maior necessidade de capital de terceiros ou próprios. |
| Matias e Pasin (2001) | RAUSP | 1995 a 1997 22 F&As | Indicadores da AFT | Identificar se ocorreram sinergias seus impactos na | Comprovação da existência de sinergias e aumento da rentabilidade. Os resultados obtidos |

| | | | | | |
|------------------------------|-----|--|--|---|--|
| | | | | rentabilidade das empresas que implantaram F&As | mostraram que os casos de insucesso são maiores que os de sucesso, variam muito e não podem ser generalizados. |
| Rocha, Iooty e Ferraz (2001) | REC | 1990 a 1997 120 empresas adquiridas | Comparação de médias de indicadores da AFT | Analisar os efeitos das F&As sobre o desempenho das empresas industriais adquiridas no Brasil entre 1990 e 1997 | Não há diferenças no desempenho econômico-financeiro após a aquisição. A substituição da gerência não leva a resultados mais eficientes em termos de lucratividade e participação no mercado. Aparentemente, dois anos após as aquisições não se pode identificar um maior vigor por parte das empresas. |

Fonte – elaborado pelos autores.

Apesar do tema criação de valor, sinergias, risco, rentabilidade e ganhos em empresas combinadas ser o de maior ocorrência na amostra analisada (57,1%), deve ser destacado que, quando comparado com o volume de trabalhos na literatura internacional, a literatura nacional sobre o tema ainda é bastante incipiente e carente de novas pesquisas; a explicação para isso seriam os fatores destacados acima.

Conforme se observa na Tabela 3, em termos metodológicos nas pesquisas da criação de valor, risco, sinergias, rentabilidade e ganhos se utilizam tanto estudos de eventos, como ocorre na literatura internacional, quanto de comparação das médias de indicadores em períodos anteriores e posteriores à F&A, destacando-se que um número variado de indicadores da Análise Financeira Tradicional (AFT) é utilizado, principalmente os de rentabilidade (*ROA* e *ROE*). Refletindo o avanço metodológico das pesquisas, a partir de 2010 observa-se que as pesquisas com uso de regressões com dados em painel têm ganhado espaço. Além disso, o período coberto pelos estudos vai de 1990 a 2012, com maior intensidade para os anos de 1996 a 2007, analisados por mais de onze trabalhos. O primeiro período coincide com o aumento da quantidade das F&As, proporcionadas pela estabilização da economia e as privatizações, enquanto que o segundo foi influenciado pela mudança no regime cambial no Brasil e pelas condições mais favoráveis da economia internacional.

Sintetizando as evidências empíricas dos trabalhos analisados para empresas brasileiras, pode-se dizer que as F&As proporcionaram: 1. sinergias operacionais e gerenciais (cinco e três trabalhos, respectivamente); 2. aumento da rentabilidade da empresa e dos acionistas (seis e um trabalho, respectivamente); 3. criação de valor para os acionistas (apesar da controvérsia, com sete evidências favoráveis e quatro desfavoráveis); 4. piora da situação financeira (dois trabalhos); 5. resultados contraditórios sobre melhor desempenho econômico (três evidências favoráveis e duas desfavoráveis); 5. contribuição para melhorar a produtividade (um trabalho); 6. não resultaram no aumento da rentabilidade de instituições financeiras (dois trabalhos); 7. a forma de pagamento influencia na criação de valor para o acionista (um trabalho); e, 8. não impactam na volatilidade das ações (um trabalho). Além disso, o mercado reage de maneira negativa na precificação das ações de empresas adquirentes e adquiridas e de maneira positiva para as ações de empresas fusionadas; os acionistas das firmas adquiridas tiveram suas ações precificadas de modo diferenciado entre ações ordinárias e preferenciais (hipótese da miopia); e empresas intangível-intensivas apresentaram potencial de retorno maior que empresas tangível-intensiva.

4.2 Levantamentos, ensaios teóricos e modelo de previsão de sucesso de F&As Brasil

Os levantamentos e ensaios teóricos em determinada área desempenham papel importante na sistematização do conhecimento, ao explicitarem correntes teóricas, reunirem perspectivas de diferentes autores, além de descreverem metodologias e evidências empíricas. Isso pode ser observado nos artigos sobre F&As pesquisados. Sintetizando as diferentes perspectivas dos trabalhos apresentados na Tabela 4, pode-se dizer que: 1. as F&As atuam como formadoras de empresas híbridas, principalmente nas do tipo *cross border* (Toledo & Campos, 2012); 2. tanto a busca de poder, quanto a busca por eficiência atuam como objetivos motivadores das F&As (Barbosa, Zilber & Lex 2011); 3. as mudanças na economia brasileira atuaram como catalizadoras dos processos de F&As, apesar do grande número apenas acompanhar a dinâmica mundial (Marion Filho & Vieira, 2008); 4. os motivos para as F&As são mais consistentes com a hipótese da maximização da riqueza dos acionistas do que com a da utilidade gerencial

(Kloeckner, 1994); 5. a teoria da firma apresenta explicação lógica para o surgimento, evolução e aumento do tamanho da firma e também da atividade de F&A (Camargos & Coutinho, 2008); 6. a criação de valor (para adquirentes e adquiridas) em F&As é mais suscetível de ocorrer em empresas intangíveis e explícitas intensivas (Kayo, Seth & Kimura, 2007); 7. determinadas práticas contábeis nos Estados Unidos e no Brasil foram utilizadas para manipular indicadores financeiros e resultados em F&As (Godoy & Santos, 2006); 8. as F&As desempenham importante papel no ingresso de empresas estrangeiras na economia brasileira em diversos setores (Suen & Kimura, 1997); 9. podem existir ou não sinergias em operações de F&As; a informação nova liberada ao mercado gera retornos positivos; firmas maiores recebem a maior parte dos ganhos (Camargos & Barbosa, 2003).

Outro estudo analisado nesta pesquisa foi a proposição de um modelo econométrico para estimar a probabilidade de sucesso de F&As do setor de mineração e metais básicos, cujo poder de previsão mostrou-se elevado, com variáveis ainda não utilizadas em estudos anteriores (Pereira, Albano, Vieira, & Brega, 2006). Trata-se de um trabalho interessante, que aborda um tema relevante e pouco explorado na literatura nacional.

Tabela 4:

Levantamentos, ensaios teóricos e modelo de previsão de sucesso de F&As Brasil

| Autor(es) / Ano | Congresso / Periódico | Período / Amostra | Metodologia | Objetivo(s) | Síntese das Conclusões |
|------------------------------|------------------------------------|-------------------|----------------------------|---|---|
| Toledo e Campos (2012) | Revista de Administração da UNIMEP | 2010 | Análise de <i>Clusters</i> | Investigar o processo de formação de empresas híbridas nacionais provocado por F&As no ano de 2010 | Constataram que a formação de híbridos se dá de forma heterogênea dentro das indústrias, considerando que a similaridade entre elas se dá primeiramente pelo capital doméstico e estrangeiro envolvido em transações de empresas nacionais. |
| Barbosa, Zilber e Lex (2011) | EnANPAD | ----- | Levantamento teórico | Discutir o contexto das operações de F&As no setor bancário brasileiro à luz do paradigma estrutura-conduta-desempenho - ECD e da | Constataram que os dois objetivos motivadores das F&As (busca de poder e de eficiência) coexistem encontrando respaldo nas teorias financeiras e de estratégia. |

| | | | | Visão Baseada em Recursos. | |
|--|----------------------------------|-------------------------|--|--|---|
| Marion Filho e Vieira (2008) | Revista de Administração da UFSM | ----- | Mapeamento da Atividade de F&A | Avaliar a evolução de F&As de empresas no Brasil no período de 1990 a 2006 e mudanças no ambiente econômico nacional | As mudanças na economia brasileira atuaram como catalizadoras dos processos de F&As no período estudado, com destaque para as indústrias de alimentos, bebidas e fumo. As F&As analisadas foram pouco representativas internacionalmente, apenas acompanharam a dinâmica mundial. F&As transfronteiriças ocorreram em número superior ao de transações domésticas, o que contribuiu para a maior internacionalização da economia. |
| Camargos e Coutinho (2008) | RAC | ----- | Levantamento teórico | Analisar os fundamentos e os motivos sobre para as F&As, fazendo uma interface entre eles e a teoria da firma. | A teoria da firma apresenta uma explicação lógica para o surgimento, evolução e aumento do tamanho da firma e também da atividade de F&As, uma vez que, trata-se de uma forma rápida de uma firma crescer, independentemente da motivação |
| Kayo, Seth e Kimura (2007) | EnANPAD | 1995 a 1997 | Levantamento teórico | Propor abordagem integrando a teoria de finanças e de estratégia, visando compreender os motivos para as F&As e como estes explicam a criação de valor | A valorização dos recursos intrínsecos e, conseqüentemente, o retorno, depende de duas dimensões: intangibilidade e ser explícita. Quanto mais intangível e explícita intensiva for a empresa (adquirente ou adquirida), maior será a criação de valor proporcionada por F&As, que dependerá também do preço das ações. |
| Pereira, Albano, Vieira e Brega (2006) | EnANPAD | 1996 a 2006 125 F&As | Regressão Logística com Indicadores da AFT | Analisar as F&As na mineração e metais | O modelo atingiu um índice R^2 de Nagelkerke de 0,826, percentual máximo de |

| | | | | | |
|---------------------------|---------|---|---|---|--|
| | | | | básicos e propor um modelo estatístico para estimar sua probabilidade de sucesso. | acerto na classificação de 97,4% e utiliza variáveis ainda não utilizadas em estudos anteriores, contribuindo para o melhor entendimento do mercado de F&A e da indústria da mineração e metais. |
| Godoy e Santos (2006) | RAUSP | 1936 e 2006 | Levantamento da legislação sobre F&As | Investigar a evolução do arcabouço teórico, normativo e prático da contabilidade para F&As dos Estados Unidos | Determinadas práticas contábeis, tanto nos Estados Unidos como no Brasil, ao longo do tempo visaram manipular indicadores financeiros e resultados. As recentes alterações realizadas pelo órgão normatizador acabaram sendo impulsionadas, dentre outras razões, com o intuito primordial de restringir essas manipulações em F&As. |
| Klotzle (2003) | CPA-USP | 1991 a 2003 17 alianças estratégicas | Levantamento teórico em pesquisas empíricas | Analisar o impacto da formação de alianças estratégicas no valor de mercado e no desempenho econômico-financeiro das empresas envolvidas. | Constatou um impacto positivo ou neutro sobre o desempenho ou valor de mercado das empresas envolvidas, salientando que ainda que existem poucos estudos sobre o assunto no Brasil, área que deveria ser mais pesquisada pela comunidade científica brasileira |
| Camargos e Barbosa (2003) | CPA-USP | 1973 a 2002 | Levantamento teórico em pesquisas empíricas | Proporcionar um melhor entendimento sobre as F&As e a maneira pela qual pode ser abordado empiricamente | F&As ocorrem visando tanto a maximização da riqueza dos acionistas quanto a utilidade gerencial; podem existir ou não sinergismo nessas operações; a informação nova liberada ao mercado gera retornos positivos; firmas de maior porte recebem a maior parte dos ganhos. |
| Suen e Kimura (1997) | CPA-USP | ----- | Ensaio teórico | Discutir as F&As como estratégia de entrada em novos | As F&As desempenharam um importante papel no aumento do ingresso de empresas |

| | | | | | |
|------------------|-------|-------------|---|--|--|
| | | | | mercados, e seu uso para ingresso no mercado brasileiro. | estrangeiras na economia brasileira, em diversos setores na década de 1990. |
| Kloeckner (1994) | RAUSP | 1970 a 1990 | Levantamento teórico em pesquisas empíricas | Analisar as principais razões que levam às F&As nos Estados Unidos e na Inglaterra | Grande parte dos resultados empíricos deu suporte à maximização da riqueza dos acionistas como motivação para as F&As. A hipótese da maximização da utilidade gerencial, entretanto, não obteve sustentação nos mercados analisados. |

Fonte – elaborado pelos autores.

4.3 Reação do mercado e impactos econômicos e mercadológicos das F&As no Brasil

Os processos de F&As podem ser analisados também em uma perspectiva econômica, voltada para a identificação dos seus impactos: 1. no mercado (concorrência, qualidade de produtos, *market share*, etc.); 2. nas expectativas dos investidores e, conseqüentemente, na cotação das ações das empresas envolvidas; e, 3. conseqüências da assimetria informacional sobre a transparência e a confiança no mercado, quando algum investidor se utiliza de posição ou acesso a informação privilegiada para auferir ganhos no mercado de capitais.

Conforme se observa na Tabela 5, as evidências empíricas dessa perspectiva em F&As de empresas brasileiras mostram que informações privilegiadas sobre F&As são utilizadas para ganhos no mercado (Camargos, Romero & Barbosa, 2008); os consumidores saem perdendo quando há união entre empresas líderes de segmentos oligopolistas (Graça, 2007); resultado controverso para a Hipótese da Eficiência de Mercado (HEM), pois, para duas pesquisas, o mercado de capitais brasileiro apresenta esse tipo de eficiência, enquanto que para outras duas, não apresenta; as F&As são eficazes para a ampliação da plataforma de produtos nas empresas de autopeças (Zilber & Piekny, 2005); as F&As ocorrem visando à ampliação do *portfolio* de produtos e, nas decisões de adoção de F&A, um aspecto importante a ser considerado é a cultura da empresa adquirida (Zilber, Fischmann & Piekny, 2002).

Tabela 5

Evidências empíricas da reação do mercado e impactos econômicos e mercadológicos das F&As no Brasil

| Autor(es) / Ano | Congresso / Periódico | Período / Amostra | Metodologia | Objetivo(s) | Síntese das Conclusões |
|-------------------------------------|-----------------------|--|---|--|---|
| Camargos, Romero e Barbosa (2008) | REGE-USP | 2004 a 2007 8 F&As | Estudo de Evento | Identificar empiricamente se ocorreu o uso de informação privilegiada (<i>insider trading</i>) em anúncios de F&As de cias. brasileiras em anos recentes | Foi encontrada evidência empírica da prática de <i>insider trading</i> no retorno acionário anormal e na quantidade de negociações, além de se observarem indícios dessa prática nas demais variáveis analisadas. |
| Graça (2007) | RBE | ----- | Proposição de modelo de avaliação F&A verticais | Analisar o efeito perverso potencial para o consumidor nas F&As de produtores de bens complementares (verticais) | Em uma indústria oligopolística, a mudança no nível de bem-estar do consumidor, após a integração das firmas líderes, depende da distribuição de valor que os consumidores atribuem as seus produtos, ocorrendo assim, prejuízos para estes últimos. |
| Oliveira Neto, Kayo e Barros (2007) | EnANPAD | 1996 a 2006 147 anúncios F&As | Estudo de Evento | Avaliar o impacto dos anúncios de formação de alianças estratégicas sobre os preços das ações das empresas. | Os gestores revelam ao mercado informações importantes para avaliação da empresa por meio de anúncios sobre seus futuros planos de formação de alianças estratégicas; o mercado brasileiro de capitais reage de maneira rápida e consistente com a hipótese de eficiência de mercado, na forma semiforte. |
| Camargos e Barbosa (2006) | RAUSP | 1994 a 2002 55 F&As | Estudo de Evento | Investigar se mercado brasileiro apresenta a forma de eficiência semi-forte via F&As | Apesar dos avanços, informacionalmente o mercado de capitais brasileiro não se comportou de maneira eficiente no período analisado no que se refere à forma semiforte. |
| Zilber e Piekny (2005) | RAC | 2001 3 F&As | Estudos de Casos Múltiplos | Avaliar a eficácia das F&As para ampliação da plataforma de produtos nas | Constataram que a estratégia de fusões e aquisições foi eficaz para a ampliação da plataforma de |

| | | | | | |
|--|---------|------------------------|---|---|--|
| | | | | cias. de autopeças. | produtos nas empresas de autopeças para duas das três empresas analisadas. |
| Zilber, Fischmann e Piekny (2002) | RAM | 2001 12 F&As | Entrevista em profundidade (qualitativa) | Identificar os resultados da utilização de F&As pela indústria de autopeças, visando o crescimento da empresa | A ampliação do <i>portfolio</i> de produtos foi a maior preocupação das autopeças; há um grande equilíbrio na corrida para conquistar <i>market share</i> ou lucratividade. Nas decisões de adoção de F&A, um dos aspectos considerados foi a cultura da empresa adquirida. |
| Bueno, Braga e Almeida (2000) | EnANPAD | 1995 a 1998 16 F&As | Método do Índice de Comparação ("IC") | Investigar a utilização de informações privadas antes de anúncios de F&As para obter ganhos anormais. | Foi detectada uma ineficiência do mercado em precificar as ações no teste realizado com os retornos das ações- objeto em um pregão antes do anúncio ou divulgação. |

Fonte– Elaborado pelos autores.

4.4 Evolução e tendências da atividade de F&As no Brasil

A economia brasileira vem acompanhando a evolução da atividade de F&A na arena internacional, influenciada por transformações e mudanças catalisadoras. No rol dessas alterações destacam-se: 1. abertura ao capital estrangeiro no início da década de 90 e modificações no conceito de empresa nacional, que permitiram o aumento desse capital no parque industrial brasileiro; 2. estabilidade econômica e liberação cambial; 3. implantação de políticas neoliberais, como o Plano Nacional de Desestatização – PND -, que, junto com a desregulação de alguns setores da economia, flexibilizou monopólios públicos e possibilitou o aumento da participação da iniciativa privada em setores em que até então a produção ou a prestação de serviços era predominantemente feita pelo Estado; 4. reorientação estratégica das suas empresas, diante da nova realidade da economia; 5. aprimoramento no aparato regulatório e avanços nos mecanismos e no sistema de governança corporativa do País.

Segundo dados da KPMG (2014), entre 1994 e 2014 ocorreram 4.501 F&As; 45,8% foram do tipo domésticas (envolveram apenas empresas brasileiras) e 5.320 (54,2%) foram do tipo *cross-border* ou transfronteiriças, com destaque para os anos de 2011, 2012 e 2014, nos quais o volume de transações foi de 817, 816 e 818, respectivamente, além de apresentarem um volume de operações domésticas que superou o de *cross-border* em 2011 e 2014.

No que se refere aos trabalhos analisados, apresentados na Tabela 6, em termos de tendência, pode-se dizer que o mercado brasileiro acompanhou as tendências do mercado internacional, catalisado, por um lado, por investimento direto estrangeiro, mas por outro, restringido pela falta de recursos de longo prazo (Triches, 1996); o entendimento de fatores culturais, tanto do país, quanto das empresas, é fundamental para o sucesso das F&As (Tanure & Cançado, 2005); O volume de F&As aumentou significativamente nos anos de 1998/99, sendo igual ao de 1991/97, além de estar mais diversificado setorialmente, devido ao PND e ao câmbio favorável (Miranda & Martins, 2000).

Tabela 6

Evolução e tendências da atividade de F&As no Brasil

| Autor(es) / Ano | Congresso / Periódico | Período/ Amostra | Metodologia | Objetivo(s) | Síntese das Conclusões |
|--------------------------|-----------------------|-------------------------|--|---|--|
| Tanure e Cançado (2005) | RAE | 1995 a 2001 106 F&As | Levantamento quantitativo e qualitativo via questionário | Estabelecer a relação entre os processos de F&A e a cultura brasileira, ressaltando seus impactos na gestão da integração | Os resultados indicam que um dos desafios das F&As no país é o desenvolvimento adequado das etapas do processo, respeitando as características culturais locais, além da existência de um modelo híbrido de gestão, que combina a cultura das empresas brasileiras / estrangeiras. |
| Miranda e Martins (2000) | RE&S | 1991 a 1999 | Levantamento em banco de dados | Analisar a distribuição setorial das F&As e obter <i>proxy</i> dos valores reais das transações. | O volume de F&As aumentou significativamente nos anos de 1998/99, sendo igual ao de 1991/97 com as privatizações, além de estar mais diversificado setorialmente, devido ao câmbio favorável. |
| Triches (1996) | RAUSP | Anos 90 | Levantamento em banco de dados | Apontar as principais tendências do | F&As na economia internacional ocorreram em indústrias com |

| | | | | | |
|--|--|--|--|---|---|
| | | | | mercado de F&As, <i>joint ventures</i> e outras parcerias | rápidas mudanças tecnológicas, desregulamentação e acirrada concorrência; com a negociação se dando de maneira amigável. O mercado brasileiro acompanhou essas tendências, catalisado, por um lado, por investimento direto estrangeiro, mas por outro, restringido pela falta de recursos de LP. |
|--|--|--|--|---|---|

Fonte – Elaborado pelos autores.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste artigo, fez-se um levantamento da produção científica sobre F&As na literatura nacional publicada no EnANPAD e em periódicos classificados no Qualis-CAPES, entre os anos de 1994 e 2014, reunindo um conjunto de evidências empíricas sobre a atividade em questão, visando proporcionar um melhor entendimento sobre o tema e contribuir para a sistematização do seu arcabouço teórico.

Baseado na teoria de finanças e de estratégia, a decisão de se engajar em um processo de F&A se insere no rol das decisões de investimento, sob uma perspectiva de expandir, diversificar ou aproveitar oportunidades de negócio. Trata-se de uma decisão complexa e trabalhosa, que demanda um planejamento minucioso e uma execução bem controlada, cujos objetivos geralmente estão relacionados à obtenção de ativos e recursos que aumentem a participação e o valor de mercado, resultando, assim, na potencial criação de valor para as empresas e seus acionistas. Dessa forma, um processo de F&A afeta a distribuição da riqueza gerada pelas empresas e a estrutura de propriedade, resultando em novos arranjos organizacionais (governança corporativa) e de mercado (economia); envolve os incentivos para que os participantes se empenhem em atingir os objetivos traçados (agência); diz respeito também à forma de se conduzir o negócio (estratégia organizacional) e, na maioria das vezes, ocorrem visando maximizar o interesse dos seus proprietários ou acionistas (criação de riqueza), por meio da maximização do valor da empresa no mercado (Jensen, 2001).

A atividade de F&A ocorre em ondas, que aumentam e diminuem sua intensidade e seus impactos sobre a economia e o mercado de capitais, sem, entretanto, reduzir as transformações que causam nas empresas. Conforme se constatou neste levantamento, as evidências empíricas na literatura nacional são controversas, apresentam tamanhos de amostras, metodologias e modelos, bem como períodos de análise bem distintos. Isso associado à complexidade e à dificuldade de análise daí decorrente, tornam árduas as pesquisas sobre o tema. Esses fatores conjugados com a inexistência de bases de dados específicas e confiáveis sobre o tema explicam a baixa produção científica sobre o tema no Brasil. Nesse contexto, a consolidação do tema, tanto em termos empíricos, quanto em termos teóricos passa pelo desenvolvimento de abordagens de análise do tema que minimizem esses problemas, por meio da elaboração de metodologias adequadas e consistentes.

Os resultados dos trabalhos analisados, apesar das contradições, considerando o contexto brasileiro, caminham na direção de que as F&As proporcionam sinergias operacionais e gerenciais; podem ou não resultar no aumento da rentabilidade das empresas; criam valor para os acionistas; não impactam na volatilidade das ações no mercado; o mercado reage de maneira negativa na precificação das ações de empresas adquirentes e adquiridas e de maneira positiva para as ações de empresas fusionadas; informações privilegiadas sobre F&As são utilizadas para ganhos no mercado; os consumidores saem perdendo quando da união entre empresas líderes de segmentos oligopolistas; há uma controvérsia quando se trata da reação do mercado quando do anúncio de F&As, pois foram identificados resultados de que o mercado de capitais brasileiro apresenta a forma semiforte de eficiência, contratados por outros que afirmam que não apresenta.

Em uma perspectiva teórica, os motivos para as F&As são justificados tanto pela busca do poder de mercado, quanto pela eficiência, além de serem mais consistentes com a hipótese da maximização da riqueza dos acionistas do que com a da maximização da utilidade gerencial; a teoria da firma apresenta uma explicação lógica para o surgimento, evolução e crescimento da firma e também da atividade de F&As; a criação de valor (tanto para adquirentes, quanto adquiridas) em processos de F&As é mais suscetível de ocorrer em empresas intangíveis e explícitas

intensivas e as F&As desempenham importante papel no ingresso de empresas estrangeiras na economia brasileira.

Por um lado, pode-se dizer a economia brasileira vem acompanhando a evolução da atividade de F&A na arena internacional, apesar de desempenhar um papel apenas marginal, influenciada por transformações e mudanças estruturais nas duas últimas décadas, que atuaram como catalisadoras; mas, por outro, existem ainda fatores inibidores, como a ausência de recursos de longo prazo e aspectos culturais, tanto do país quanto das empresas, decisivos para o sucesso das F&As que dificultam o aumento do número de processos.

A produção sobre F&As na literatura nacional tem evoluído, tornando-se cada vez mais consistente, mas é ainda bem acanhada quando comparada com a produção sobre o tema de países desenvolvidos. Uma explicação para isso é a distância dos valores relativos, comparado com o Produto Interno Bruto (PIB). Enquanto nos Estados Unidos, por exemplo, a “indústria” de F&As movimentava quase 30% do PIB por ano, no Brasil esse percentual é de apenas 6%. Pondera-se, por fim, que diante da complexidade e da grande quantidade de abordagens do tema, as discussões ora apresentadas não o esgotam. Espera-se que este trabalho sirva como peça de interação com outras análises e pesquisas envolvendo a atividade de F&A no Brasil.

REFERÊNCIAS

- Ansoff, H. I. (1977). *Estratégia empresarial*. São Paulo: Atlas.
- Araújo, C. A. G., Goldner, F., Grandão, M. M., & Oliveira, F. R. (2007). Estratégia de fusão e aquisição no Brasil: evidências empíricas sobre retornos. *Contextus - Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 5(2), 7–20.
- Barbosa, C. A. P., Zilber, M. A., & Lex, S. (2011, setembro). Fusões e aquisições no setor bancário brasileiro: os bancos buscam poder de mercado ou eficiência? *Anais do 35º Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Berle Jr., A. A., & Means, G. C. (1988). *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan.
- Besanko, D., Dranove, D., Schaefer, S., & Shanley, M. (2004). *Economics of strategy* (3rd ed.). U.S.A.: John Wiley & Sons.

- Bortoluzzo, A. B., Garcia, M. P. S., Boehe, D. M., & Sheng, H. H. (2014). Desempenho de fusões e aquisições cross border: análise empírica do caso brasileiro. *Revista de Administração de Empresas - RAE*, 6(6), 659-671.
- Boucinhas, J. F. C. (1977). A absorção como estratégia de crescimento da empresa. *Revista de Administração - RAUSP*, 12(2), 21-46.
- Brealey, A. R., & Myers, S. C. (2006). *Finanças corporativas: investimento de capital e avaliação*. Porto Alegre: Bookman.
- Brito, G. A. S., Batistella, F. D., & Famá, R. (2005). Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. *Revista de Administração - RAUSP*, 40(4), 3-360.
- Bueno, A. F., Braga, R. F. R., & Almeida, R. J. (2000, setembro). Pesquisa sobre a eficiência informacional no mercado brasileiro nos casos de fusões e aquisições. *Anais do 24º Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Florianópolis, SC, Brasil.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2005a). Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. *Caderno de Pesquisas em Administração - CPA-USP*, 12(2), 99-115.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2005b). Análise empírica da hipótese de maximização da riqueza dos acionistas nos processos de fusão e aquisição ocorridos no mercado capitais brasileiro pós-Plano Real. *Revista de Gestão - REGE-USP*, 12(4), 33-53.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2007). Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994 e 2001. *Revista de Administração - RAUSP*, 42(4), 468-481.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2006). Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-plano real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. *Revista de Administração - RAUSP*, 41(1), 43-58.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2003). Fusões, aquisições e *takeovers*: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. *Caderno de Pesquisas em Administração - CPA-USP*, 10(2), 17-38.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2009). Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Criação de Valor e Sinergias Operacionais. *Revista de Administração de Empresas - RAE*, 49(2), 206-220.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2010). Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: sinergias operacionais, gerenciais e rentabilidade. *Revista Contabilidade Vista e Revista*, 21(1), 69-99.
- Camargos, M. A., & Coutinho, E. S. (2008). A teoria da firma e a fundamentação teórica para fusões e aquisições: uma análise de suas interfaces. *Revista de Administração Contemporânea Eletrônica - RAC*, 2(2), 273-295.

- Camargos, M. A., Romero, J. A. R., & Barbosa, F. V. (2008). Análise empírica da prática de *insider trading* em processos de fusões e aquisições recentes na economia brasileira. *Revista de Gestão - REGE-USP*, 15(4), 55-70.
- Capron, L., & Pistre, N. (2002). When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*, 23(9), 781-94.
- Coase, R. H. (1937) The nature of the firm. *Economica*, v. 4(16), 386-405.
- Costa Jr., J. V., & Martins, E. (2008, setembro). Retornos anormais versus performances operacionais anormais de firmas brasileiras envolvidas em fusões e aquisições no período de 2002 a 2006. *Anais do 32º Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1.575-617.
- Franco, P. M., & Camargos, M. A. (2011, setembro). Fusões e aquisições no setor bancário brasileiro: criação de valor, rentabilidade, sinergias operacionais e grau de concentração. *Anais do 35º Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Galbraith, C. S., & Stiles, C. H. (1983). Firm profitability and relative firm power. *Strategic Management Journal*, 4(3), 237-249.
- Godoy, C. R., & Santos, A. (2006). Contabilidade para fusões e aquisições de empresas: soluções históricas para problemas contemporâneos. *Revista de Administração - RAUSP*, 41(1), 29-42.
- Graça, T. B. (2007). Efeitos perversos de fusões acima de qualquer suspeita: um modelo de integração de produtores de bens complementares. *Revista Brasileira de Economia - RBE*, 61(1), 77-93.
- Gregoriou, G. N., & Renneboog, L. (2007). International mergers and acquisitions activity since 1990. *Recent Research and Quantitative Analysis*. Academic Press. Disponível em <<http://www.sciencedirect.com/science/book/9780750682893>> Acesso: fev. de 2010.
- Gomes, C, Aidar. O., & Videira, R. (2006). Fusões, aquisições e lucratividade: uma análise do setor siderúrgico brasileiro. *Economia*, 7(4), 143-63.
- Healy, P., Palepu, K., & Ruback, R. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31(2), 135-76.
- Jensen, M. (1986). Agency costs off free cash flow, corporate finance and take-over. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.

- Jensen, M. (2001). Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function. *European Financial Management*, 7(3), 297-317.
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50.
- Kayo, E. K., Patrocínio, M. R., & Martin, D. M. L. (2009). Intangibilidade e criação de valor em aquisições: o papel moderador do endividamento. *Revista de Administração – RAUSP*, 44(1), 59-69.
- Kayo, E. K., Seth, A., & Kimura, H. (2007, setembro). Toward an integrative approach to the analysis of value creation in mergers & acquisitions: a conversation between strategy and finance. *Anais do 31º Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- KPMG. (2014). *Pesquisa de fusões e aquisições 2014 – 4º trimestre*, São Paulo: KPMG. Disponível em <<http://www.kpmg.com.br/publicacoes>>
- Kloekner, G. O. (1994). Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. *Revista de Administração - RAUSP*, 29(1), 42-58.
- Klotzle, M. C. (2003). O impacto da formação de alianças estratégicas no valor de mercado e no desempenho econômico-financeiro das empresas. *Caderno de Pesquisas em Administração – CPA-USP*, 10(4), 33-46.
- Larsson, R., & Finkelstein, S. (1999). Integrating strategic, organizational and human resource perspectives on mergers and acquisitions: a case survey of synergy realization. *Organization Science*, 10(1), 1-26.
- Leitão, C. R. S., & Galli, O. C. (2014). Volatilidade em fusões e aquisições: um estudo no mercado brasileiro. *Revista Organizações em Contexto*, 10(20), 267-296.
- Mackinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Marion Filho, P. J., & Vieira, G. M. (2010). Fusões e aquisições de empresas no Brasil (1990-2006). *Revista de Administração – UFSM*, 3(1), 109-130.
- Martins, I. H. L., Vidal, P. G., & Ragazzi, P. G. (2014). Inovação de empresas em processo de fusão: um estudo das empresas de serviços e indústria. *Revista de Ciências da Administração*, 16(39), 27-48.
- Matias, A. B., & Pasin, R. M. (2001). A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições. *Revista de Administração - RAUSP*, 36(1), 5-13.
- Miranda, J. C., & Martins, L. (2000). Fusões e aquisições de empresas no Brasil. *Economia e Sociedade*, 14(2), 67-88.

- Motta, L. F. J., Oliveira, P. V. C., Cavazotte, F. S. C. N., Pinto, A. C. F., & Klotzle, M. C. (2013). Criação de valor em fusões e aquisições em empresas brasileiras. *Revista de Administração FACES*, Belo Horizonte, 12(4), 100-119.
- Nardi, R. Y. S., & Silva, E. S. (2012, setembro). criação de valor em fusões e aquisições: a influência do sentimento de mercado. *Anais do 36º Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Oliveira Neto, L. E., Kayo, E. K., & Barros, L. A. B. C. (2007, setembro). A formação de alianças estratégicas no Brasil e a criação de valor para as empresas participantes: um estudo de evento. *Anais do 31º Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Pasin, R. M., Matias, A. B., Minadeo, R., & Santos A. M. (2002, setembro). Fusões e aquisições na indústria de alimentos no Brasil: um estudo sobre a gestão financeira das empresas. *Anais do 26º Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Salvador, BA, Brasil.
- Patrocínio, M. R., Kayo, E. K., & Kimura, H. (2007). Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. *Revista de Administração - RAUSP*. 42(2), 205-215.
- Patrocínio, M. R., Kayo, E. K., & Kimura, H. (2005, setembro). Intangibilidade e criação de valor nos eventos de fusão e aquisição: uma análise dos retornos anormais do período de 1994 a 2004. *Anais do 29º Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Salvador, BA, Brasil.
- Penrose, E. T. (1995). *The theory of the growth of the firm*. New York: Oxford University Press Inc.
- Pereira, N. C, Calegario, C. L. L., Carvalho, F. M., & Santos, A. C. (2014, setembro). Fusões e aquisições na indústria brasileira: um estudo dos efeitos de transbordamentos de produtividade. *Anais do 38º Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Pereira, O. M, Albano, C. D., Vieira, V. R., & Brega, G. F. (2006, setembro). Previsão de sucesso em operações de fusões e aquisições domésticas na indústria mundial de mineração e metais básicos. *Anais do 30º Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Salvador, BA, Brasil.
- Pfeffer, J. (1972). Merger as a response to organizational interdependence. *Administrative Science Quarterly*, 17(3), 382-394.
- Pessanha, C. R. G., Calegario, C. L. L., Sáfadi, T., & Ázara, L. N. (2012). Impactos das estratégias de fusão e aquisição na rentabilidade dos bancos adquirentes:

- uma aplicação dos modelos de intervenção no setor bancário brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie – RAM*, São Paulo, 13(5), 101-134.
- Pessanha, G. R. G., Santos, T. A., Calegario, C. L. L., Sáfadi, T., & Alcântara, J. N. (2014). Influências das fusões e aquisições no valor de mercado das instituições bancárias adquirentes. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 17(3), 145-158.
- Pinto Jr., H. Q., & Iooty, M. (2005). Avaliando os impactos microeconômicos das fusões e aquisições nas indústrias de energia no mundo: uma análise para a década de 90. *Revista de Economia Política*, 25(4), 439-53.
- Rochman, R. R., & Arbeleche, S. (2009, setembro). Desempenho de longo prazo de fusões e aquisições: evidência de mercados de capitais latino-americanos. *Anais do 33º Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, São Paulo, SP, Brasil.
- Rocha, F., Iooty, M., & Ferraz, J. C. (2001). Desempenho das fusões e aquisições na indústria brasileira na década de 90: a ótica das empresas adquiridas. *Revista de Economia Contemporânea*, 5(especial), 69-102.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, 59(2), 197-216.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (2002). *Administração financeira: corporate finance* (2a ed.). São Paulo: Atlas.
- Russo, C. M., Basso, L. F. C., & Kimura, H. (2014, setembro). O retorno para o acionista da companhia adquirente em transações de M&A: uma análise à luz do meio de pagamento. *Anais do 38º Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Sarfati, G., & Schwartzbaum, A. (2013). Sinergias nas fusões e aquisições do setor de educação superior no Brasil. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração – RPCA*, 7(4), 1-23.
- Scherer, F. M., & Ross, D. (1990). *Industrial market structure and economic performance* (3rd ed.). Boston: Houghton Mifflin Company.
- Simões, M. D., Macedo-Soares, T. D. L. A., Klotzle, M. C., & Pinto, A. C. F. (2010, setembro). Do mergers and acquisitions signal value? Evidence from Argentina, Brazil and Chile. *Anais do 34º Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Singh, H., & Montgomery, C. A. (1987). Corporate acquisitions strategies and economic performance. *Strategic Management Journal*, 8(4), 377-386.
- Suen, A. S., & Kimura, H. (1997). Fusões e aquisições como estratégia de entrada (*entre mode*) no mercado brasileiro. *Caderno de Pesquisas em Administração – CPA-USP*, 2(5), 53-60.

- Tanure, B., & Cançado, V. (2005). Fusões e aquisições: aprendendo com a experiência brasileira. *Revista de Administração de Empresas - RAE*, 45(2), 10-22.
- Thomson Financial Reuters. (2009). Disponível em <
<http://www.thomsonreuters.com>>
- Toledo, A. G. L., & Campos, L. A. (2012). Estratégia corporativa e hibridismo: um estudo sobre as fusões e aquisições no Brasil. *Revista de Administração da UNIMEP*, 10(3), 70-86.
- Triches, D. (1996). Fusões, aquisições e outras formas de associação entre firmas no Brasil. *Revista de Administração - RAUSP*, 31(1), 14-31.
- Wasserstein, B. (2000). *Big deal: 2000 and beyond*. Warner Books Printing.
- Weston, J. F. Siu, J. A., & Johnson, B. A. (2001). *Takeovers, restructuring, & corporate governance* (3th ed.). New Jersey: Prentice Hall.
- Zilber, M. A., Fischmann, A. A., & Piekny. E. E. (2002). Alternativa de crescimento: fusões e aquisições. *Revista de Administração Mackenzie - RAM*. 3(2), 137-154.
- Zilber, M. A., & Piekny. E. E. (2005). Estratégia de fusões e aquisições: eficácia na expansão das plataformas de produtos em empresas de autopeças. *Revista de Administração Contemporânea - RAC*. 9(3), 169