

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIOGRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO (EA)  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS (DCA)  
COMISSÃO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (COMGRAD-ADM)

FERNANDO FISCHER BARBEDO

FUSÕES E AQUISIÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO:  
ANALISANDO O RETORNO PARA O AÇIONISTA

PORTO ALEGRE, 2006

Fernando Fischer Barbedo

FUSÕES E AQUISIÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO:  
ANALISANDO O RETORNO PARA O ACIONISTA

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção de grau em Bacharel em administração.

Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner

Porto Alegre  
2006

## **AGRADECIMENTOS**

Ao meu professor orientador, Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner, pela paciência, atenção e orientação durante a elaboração deste trabalho.

Agradeço a toda minha família, em especial a minha mãe, Célia dos Santos Fischer, e meu irmão, Eduardo Fischer Barbedo, pelo amor incondicional, compreensão e apoio durante minha trajetória acadêmica. Bem como ao meu avô, Ery Fischer, que me incentivou e sempre esteve disponível quando precisei.

Gostaria de agradecer também a minha namorada, Débora Corrêa Menezes, pelo companheirismo, amor e compreensão, principalmente pelas vezes que não me fiz presente em função deste trabalho.

Ao Marcelo Campos Habibe, pela ajuda com os eventos de Fusão e Aquisição no período de 2002 à 2005.

À Escola de Administração, por ter me dado a oportunidade de fazer um intercâmbio com a ESA (Escola Superior de Negócios) na França, o qual foi fundamental para meu desenvolvimento pessoal e profissional.

A todas as pessoas que, de alguma maneira, me ajudaram durante o curso de Administração de Empresas.

**“Nossos pensamentos são como um imã.  
Atraímos para nós aquilo que pensamos”.**

Extraído do filme “*The Secret*”

## RESUMO

Este trabalho tem o objetivo de apresentar um estudo sobre o retorno que um evento de Fusão ou Aquisição no mercado de capitais brasileiro traz para o acionista no médio e longo prazo. A proposta deste trabalho é verificar, através de um estudo empírico, se o acionista de uma empresa compradora tem ou não a sua riqueza aumentada após um processo de fusão ou aquisição. Primeiramente, é apresentado um referencial teórico sobre o tema Fusões e Aquisições. O pressuposto básico deste trabalho é validar ou não a teoria da maximização da riqueza dos acionistas, que serve de base para a teoria das fusões e aquisições (F&As). A Teoria da Maximização dos Lucros do acionista diz que uma fusão ou aquisição deve aumentar a riqueza dos acionistas. Estudos realizados nos EUA e no Reino Unido mostraram que essa teoria nem sempre é válida. Em muitos casos o acionista obteve retornos negativos após esses eventos. No Brasil, entretanto, não existem estudos que verifiquem o que acontece com o retorno para o acionista após um evento de F&A no médio e longo prazo. O método usado para este estudo foi o Estudo de Evento. Foram usadas cotações de fechamento mensais para se observar os retornos anormais nos períodos de 12, 18, 24, 30 e 36 meses após o evento e verificar se o acionista teve ou não aumento de sua riqueza em função do evento. O modelo utilizado foi o Modelo Ajustado ao Risco e ao Mercado. Ao final do estudo concluiu-se que no mercado de capitais brasileiro o acionista, na média, tem a sua riqueza aumentada, mas não se pode afirmar que este aumento está relacionado ao evento de fusão ou aquisição.

**Palavras-chave:** Fusões e Aquisições, Estudo de Evento, retorno para o acionista, maximização da riqueza.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Formas de transferência de controle.....	20
Figura 2 - Evolução do número de F&As no Brasil entre 1994 e 2005.....	35
Figura 3 - Etapas de um Estudo de Evento.....	45
Figura 4 - Distribuição de freqüência de retornos pela fórmula tradicional de cálculo .....	48
Figura 5 - Distribuição de freqüência dos retornos pela fórmula logarítmica.....	49
Gráfico 1 - Retorno Anormal Médio - Com Outliers .....	69
Gráfico 2 - Retorno Anormal Médio - Sem Outliers .....	70
Quadro 1 - Ondas de fusões e aquisições .....	15
Quadro 2 - Trabalhos empíricos sobre fusões e aquisições no mercado norte- americano (EUA) e inglês (UK) .....	41
Quadro 3 - Amostra final utilizada na pesquisa .....	62
Quadro 4 - Amostra inicial da pesquisa .....	89

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Distribuição dos eventos no período estudado.....	61
Tabela 2 - Parâmetros do Modelo Ajustado ao Risco e ao Mercado obtido pelas regressões .....	63
Tabela 3 - Retornos Anormais Acumulados no período estudado.....	64
Tabela 4 - Retornos anormais acumulados sem <i>Outliers</i> .....	67
Tabela 5 - Resumo da estatística t .....	71
Tabela 6 - Resultados da estatística t no médio e longo prazo .....	73
Tabela 7 - Risco Sistemático .....	74

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>9</b>
1.1 Definição do problema .....	10
1.2 Justificativa .....	12
<b>2 OBJETIVOS</b> .....	<b>13</b>
2.1 Objetivo Geral .....	13
2.2 Objetivos Específicos .....	13
<b>3 REFERENCIAL TEÓRICO SOBRE FUSÕES E AQUISIÇÕES</b> .....	<b>14</b>
3.1 Teoria das fusões e aquisições .....	14
3.1.1 Conceitos .....	17
3.1.2 Modalidades de fusão e aquisição .....	18
3.1.3 Métodos de aquisição e transferência ou tomada de controle (Takeover) .....	18
3.1.4 A teoria da firma e da agência e os fundamentos dos motivos para fusões e aquisições .....	20
3.1.5 Motivos para fusões e aquisições .....	29
3.1.6 Estratégias de defesa .....	32
3.1.7 Fusões e aquisições no mercado brasileiro .....	33
3.1.8 Fusões e aquisições em finanças .....	36
<b>4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b> .....	<b>42</b>
4.1 Abordagem e técnica da pesquisa .....	42
4.2 Unidades de análise .....	43
4.3 Unidades de Observação .....	43
4.4 Método: Estudo de Evento .....	43
4.4.1 Operacionalização .....	45
4.4.1.1 Definição do Evento .....	45
4.4.1.2 Seleção da Amostra .....	46
4.4.1.3 Retornos Normais e Anormais .....	46
4.4.1.4 Procedimento de estimação .....	49
4.4.1.5 Procedimento de teste .....	50
4.4.1.6 Resultados empíricos .....	50
4.4.1.7 Interpretação e conclusões .....	50
4.4.2 Modelos de determinação de retornos anormais .....	50
4.4.2.1 Modelos Estatísticos .....	51
4.4.2.2 Modelos Econômico-Financeiros .....	52
4.5 Operacionalização da Pesquisa .....	54
4.5.1 Evento .....	54
4.5.2 Critérios de seleção da amostra .....	55
4.5.3 Medição do retorno anormal .....	56
4.5.4 Procedimento e teste estatístico .....	57
4.5.5 Procedimento de estimação .....	58
4.5.6 Procedimento de teste .....	59
<b>5 RESULTADOS E ANÁLISES</b> .....	<b>61</b>



5.1 Amostra final e dados da regressão .....	61
5.2 Resultados dos retornos anormais do período estudado.....	64
5.3 Hipóteses Testadas .....	71
5.4 Mudança no risco sistemático.....	73
<b>6 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>76</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>80</b>
<b>APÊNDICES .....</b>	<b>86</b>

## 1 INTRODUÇÃO

As Fusões e Aquisições são uma maneira rápida e eficaz de crescimento, de entrada em novos mercados e até mesmo de defesa à aquisições indesejadas. Muito utilizadas em mercados mais maduros, principalmente no mercado norte-americano e inglês, as fusões e aquisições tiveram um aumento no mercado brasileiro a partir da abertura comercial no início da década de 90 e da estabilização da economia em meados de 1994 com o plano real.

As origens dessas atividades remetem ao final do século XVIII e início do século XIX, quando a Revolução Industrial desencadeou um processo de concentração de capitais e reestruturação patrimonial sem precedentes, o qual, por meio de movimentos cíclicos (ondas), vem definindo e caracterizando nosso sistema de produção predominante, o Capitalismo. Ao longo desse período foram registradas quatro ondas de Fusões e Aquisições sendo elas, *The Great Merger Wave* (1887-1904), *The Merger Movement* (1916-1929), *The 1960s Conglomerate Merger Wave* e *The Wave of the 1980s*.

Essa última onda foi caracterizada pela expansão empresarial devida não a investimentos em novas plantas ou na própria firma, mas sim à aquisição de outras firmas, em razão do baixo valor das ações no mercado de capitais tornar a aquisição mais barata do que novos investimentos. O *crash* da Bolsa de Nova York, em outubro de 1987, possibilitou às firmas estrangeiras comprar firmas norte-americanas, o que resultou em uma explosão de aquisições hostis.

Inúmeros estudos para averiguar os efeitos das F&As foram feitos por pesquisadores. Os efeitos das aquisições sobre o valor da empresa têm sido alvo de muitas discussões teóricas na literatura e de inúmeros estudos empíricos.

A prática de fusões e aquisições de empresas tem gerado muitas discussões sobre a real eficiência em se criar valor para o acionista. Diversos estudos realizados

nos mercados norte-americano e europeus divergem sobre o resultado da união empresarial e o reflexo na riqueza do acionista.

No Brasil, não existem muitos estudos sobre Fusões e Aquisições no mercado de capitais. O objetivo deste trabalho é analisar qual é o retorno para o acionista após um processo de Fusão e Aquisição no mercado de capitais brasileiro, verificando se o acionista teve ou não a sua riqueza aumentada.

Para atingir este objetivo o trabalho está organizado da seguinte maneira: ainda nesta seção contextualiza-se o tema da pesquisa e destaca-se a definição do problema e a justificativa do estudo. Na seção 2 são apresentados os objetivos principais e específicos. Na seção 3 é apresentado um referencial teórico sobre o tema de Fusões e Aquisições, contendo alguns dos principais autores e estudos na literatura de finanças. Na seção 4 é apresentada a metodologia usada na pesquisa, com suas principais características. Nesta seção ainda são definidas as hipóteses a serem testadas, além dos fatores e critérios na definição da amostra e testes estatísticos. Na seção 5 são apresentados e analisados os resultados empíricos obtidos com a pesquisa. A seção 6 apresenta as considerações finais e em seguida são fornecidas as referências bibliográficas e os APÊNDICES.

### 1.1 Definição do problema

A atual conjuntura econômica, onde as empresas competem em um ambiente globalizado, exige destas um aumento de competitividade e de suas competências para alcançar maior eficiência e eficácia e poder se consolidar nos mercados em que atuam. Para alcançar esses objetivos elas possuem diversas estratégias. Uma estratégia muito comumente utilizada pelas empresas são as Fusões e Aquisições como forma de crescer e ganhar competitividade.

Não existe uma teoria geral unificada que justifique uma Fusão e Aquisição (F&A), mas existe um conjunto de explicações que as legitimam. Segundo Manne (1965), Mueller (1969), Gort (1969), Jensen (1986), Roll (1986), Scherer e Ross (1990) e Kloeckner (1994), alguns motivos para uma F&A são: compensações e incentivos tributários, fusões como uma alternativa a dividendos e recompra de ações, busca de economia de escala e escopo, efeitos anticompetitivos e busca do

poder de monopólio, redução do risco de insolvência, razões gerenciais, elevadas barreiras de entrada em novos mercados e obtenção de capacidades adicionais e de sinergias operacionais.

Estudos realizados nos mercados internacionais, como os de Firth (1978), Maquieira, Megginson e Nail (1998), Ghosh (2001) entre outros, mostram que nem sempre uma Fusão e Aquisição trazem esses ganhos de competitividade que as justificam. Ao contrário, muitas vezes o que acontece é uma perda de competitividade gerada por engessamento da administração, choque de culturas entre as organizações em questão, perdas de sinergia, etc.

Inúmeras Fusões e Aquisições aconteceram no mercado brasileiro após a estabilização econômica trazida pelo plano Real, a partir de julho de 1994, e após sua abertura comercial, no início dos anos 90. Eram tanto empresas nacionais tentando crescer e se consolidar no mercado nacional (como exemplo podemos citar Gerdau S/A, Unibanco S/A e Coteminas S/A) como empresas estrangeiras entrando no nosso mercado via esse tipo de crescimento (como exemplo podemos citar Telefônica, Banco Santander e Parmalat).

De acordo com a teoria da agência, as grandes firmas (sociedades por ações) constituem um conjunto de contratos cujo objetivo final é o de maximizar a riqueza dos acionistas.

No mercado de capitais brasileiro, muitas empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) passaram pelo processo de Fusões e Aquisições. Muitos investidores, de diversas empresas, viram as empresas das quais eram acionistas fazerem uma Fusão ou Aquisição. Se levássemos em consideração a teoria das F&A e a teoria da agência, assumiríamos que as empresas tiveram ganhos de competitividade e, conseqüentemente, trouxeram maior retorno para seus acionistas. Mas será que isso realmente aconteceu? Seus lucros foram maximizados? As ações das empresas das quais eram acionistas se valorizaram? Os ganhos de competitividade que justificam uma F&A funcionaram no mercado brasileiro e trouxeram um retorno maior para o acionista?

A pergunta que este estudo visa responder é: no mercado de capitais brasileiro, qual o retorno, no médio e longo prazo, para o acionista após uma fusão e/ou aquisição? Analisando um intervalo de tempo, antes e depois dos eventos de

fusão e/ou aquisição no mercado de capitais brasileiro, e comparando com a referência do mercado (Índice Bovespa), o acionista teve, através do valor de sua ação, sua riqueza aumentada?

## 1.2 Justificativa

O estudo de fusões e aquisições nos mercados de capitais do exterior é bastante amplo, principalmente nos Estados Unidos, onde estes eventos acontecem com maior frequência.

Entretanto, no Brasil, a literatura acadêmica sobre esse assunto específico é escassa e carece de estudos desse tipo.

Este presente trabalho visa oferecer um estudo para acadêmicos e investidores que tenham interesse em saber, com base em eventos passados, o que acontece com o valor das ações de empresas compradoras após uma fusão ou aquisição e qual o retorno que este evento traz para o acionista.

## 2 OBJETIVOS

### 2.1 Objetivo Geral

Este trabalho tem por objetivo geral analisar qual é o retorno para o acionista após um processo de Fusão e Aquisição no mercado de capitais brasileiro, verificando se o acionista teve ou não a sua riqueza aumentada.

### 2.2 Objetivos Específicos

Como forma de atingir o objetivo proposto acima tem-se os seguintes objetivos:

- Analisar a rentabilidade das ações das empresas após o evento para obter indícios do resultado da união empresarial (ganhos ou perdas);
- Comparar a rentabilidade das ações ao Índice de referência do mercado, o Índice Bovespa (Ibovespa);
- Verificar, após o evento, qual foi a variação ocorrida na riqueza do acionista;
- Buscar indícios de *insider trading*, por análise do comportamento dos preços das ações antes do evento, dentro da janela de observação;
- Observar se há variação no risco sistêmico das empresas após o processo de fusão e aquisição;
- Descrever a metodologia Estudo de Evento, seus procedimentos, etapas e testes estatísticos, procurando facilitar o seu entendimento.

### 3 REFERENCIAL TEÓRICO SOBRE FUSÕES E AQUISIÇÕES

O referencial teórico contribui para o melhor entendimento do objeto de análise deste trabalho e traz embasamento para sustentar o seu desenvolvimento. Como este trabalho tem por objetivo verificar qual o retorno para o acionista após uma fusão e/ou aquisição no mercado de capitais brasileiro e verificar se ele teve sua riqueza aumentada, será apresentada uma revisão da teoria das fusões e aquisições a luz da teoria da firma e da agência.

#### 3.1 Teoria das fusões e aquisições

Os processos de fusões e aquisições constituem um dos fenômenos empresariais de destaque no cenário econômico internacional, principalmente a partir dos anos 80, quando a chamada quarta onda de F&As ganhou impulso com o intenso desenvolvimento tecnológico, das telecomunicações, dos transportes, além da maior integração de mercados e abertura econômica de muitos países. Constituem um modo rápido e, em muitos casos, eficiente de uma firma crescer, entrar em mercados ou aproveitar uma boa oportunidade de investimentos.

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

Onda	Características
<i>The Great</i>	Iniciada com a recuperação da depressão mundial de 1883, indo até a depressão

<b><i>Merger Wave</i></b> (1887-1904)	de 1904. Teve como características predominantes, as grandes transformações nos transportes, comunicações, tecnologias de manufatura; competição e instituições legais, com a consolidação nas indústrias de petróleo, aço, tabaco e outras áreas básicas, além da formação de grandes monopólios.
<b><i>The Merger Movement</i></b> (1916-1929)	O <i>boom</i> do mercado de capitais ajudou os investidores financeiros a consolidar firmas em vários setores como serviços de utilidade pública (elétrico e de gás), comunicações e automobilísticos. As fusões de várias empresas em uma única não foram mais permitidas por leis antitruste. Apresentou mais fusões por integração vertical e diversificação do que a onda precedente. Foi caracterizada por fusões que visavam o poder do oligopólio, enquanto a onda precedente o foi por fusões para monopólio (STIGLER, 1950)
<b><i>The 1960s Conglomerate Merger Wave</i></b>	Predominaram as fusões que visavam a diversificação, do tipo conglomerado, com a união de diferentes atividades, como uma resposta as maiores restrições às fusões horizontais e verticais introduzidas pelas alterações nas leis antitruste de 1950. Durante os anos 60, as aquisições foram influenciadas pelo <i>boom</i> do mercado de capitais, encorajadas por inovações nos mecanismos financeiros. Grande parte das F&As dessa onda fracassaram, por que via de regra a produção em conglomerado falha na alocação de recursos e no controle de suas subsidiárias, por ignorar o princípio fundamental de Adam Smith, de que a especialização aumenta a eficiência e a produtividade (TRICHES, 1996)
<b><i>The Wave of the 1980s</i></b>	Caracterizada pela expansão empresarial, não em função de investimentos em novas plantas ou na própria firma, mas sim pela aquisição de outras firmas, devido ao baixo valor das ações no mercado de capitais tornar a aquisição mais barata do que novos investimentos. O <i>crash</i> da Bolsa de Nova York, em outubro de 1987, possibilitou as firmas estrangeiras comprarem firmas americanas, resultando em uma explosão de aquisições hostis. Além disso, apresentou um grande número de transações entre firmas do mesmo porte, diferentemente das demais, nas quais predominaram as negociações entre firmas de portes desiguais. Inovações nos mecanismos financeiros contribuíram para aumentar o número de tentativas de <i>takeovers</i> . O <i>boom</i> das F&As dos anos 80, na economia norte-americana, visava principalmente a expansão internacional das grandes corporações multinacionais, enquanto que nos anos 90, essa atividade pode ser vista como uma adequação inteligente a ambientes de negócios em constante mutação, cujas causas vão desde mercado em retração e reformas governamentais até mudanças tecnológicas (TRICHES, 1996).

**Quadro 1 - Ondas de fusões e aquisições**

Fonte: Elaborado pelo autor com dados de Camargos (2002)



De acordo com Triches (1996), a tendência prevalecente na economia internacional nos anos 90 é a maior concentração nos mercados de produtos e grau mais elevado de especialização na atividade considerada como a mais importante em termos de atuação estratégica do grupo econômico. Além da forma como os negócios são realizados, ao invés da forma hostil (*hostile takeover*) que ocorria no passado, passou a ocorrer, via de regra, em ambiente de cordialidade. Fato que, provavelmente, conduzirá a um número maior de transações com sucesso e bom desempenho econômico-financeiro.

Nelson (1968, apud Kloeckner 1994), apresenta como justificativa da inconstância do movimento das F&As, o fato de tais processos ocorrerem principalmente em períodos de alta atividade econômica, estando, assim, diretamente relacionados a altas nos mercados de capitais. O estímulo e a busca por associações empresariais ocorrem em períodos de baixa nesses mercados, mas a concretização (pagamentos) ocorre nos períodos de alta. Destarte, as decisões seriam baseadas em estratégias de longo prazo, enquanto o momento da concretização da negociação seria definido pelas condições financeiras de curto prazo (tendências de alta nos mercados de capitais).

Gort (1969) defende que os distúrbios econômicos apresentam relação direta com o número de fusões, ao aumentar a variância nas avaliações de preços, porque as informações sobre o passado tornam-se menos efetivas na predição do futuro. Como o registro do passado representa informações comuns a todos os investidores, a base comum de pressupostos de diferentes investidores estreita-se, aumentando a probabilidade de diferentes avaliações sobre um ativo ou firma. Os choques econômicos que alteram a estrutura de expectativas mais comuns são os rápidos crescimentos na tecnologia e movimentos nos preços dos títulos.

Em termos teóricos, a atividade das fusões e aquisições ainda não está totalmente assimilada e sedimentada em uma teoria geral que lhe sirva de suporte. Segundo Kloeckner (1994), o que existe é um conjunto de explicações que se propõe a lhe conferir legitimidade, derivadas de alguns aspectos das teorias da empresa, principalmente da teoria da firma e da agência.

### 3.1.1 Conceitos

Segundo Dodd (1980), uma aquisição é uma transação na qual uma firma (a adquirente) compra ações circulantes ou ativos da outra (a alvo).

Fusão ou consolidação é a união de duas firmas, geralmente de porte semelhante, que se combinam em uma simples permuta de ações, dando origem a uma outra firma. Enquanto a aquisição é a compra de uma firma por outra, na qual somente uma delas mantém a identidade (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 1995).

Para Triches (1996, p.15),

a fusão ou consolidação caracteriza-se pela forma ou pelo método que um conjunto de firmas escolhe para a organização de uma nova entidade, muitas vezes com nova denominação em administração constituída segundo a proporção dos bens patrimoniais reunidos ou fundidos, o com o objetivo de multiplicar sua capacidade de produção, de comercialização e de influência sobre o consumidor.

A Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº. 6404/76), em seu artigo 228 (não alterado pela Lei nº 10.303/01), define fusão como uma “operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações”. Isto é, o processo de fusão resulta no desaparecimento das duas firmas existentes anteriormente, com o surgimento de uma nova firma, o que na literatura é chamado de consolidação.

Dessas definições, podem-se depreender algumas distinções básicas entre fusão ou consolidação e aquisição: 1. em uma fusão, há a criação de uma nova firma, enquanto na aquisição, uma das empresas envolvidas mantém a sua identidade jurídica; 2. na fusão, geralmente a forma de pagamento utilizada é uma permuta de ações, enquanto na aquisição, a forma de pagamento pode ser dinheiro, ações, títulos; 3. na fusão, as firmas normalmente são do mesmo setor, têm a mesma atividade-fim, enquanto nas aquisições, é comum as firmas serem de diferentes setores.

### 3.1.2 Modalidades de fusão e aquisição

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995), uma fusão ou aquisição pode ser:

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

Weston e Brigham (2000) assinalam um quarto tipo de fusão ou aquisição, denominada fusão congênere, como sendo aquela que envolve firmas que estão na mesma indústria, mas não atuam na mesma linha de negócios, não é um fornecedor e nem um cliente. Isto é, firmas do mesmo setor em geral, nas quais não há uma relação de cliente ou fornecedor.

### 3.1.3 Métodos de aquisição e transferência ou tomada de controle (Takeover)

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

Uma fusão ou consolidação é um dos métodos pelos quais uma firma pode adquirir outra. Além da fusão, a aquisição pode ser feita por meio da compra de ações ou ativos, mediante pagamento em dinheiro, ações ou títulos, via bolsa de valores, oferta privada da administração da firma adquirente à administração da

firma em aquisição ou mediante uma oferta pública de compra (*tender offer*), feita pela firma adquirente diretamente aos acionistas da outra.

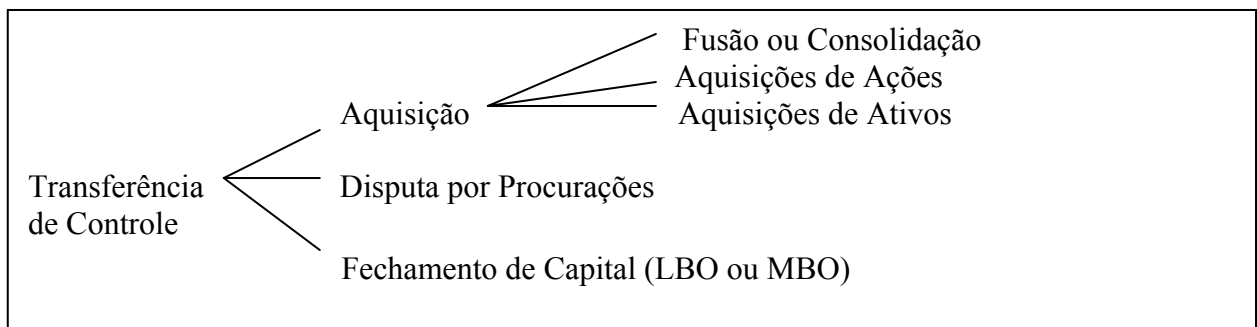
Huang e Walking (1987) destacam que a escolha entre fusão ou proposta pública de compra em uma aquisição é motivada pelos custos, os quais estão associados ao prêmio requerido pelo controle exigido pela administração da firma-alvo. Historicamente, propostas públicas de compra têm sido associadas com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

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

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

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

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



**Figura 1 - Formas de transferência de controle**

Fonte: Adaptada pelo autor com dados de Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p. 589.

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

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

### 3.1.4 A teoria da firma e da agência e os fundamentos dos motivos para fusões e aquisições

Os motivos para as F&As encontram suporte teórico nas teorias da firma e no desenvolvimento da teoria da agência.

Coase (1937, apud Camargos, 2002), considerando uma economia de trocas especializadas, na qual a distribuição de recursos é organizada pelo mecanismo de preços, assinala como motivo do surgimento da firma o fato de ela alocar os recursos de produção sob a chancela de um empresário de forma menos onerosa do que no mercado, devido aos custos de transação existentes nesse último, e da sua existência, a divisão do trabalho, por ela ser resultado de um aumento da complexidade da especialização do trabalho. A limitação da capacidade gerencial é

que determinaria o tamanho da firma e restringiria a concentração de toda a produção em uma única firma. A produção ou o tamanho da firma seria expandido até o ponto em que o custo marginal da realizar uma atividade extra dentro da firma fosse igual ao seu preço de mercado. O que explica a ocorrência de transações no mercado.

Alchian e Demsetz (1972) complementaram a teoria desse autor. Partindo do argumento de Coase, de que eram os custos de transação no mercado que determinavam a organização dos recursos em uma firma, esses autores desenvolveram uma teoria baseada nos custos de administração, no sentido de que, quanto menor fosse o custo de administração, maior seria a vantagem comparativa de organizar recursos dentro de uma firma.

Segundo Coase (1937, apud Camargos, 2002), os fatores que induziram ao crescimento do tamanho da firma foram: 1. menores custos de organização e baixo crescimento desses com um aumento nas transações organizadas; 2. menor probabilidade do empreendedor cometer erros e o pequeno aumento nos erros com um crescimento das transações organizadas; e 3. a redução no preço de fornecimento dos fatores de produção para firmas de portes maiores. Assim, o tamanho da firma era determinado pelos custos de transação e pelos custos e capacidade gerencial.

Para Alchian e Demsetz (1972), duas condições foram determinantes para a emergência da firma: 1. a possibilidade de se aumentar a produtividade, por meio de equipes orientadas de produção, com vários *inputs* nas operações; 2. a economia de estimular a produtividade marginal, pela observação ou especificação do comportamento dos *inputs*.

Berle Jr. E Means (1984), ao analisarem a separação entre propriedade e controle, denominaram corporação moderna a evolução da pequena firma para estruturas organizacionais mais complexas. Para eles, o advento desse tipo de firma teve a sua evolução atribuída ao desenvolvimento de um sistema de fábrica, no qual, crescente número de trabalhadores foi colocado sob a chancela de um coordenador e a uma nova forma de organização, de caráter quase público, com propriedade pulverizada entre vários acionistas, detentores de pequenos títulos (ações).

Müssnich (1979) identifica o primeiro estágio do desenvolvimento da corporação moderna com o empresário, seu próprio fundador, que detinha o poder de decisão em todos os assuntos empresariais, e caracteriza o segundo estágio pelo advento dos administradores profissionais, que com um conhecimento mais especializado da firma, passaram a assumir gradativamente funções diretivas e a adquirir poder de decisão, que estava antes sob a chancela dos empresários. Esses administradores conquistaram poder não em função da propriedade do capital, mas sim pelo seu conhecimento técnico especializado e passaram a ocupar uma posição necessária para a sobrevivência da firma, dados a evolução e competição de mercado.

A partir de então, o rápido crescimento das corporações modernas levou também ao aumento do número de investidores, cuja maior preocupação era o retorno do capital investido, seja via dividendos, seja através da valorização das ações (MÜSSNICH, 1979).

Com o aumento do tamanho das firmas, inicialmente, os gerentes-proprietários passaram a desempenhar um leque maior de atividades e a ter um maior poder sob seu controle. Em um segundo estágio, ao encontrar barreiras financeiras que impediam seu crescimento, as corporações se viram obrigadas a abrir seu capital, pulverizando a sua propriedade entre um grande número de acionistas, o que resultou na separação da propriedade e do controle. Foi nessa separação que surgiram os conflitos de agência quando o poder decisório migrou do empreendedor-proprietário para os administradores.

Então, emergem com a corporação moderna, dois tipos diferentes de propriedade: 1. a *propriedade passiva*, conferida aos acionistas que, apesar de serem os proprietários legais e os receptores do lucro líquido da firma, não desejam ou não podem exercer isoladamente os seus direitos, por atribuir o poder da tomada de decisão a terceiros (administradores); 2. a *propriedade ativa*, detida pelo(s) administrador(es), a quem os acionistas confiam sua riqueza e têm a responsabilidade de sua administração (KLOECKNER, 1994).

Os problemas de agência surgiram, assim, com o advento da corporação moderna, a qual pode ter seu desenvolvimento atribuído a: 1. sistema de fábrica, no qual, crescente número de trabalhadores foi colocado sob a mesma direção; 2.

companhia quase pública, caracterizada por investidores que, individualmente detêm uma pequena fração acionária (KLOECKNER, 1994).

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

O pressuposto básico subjacente à teoria da agência é que as grandes firmas (sociedades por ações) constituem um conjunto de contratos cujo objetivo final é o de maximizar a riqueza dos acionistas. Esses contratos são firmados entre um agente interno (administrador) e um agente externo ou principal (acionistas), sendo esses contratos associados de alguma forma à delegação de poder. Sob esse ponto de vista, conforme pondera Lamb (1992), o agente interno (*insider*) é parte interessada nos resultados do empreendimento e tem acesso a toda informação ou poder nas decisões da firma. Enquanto o agente externo (*outsider*) é também uma das partes interessadas nos resultados do empreendimento, detêm informação incompleta e exerce controle decisório indireto na firma, uma vez que seus poderes decisórios se limitam a participar da sociedade, votar (eventualmente), retirar-se dela ou oferecer / aceitar um preço por seus títulos. Aos agentes externos, podem-se somar outros, que de maneira direta ou indireta, participam ou têm interesses nos resultados da firma.

Jensen e Meckling (1976) formalizaram matematicamente e economicamente a teoria da agência, utilizando largamente do conceito da curva de utilidade da microeconomia. Além desse novo enfoque, desenvolveram alguns aspectos do comportamento dos agentes e do principal, de grande valia para a Administração e forneceram uma nova abordagem para a teoria da estrutura de capital, principal debate teórico desde Modigliani e Miller (1958), teoria essa denominada por eles de estrutura de propriedade (*ownership structure*). Na visão de Jensen e Meckling, o pressuposto básico subjacente à teoria da agência é que as grandes firmas



(sociedades por ações) constituem um conjunto de contratos, cujo objetivo final é maximizar a riqueza dos acionistas. Esses contratos são firmados entre um agente interno (administrador) e um agente externo ou principal (acionistas), os quais são associados de alguma forma à delegação de poder.

Para estes últimos autores, é quase impossível assegurar que o agente tome a decisão ótima do ponto de vista do principal. Essa divergência leva ao surgimento de um custo, denominado perda residual, no qual o principal consegue o maior lucro possível, mas não o lucro máximo, em decorrência de essa perda ser inevitável. Os custos de agência resultam da soma dos seguintes custos: custo de monitoração do principal, custo de demonstração do agente e custo residual.

Conforme salientam Ross, Westerfield e Jaffe (1995), um dos direitos contratuais é o direito residual (de propriedade) sobre os ativos e os fluxos de caixa da firma. Como essa relação contratual nem sempre é permeada por objetivos comuns, às vezes, o conflito de interesses existente resulta em elevados custos, implicando uma perda residual considerável (para os acionistas, verdadeiros proprietários da firma).

Segundo Fama e Jensen (1983), são as características dos reclamantes residuais que distinguem as organizações umas das outras e ajuda a explicar a sobrevivência de formas organizacionais em atividades específicas. Devido à sua natureza irrestrita nas sociedades anônimas, há geralmente uma quase completa separação e especialização das funções de decisão e tomador residual de risco.

As firmas podem ser vistas como um conjunto complicado de relações contratuais. Partindo-se da suposição da maximização de interesses próprios, caso predomine uma liberdade de atuação nessa relação, certamente ela resultará em um conflito de interesses entre administradores, acionistas e credores. Conflitos esses, conhecidos como problemas de agência, sendo os custos para se atender aos interesses dos acionistas denominados custos de agência, os quais representam todos os dispêndios gastos na resolução desses conflitos.

Os problemas de agência decorrentes das relações entre principal e agentes nunca serão totalmente resolvidos, uma vez que o conflito de interesses é potencial. O principal, se quiser assegurar-se do resultado da ação de seu agente, terá que desenvolver mecanismos de incentivos para motivar o agente no seu esforço, bem

como incorrer em custos de monitoração do seu comportamento. Ambos os mecanismos apresentam custos, nesse contexto, chamados custos de agência (LAMB, 1992).

Depreende-se, assim, que existem basicamente três tipos de relação de agência, que incorrem em custos para a firma:

- acionistas x administradores;
- acionistas x credores (obrigacionistas);
- firma x *stackeholders*.

Segundo Lamb (1992), os custos de agência são dispêndios reais, que se originam de uma relação de agência e podem afetar diferencialmente as partes envolvidas nessa relação. Esses custos somente existem onde o resultado depende da atividade organizada em grupo e de alguma forma de delegação de poder de decisão.

Segundo Jensen e Meckling (1976), os custos de agência resultariam da soma dos seguintes custos:

- *custo de monitoração do principal*: decorrente do estabelecimento de mecanismos de controle como auditorias, exigência de relatórios internos, visitas periódicas, etc., com o objetivo de evitar atitudes que comprometam sua utilidade;
- *custo de demonstração do agente*: decorrente da contratação de uma firma de avaliação externa ou uma auditoria, ou da aceitação de restrições contratuais com o objetivo de mostrar que suas ações e intenções não são prejudiciais ao principal;
- custo residual: decorrente de divergências inevitáveis entre as decisões do agente e as decisões que maximizariam a utilidade do principal.

Fama (1980) conciliou a teoria desses autores com a de carteiras desenvolvida por Markowitz (1952). Ele argumentou que as firmas podem ser maneiras eficientes de organizar economicamente os recursos de produção, mesmo naquelas nas quais fosse completa a separação entre propriedade e controle. Nessas situações, acionistas e administradores buscariam a eficiência em suas

atividades e investimentos dentro de suas próprias perspectivas. No primeiro caso, os acionistas conseguiriam eliminar o risco específico do investimento (não sistemático) pela sua divisão em ações de diferentes firmas (diversificação). Por meio desse argumento, as F&As não constituem atividades racionais de investimento, dado o elevado nível de risco que as perpassam. Um investidor racional conseguiria obter retornos iguais ou maiores aos de firmas combinadas, pela pulverização do seu investimento em várias firmas. Já os gerentes seriam levados a buscar a eficiência em suas atividades devido à existência dos seguintes mecanismos disciplinadores: competição gerencial (interna e externa à firma); mercado de capitais (monitora o desempenho atual e futuro da firma); mercado de projeto (mercado informacionalmente eficiente); mecanismo de *takeovers* (no sentido de, se esse ocorrer, o dirigente certamente perderá o seu emprego).

Conforme alega Lamb (1992), a lógica implícita na teoria da agência pode ser associada ao endividamento e os custos de agência, por meio dos seguintes relacionamentos:

- endividamento atua como um redutor das fontes de conflitos entre acionistas e dirigentes;
- os custos de agência carregam uma relação com um nível ótimo de endividamento;
- endividamento é um meio de informar aos investidores a capacidade com que as firmas podem administrar o seu futuro.

Conforme afirmam Myers e Majluf (1984), sob essa ótica, a hierarquia das fontes de financiamento ou *Pecking Order Hypothesis* – POH – explica por que algumas firmas aparentemente preferem o autofinanciamento à emissão de ações e, quando optam pela emissão, por que aparentemente preferem títulos de dívida à ações. Isto se deve ao fato que eles chama de *capitalismo administrativo*, uma tentativa de administradores de evitar a disciplina do mercado de capitais e cortar o vínculo que une os interesses dos administradores aos dos acionistas.

O aumento do nível de endividamento visando reduzir os custos de agência do capital próprio pode levar ao surgimento do chamado custo de agência das dívidas. Esse custo é gerado pelo conflito de interesses entre acionistas e credores e

constitui-se um grande limitador do endividamento. Sobre isso, Jensen e Meckling (1976) assinalam razões como:

- os chamados efeitos de incentivo;
- os custos de monitoração gerados em função desses incentivos;
- os custos de falência que levam a acreditar na inviabilidade de uma política empresarial que use apenas capital de terceiros para financiamentos de projetos.

Se, por um lado, o uso de dívidas atenua os custos de agência do capital próprio, por outro, leva ao surgimento dos custos de agência das dívidas. Esses custos surgem em decorrência do conflito entre os interesses dos acionistas e credores e restringem o uso do endividamento.

Conforme argumentam Kiumura, Lintz e Suen (1998), devido à possibilidade de ocorrência de *moral hazard* e assimetria de informação, o agente pode ficar propenso a tomar decisões que prejudiquem o principal. Nesse caso, seria racional que o principal utilizasse ferramentas de acompanhamento da gestão empresarial.

Nesse contexto, um problema de assimetria de informação poderia surgir em decorrência de que os administradores, agindo no interesse dos atuais acionistas da firma, buscam financiamento via novas emissões, isto é, por meio de novos acionistas. Somente os administradores têm acesso às informações sobre o real valor dos fluxos de caixa dos projetos de investimento, informação essa que é crucial para que os investidores avaliem corretamente as novas ações, mas a sua revelação por parte dos dirigentes é afetada pelo problema do *moral hazard*. Dessa forma, caso as novas ações sejam colocadas a um preço inferior ao seu verdadeiro valor, haverá uma transferência de riqueza dos antigos para os novos acionistas, o que também pode ser considerado um custo de agência aos antigos acionistas (LAMB, 1992).

Demsetz (1986) sustenta que negociações com uso de informações privadas certamente criarão oportunidades de algum agente lucrar às expensas de outros. Essas transferências de riqueza impactam principalmente os acionistas minoritários, devido ao seu acesso restrito à informação, dando origem a problemas patrimoniais

entre *insiders* e *outsiders*, bem como entre acionistas minoritários face aos diferentes custos de liquidação.

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

Sobre isso, Jensen e Meckling (1976) salientam que o administrador-proprietário de uma firma procura sempre maximizar sua utilidade. No caso de ele ser o único proprietário, supõe-se que procure maximizar a riqueza da firma (ou a sua própria). Dessa forma, cumpre a principal meta do administrador financeiro, qual seja, de maximizar a riqueza dos acionistas (no caso, ele próprio).

De acordo com Kloeckner (1994), a separação entre propriedade e controle permitiu o comportamento não maximizador por parte das grandes companhias. Então, as F&As podem ocorrer visando o aumento do bem-estar dos diretores das firmas adquirentes, mesmo que a operação de F&A cause impacto negativo no valor de mercado das suas ações, em detrimento de F&As que visem a substituição de diretores que não estejam maximizando o valor de mercado de suas firmas.

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

Manne (1965) fornece outra teoria sobre os motivos das F&As, a teoria do mercado de controle corporativo, segundo a qual, somente o *takeover* fornece garantias sobre eficiência competitiva entre administradores corporativos, protegendo os acionistas minoritários e minimizando os interesses conflitantes existentes dentro das firmas.

Pela teoria dos fluxos de caixa livres (fluxos de caixa excedente após o financiamento de todos os projetos que apresentam VPL positivo), F&As são mais

prováveis de destruir do que criar valor, mostrando que essas operações são tanto evidências dos conflitos de interesses existentes, como a solução para o problema. Destarte, essa teoria postula que as aquisições constituem maneira de os administradores gastarem dinheiro ao invés de distribuí-los aos acionistas. Administradores que não utilizam o poder de empréstimos e os fluxos de caixa livres possivelmente empreenderão baixos benefícios ou destruirão valor em F&As. Quanto maior os fluxos de caixa livres, mais discricionário é o comportamento do agente e maiores são os custos de agência do capital próprio. Uma forma de minimizar esses conflitos seria a redução desses fluxos de caixa livre sob controle do administrador, via uso de dívidas, com essas sendo uma motivação de os administradores e suas firmas serem eficientes (JENSEN, 1986).

### 3.1.5 Motivos para fusões e aquisições

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

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

- *teoria neoclássica da maximização dos lucros da firma*: as forças do mercado competitivo motivam os gerentes a tomarem decisões que maximizem o valor das firmas e a riqueza dos acionistas. As firmas se engajarão em *takeovers* se esses resultarem no aumento da riqueza dos acionistas adquirentes, advindos de aumentos na rentabilidade, seja pela criação do poder de monopólio, sinergias ou substituição de administradores ineficientes nas firmas adquiridas;
- *teoria da maximização da utilidade gerencial*: além de um nível satisfatório de lucros, administradores tentarão maximizar a sua utilidade (redução do risco de perder seus empregos, aumento no nível dos seus salários e aumento do poder e satisfação no trabalho), em detrimento da maximização da riqueza dos acionistas. Objetivos

que podem ser obtidos via aumento do tamanho da firma, sendo os *takeovers*, na prática, a forma mais prática de consegui-los. Ao invés do aumento da rentabilidade ou no tamanho, o aumento dos benefícios dos administradores são os objetivos mais prováveis.

A teoria da maximização da riqueza dos acionistas requer que um *takeover* leve a um aumento da rentabilidade para a firma adquirente, para que esse seja justificado. Em contraste, a teoria da maximização da utilidade da administração não necessariamente requer um aumento na rentabilidade. Um aumento no tamanho e um aumento dos benefícios dos administradores são os critérios mais prováveis. Dessa forma, podem-se analisar os *takeovers* por seu impacto na rentabilidade, tamanho e benefícios à administração, e isso dá algumas indicações para qual motivo de um *takeover* é mais importante (FIRTH, 1980).

Manne (1965), Mueller (1969), Gort (1969), Jensen (1986), Roll (1986), Scherer e Ross (1990) e Kloeckner (1994) apresentam os seguintes motivos para as F&As:

- *discrepâncias nas expectativas dos fluxos de caixa futuros e do risco associado ao resultado esperado* (expectativas assimétricas), com as diferentes expectativas levando os investidores a atribuírem valores diferentes a uma mesma firma, ocasionando propostas de compra;
- *irracionalidade individual* nas decisões de dirigentes, justificativa hipotética para as fusões, segundo a qual, sob condições de incerteza, os indivíduos nem sempre tomam decisões racionais. Irracionalidades essas, diluídas ou anuladas quando consideradas de forma agregada na interação dos vários agentes econômicos (ROLL, 1986);
- *compensações e incentivos tributários*, advindos de créditos tributários relativos a prejuízos acumulados por uma das firmas envolvidas poderem ser compensados, em exercícios futuros, pela outra firma que venha apresentando lucros;
- *fusões como uma alternativa a dividendos e recompra de ações*, situação presente em firma com fluxos de caixa livres. Segundo Benston

(1980, apud Kloeckner 1994), esse motivo está baseado nas premissas: 1. o valor da firma é independente do seu dividendo (Miller e Modigliani, 1961); 2. os investidores não pretendem utilizar os dividendos para consumo imediato; e 3. os dividendos recebidos serão reinvestidos na firma ou em outra dentro da mesma faixa de risco;

- *custos de reposição e valores de mercado*, situação que surge quando os custos de reposição dos ativos de uma firma foram maiores que o seu valor de mercado. Isto é, quando a razão *Q de Tobin* obtida pelo valor de mercado da firma dividida pelo custo de reposição dos seus ativos for menor do que a unidade ( $Q \text{ de Tobin} < 1$ ). As firmas com essa razão poderão vir a ser alvo de propostas de compra;

- *busca de economias de escala e escopo*, advindas de possíveis reduções nos custos em função do aumento do nível de produção, maior racionalização do esforço de pesquisa e desenvolvimento, uso conjunto de insumos específicos não divisíveis e transferência de tecnologia e conhecimento (*know-how*);

- *efeitos anticompetitivos e busca do poder de monopólio*, advindos de ganhos com o aumento da concentração de mercado e da conseqüente redução da competição;

- *redução do risco de insolvência* (fusões em conglomerado ou co-seguro), advinda da fusão entre duas ou mais firmas com fluxos de caixa sem correlação perfeita;

- *razões gerenciais*: as F&As podem ocorrer visando tanto o aumento do bem-estar dos diretores das firmas, mesmo que a operação cause impacto negativo no valor de mercado de suas ações, como a substituição de diretores que não estejam maximizando o valor de mercado de suas firmas. Três teorias servem de suporte à essas razões: teoria do mercado de controle corporativo (F&As têm por objetivo substituição de administrações ineficientes); teoria do fluxo de caixa livre (F&As são maneiras de os administradores gastarem dinheiro ao invés de distribuí-los aos acionistas); teoria da maximização do crescimento (os administradores maximizam o



crescimento de suas firmas, mais do que lucros ou o bem-estar dos acionistas);

- *elevadas barreiras de entrada* em novos mercados;
- *obtenção de capacidades adicionais e de sinergias operacionais* devido ao crescimento da demanda e à expectativa de aumento na riqueza dos acionistas como resultado da fusão.

### 3.1.6 Estratégias de defesa

A literatura econômico-financeira apresenta um número variado de mecanismos e terminologias envolvendo estratégias de defesa contra F&As hostis, as quais, segundo Huang e Walkling (1987), estão associadas à hipótese do bem-estar dos acionistas em resistir a uma proposta de aquisição, uma vez que essa resistência pode resultar em prêmios mais elevados, associados a um impacto positivo no preço (hipótese da maximização da riqueza dos acionistas). Por outro lado, essa resistência pode refletir esforços dos administradores em preservar a segurança dos seus empregos, fazendo uso de mordomias para a redução da probabilidade da tomada de controle. Quando conflitos de interesse existem, a administração maximiza seu bem-estar às expensas dos acionistas (maximização da sua utilidade gerencial).

Hirschey (1986), Huang e Walkling (1987), Brealey e Myers (1995), Ross, Westerfield e Jaffe (1995) e Weston e Brigham (2000) apresentam as seguintes estratégias de defesa:

- *pílulas envenenadas (poison pills)* e *repelentes de tubarão (shark repellents)*: normas corporativas a respeito de eleições do quadro de diretores, datas dos encontros anuais, número mínimo de ações para tentativas de *takeovers*, entre outros requerimentos que o dificultam;
- *greenmail*: pagamento em forma de um interesse minoritário de aquisição de controle acima dos custos de aquisição em retorno para um proponente desistir do *takeover* hostil;

- *fusões defensivas*: fusão amigável com outra firma, destinada a tornar uma firma-alvo menos vulnerável a um *takeover* hostil, devido ao fato do maior porte tornar mais difícil a sua aquisição;
- *reaquisição e limitação de participação*: firma readquire a participação de um comprador em potencial na sua estrutura societária, mediante pagamento de ágio substancial, o que também é conhecido como *chantagem verde*. A limitação de participação são contratos firmados entre as firmas envolvidas, nos quais, a firma adquirente concorda em limitar sua participação na outra;
- *elevação do valor da empresa*: uso de estratégias de investimento e da política de dividendos para aumentar o valor das ações da firma, como aumento da distribuição de dividendos, redução de investimentos com riscos elevados e desinvestimentos;
- *recuperação das próprias ações no mercado*;
- *ofertas próprias excludentes de compra*: a firma-alvo compra, com ágio, um certo número de suas próprias ações, excluindo os acionistas interessados no *takeover*;
- *fechamento de capital (LBO ou MBO)*;
- *jóias da coroa ou estratégia de terra arrasada*: a firma vende os seus principais ativos, tornando-se menos atraente para um *takeover*;
- *cavaleiro branco (white knight)*: a firma-alvo tenta encontrar uma outra firma, com uma postura mais amistosa, interessada em fazer a fusão ou aquisição.

### 3.1.7 Fusões e aquisições no mercado brasileiro

Segundo Triches (1996), a partir do início da década de 90, a economia brasileira iniciou um grande processo de mudanças, em decorrência da abertura comercial. Grande parte dos processos de fusões e aquisições, ocorridos desde então, estão associados ao quadro de recessão, altas taxas de juros praticadas no

mercado financeiro, implementação de sucessivos planos de estabilização, congelamentos de preços e salários, além do grave problema de sucessão familiar.

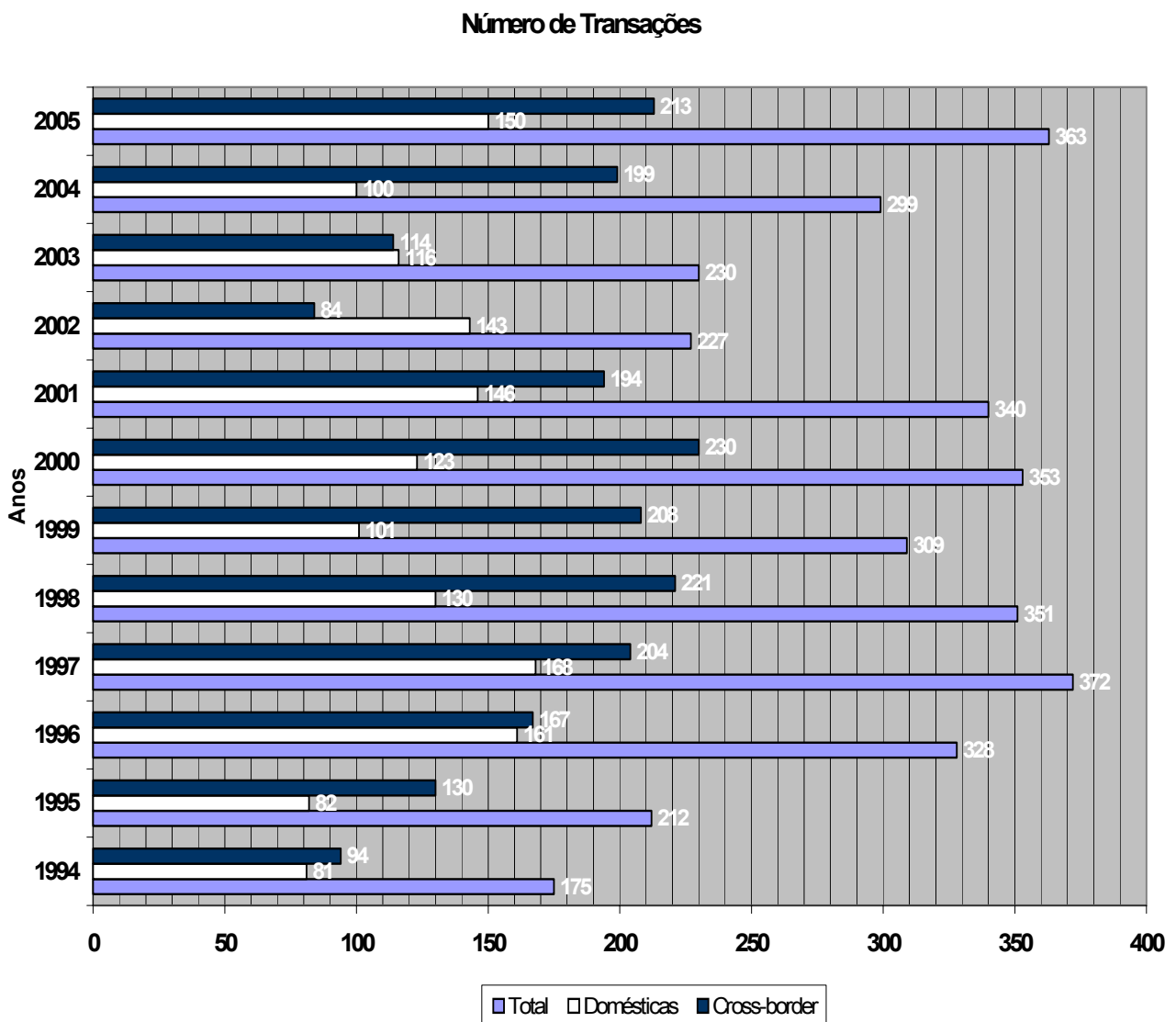
Procurando disciplinar e controlar os processos de fusões e aquisições no mercado, em 1994 o governo brasileiro transformou o Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE -, criado pela Lei nº 4.137, de 10 de setembro de 1962, em uma autarquia federal, vinculada ao Ministério da Justiça, por meio da Lei Antitruste nº 8.884, de 11 de junho de 1994, modificada pela Medida Provisória do Plano Real. Desde então, o CADE tem como atribuições, zelar pela livre concorrência econômica, difundir a cultura da concorrência por meio de esclarecimentos ao público sobre as formas de infração à ordem econômica e decidir questões relativas às mesmas infrações em todo território nacional. Na tarefa de julgar, investigar e analisar os atos de concentração econômica, o CADE é auxiliado pela Secretaria de Direito Econômico – SDE – e pela Secretaria de Acompanhamento Econômico – SEAE -.

A Lei de Defesa da Concorrência (Lei nº 8.884/94), em seu artigo 54 (parágrafo 1º), estabelece que as seguintes condições devem ser observadas nos atos de concentração empresarial: 1. tenham por objetivo aumentar a produtividade; 2. melhorar a qualidade de bens e serviços e 3. propiciar a eficiência e o desenvolvimento tecnológico ou econômico, observando-se que os benefícios decorrentes sejam distribuídos entre os participantes (produtores e consumidores) e não impliquem a eliminação da concorrência de parte substancial do mercado dominante. O parágrafo 3º (Redação dada pela Lei nº 10.149/00) estabelece que passarão pela avaliação dos órgãos competentes (CADE, SDE, e SEAE), os atos que visem a qualquer forma de concentração econômica, seja via fusão ou incorporação de empresas, constituição de sociedade para exercer o controle de firmas ou qualquer forma de agrupamento societário, que implique participação de firma ou grupo de empresas resultante em 20% (vinte por cento) de um mercado relevante, ou em que qualquer dos participantes tenha registrado faturamento bruto anual no último balanço equivalente a R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais).

De acordo com um estudo feito pela KPMG *Corporate Finance* intitulado “Pesquisa de Fusões e Aquisições em 2005 – 4º trimestre”, em relação ao número

de transações, pode-se observar na Figura 2 que, entre 1994 e 2005, ocorreram 3.559 processos de F&A, dos quais, 1.501 envolveram apenas empresas brasileiras (domésticas) e 2.058 foram resultado de uma firma brasileira e uma estrangeira (*cross-border*).

Os cinco primeiros setores de maior número de transações foram: alimentos, bebidas e fumo (384), tecnologia da informação (275), telecomunicações (259), instituições financeiras (255) e metalurgia e siderurgia (184).



**Figura 2 - Evolução do número de F&As no Brasil entre 1994 e 2005**

Fonte: Elaborada pelo autor com dados da KPMG, 2005

### 3.1.8 Fusões e aquisições em finanças

De acordo com Gort (1969), existem duas razões que talvez levem compradores e vendedores de firmas a esperar um aumento na riqueza como resultado da fusão: 1. o valor de mercado dos ativos das firmas combinadas aumente devido à fusão e 2. as avaliações dos compradores e vendedores são diferentes, com o resultado de que cada um espera ganhar pela transação embora nenhum preveja um aumento no valor a partir da propriedade comum.

Em finanças, apesar das diferentes abordagens que os processos de F&A são analisados, observa-se o predomínio na literatura econômico-financeira, nos últimos 20 anos, de questões envolvendo o impacto desses processos no valor de mercado das firmas envolvidas.

Mackinlay (1997) assinala que, nesse período, um enorme corpo de evidências empíricas sobre F&As foi desenvolvido, dominado pela metodologia de Estudo de Evento. Os resultados de maneira geral sugerem que, em um *takeover* de sucesso, os retornos anormais das firmas-alvo são elevados e positivos, enquanto os anormais das firmas adquirentes são próximos de zero.

Segundo Firth (1980), no exame da rentabilidade dos processos de F&A, é comum usar a teoria da eficiência de mercado, por essa fornecer uma medida dos retornos dos acionistas. Assumindo um mercado eficiente, pode-se medir o movimento dos preços de ações ao redor do tempo de um evento específico, obtendo-se uma medida direta do impacto econômico desse evento e uma medida direta do aumento ou redução na riqueza dos acionistas.

Jensen e Ruback (1983), analisando artigos publicados entre 1960 e 1983, sobre o controle corporativo pelo mercado, concluíram que os *takeovers* geravam ganhos positivos para acionistas-alvo, com resultados não significativos para acionistas adquirentes e que os ganhos criados por *takeovers* não advinham da criação de poder de mercado. Com exceção de manobras que excluía potenciais adquirentes, é difícil encontrar atitudes gerenciais relacionadas ao controle corporativo que prejudicam os acionistas. O controle corporativo pelo mercado pode

ser melhor visto como uma arena na qual times de administradores competem pelo direito de administrar recursos.

No Quadro 2, estão resumidos alguns trabalhos empíricos publicados na literatura econômico-financeira internacional.

Autor(es) / Ano / Mercado	Período / Dados / Metodologia	Considerações / Conclusões
Halpern / 1973 / EUA	Jan./50 – jul./65 / Mensais / Estudo de evento	O ganho médio para grandes firmas é positivo e o ganho total é dividido igualmente entre as firmas grandes e pequenas. Os prêmios divididos em favor das firmas pequenas não são evidências da hipótese da maximização da utilidade gerencial. O preço obtido pelos ativos é independente do tamanho da firma, mas a porcentagem dos ganhos está relacionada ao tamanho.
Mandelker / 1974 / EUA	1941 a 1967 / Mensais / Estudo de evento	Tanto acionistas adquirentes quanto alvos obtêm retornos anormais em fusões. O mercado de aquisições é perfeitamente competitivo; as informações sobre a fusão são eficientemente incorporadas aos preços das ações.
Haugen e Langetieg / 1975 / EUA	1951 a 1968 / mensais / Estudo de evento	Detectaram pequena evidência de sinergismo. Se o mercado fosse eficiente, uma mudança na lucratividade dos ativos deveria ser rapidamente capitalizada no preço das ações ordinárias da firma combinada. Acionistas poderiam ter obtido resultados similares via combinação de ações das duas firmas nas proporções adequadas em seus <i>portfólios</i> .
Ellert / 1976 / EUA	1950 a 1972 / Mensais / Estudo de evento	Os acionistas de firmas grandes, indiciadas nas leis antifusão, obtêm retornos anormais de aproximadamente 23% em média, sobre os oito anos anteriores à contestação. Os ganhos acumulados declinaram para menos de 2% no anúncio da contestação da fusão, o que representa um ajuste eficiente e racional dos preços ao conteúdo informacional de uma fusão contestada.
Firth / 1978 / UK	1972 a 1974 / Mensais / Estudo de evento	Não existe sinergismo em fusões. O único resultado significativo das fusões foi o aumento em tamanho e uma pequena evidência de que algumas mudanças subjacentes resultam em taxas de retorno positivas.
Kummer e Hoffmeister / 1978 / EUA	Jan./58 – jun./74 / Mensais / Estudo de evento	Firmas sujeitas à <i>takeovers</i> têm baixos retornos anormais anteriores ao anúncio desses, reflexos de ganhos não realizados pela substituição de administradores. O <i>takeover</i> dessas firmas é consistente com um mercado de controle corporativo que leva à utilização eficiente dos recursos. <i>Takeovers</i> aumentam a riqueza tanto para firmas-alvo, como adquirentes. Os resultados são consistentes com a alocação de recursos, isto é, o mercado antecipou corretamente o eventual impacto das fusões (mercado eficiente).

Dodd / 1980 / EUA	Jan./70 – dez./77 / Diários / Estudo de evento	Existe uma reação positiva rápida e elevada do mercado para propostas completas e uma reação negativa para propostas canceladas. Existe uma valorização das ações da firma-alvo, contrária à de propostas canceladas que os administradores não vetam, nas quais o preço das ações-alvo se retraem ao nível da pré-proposta.
Bradley / 1980 / EUA	Jul./62 – jul./77 / Diários / Estudo de evento	Em média, nas <i>tender offers</i> , os acionistas de ambas as firmas (adquirente e adquirida) obtêm um ganho significativo de capital; firmas adquirentes sofrem um perda significativa de capital nas ações das firmas-alvo que elas compram; acionistas das firmas-alvo obtêm ganhos elevados de capital em fusões e <i>tender offers</i> .
Firth / 1980 / UK	1969 a 1975 / Mensais / Estudo de evento	Fusões e <i>takeovers</i> foram benéficos para os acionistas das firmas adquiridas e para os administradores adquirentes, com pequenas perdas para acionistas das firmas adquirentes. Os <i>takeovers</i> são motivados mais por razões da maximização da utilidade gerencial, do que pela maximização da riqueza dos acionistas.
Asquith / 1983 / EUA	Jul./62 – dez./76 / Diários / Estudo de evento	Aumentos nos lucros beneficiam tanto acionistas adquirentes, como alvos. O mercado de capitais consegue antecipar prováveis firmas-alvo de fusão antes do seu anúncio, isto é, o mercado é eficiente. Devido a isso, estudos anteriores subestimaram as reações do mercado nessas operações.
Asquith, Bruner e Mullins Jr. / 1983 / EUA	1955 a 1979 / Diários / Estudo de evento	Firmas adquirentes obtêm ganhos elevados durante 21 dias contados a partir do anúncio de suas quatro primeiras propostas de compra. Retornos anormais estão positivamente relacionados ao tamanho relativo das firmas envolvidas na fusão; ganhos durante o período do anúncio são maiores para fusões que obtêm êxito. Conclusões foram consistentes com a Hipótese da maximização da riqueza.
Bradley, Desai e Kim / 1983 / EUA	1963 a 1980 / Mensais / Estudo de evento	Encontraram uma valorização positiva de ações de firmas-alvo cujas <i>tender offers</i> não obtiveram êxito. A rejeição de uma <i>tender offer</i> tem efeitos diferenciados nos preços das ações das firmas, dependendo de se ela tenha resultado em uma mudança de controle dos recursos da firma-alvo. As aquisições via <i>tender offer</i> são tentativas das firmas adquirentes em explorar sinergias e não apenas informações superiores, considerando o valor dos recursos da firma-alvo.
DeAngelo e Rice / 1983 / EUA	1974 a 1979 / Diários / Estudo de evento	Encontraram fraca evidência corroborando a hipótese de que as emendas de suporte contra <i>takeovers</i> são melhores explicados como um mecanismo de fortalecimento gerencial, sendo os mecanismos <i>antitakeover</i> adotados por que os administradores procuram proteção para seus trabalhos às expensas dos acionistas, ao invés de procurar prêmios maiores que beneficiassem aos acionistas.
Eckbo / 1983 / EUA	1963 a 1978 / Diários	Não encontrou evidências de que os efeitos na riqueza para firmas competidoras fosse diferente; de que firmas rivais se fusionando horizontalmente obtinham retornos negativos. Encontrou pouca evidência de que fusões têm efeitos colisão e anticompetitivos.

Malatesta / 1983 / EUA	1969 a 1974 / Mensais / Estudo de evento	Os retornos anormais acumulados no longo prazo na riqueza são negativos para firmas adquirentes e adquiridas, mas não significante nessas últimas. O impacto imediato da própria fusão é positivo e elevado para firmas adquiridas, mas maior em valor absoluto e negativo para firmas adquirentes.
Schipper e Thompson / 1983 / EUA	1952 a 1969 / Mensais / Estudo de evento	Atestaram a hipótese de que as aquisições têm um impacto favorável (retornos positivos) <i>ex ante</i> no valor das firmas; e que algumas alterações nas leis antitruste reduzem a expectativa de lucros de futuras aquisições.
Wier / 1983/ EUA	Dez./62 – mar./79 / Diários / Estudo de evento	Quando as aquisições são canceladas, seguindo impedimentos antifusões, as perdas para firmas-alvo são substanciais e compensam completamente os ganhos gerados quando as aquisições são propostas.
Dennis e Mcconnell / 1986 / EUA	1962 a 1980 / Diários / Estudo de evento	Retornos anormais para acionistas de firmas adquiridas são positivos e estatisticamente significantes; enquanto retornos anormais para acionistas das firmas adquirentes não são estatisticamente diferente de zero.
Huang e Walkling / 1987 / EUA	Abr./77 – ago./82 / Diários / Estudo de evento	Retornos anormais são mais elevados em <i>tender offers</i> do que em fusões; e mais elevados em <i>tender offers</i> com resistência do que sem. Propostas em dinheiro são associadas com retornos mais elevados.
Bradley, Desai e Kim / 1988 / EUA	1963 a 1984 / Diários / Estudo de evento	<i>Tender offers</i> exitosas aumentam o valor combinado de firmas-alvo e adquirente em média em 7,4%. A competição empírica entre firmas adquirentes aumenta o retorno para acionistas-alvo e o diminui para acionistas adquirentes.
Franks e Harris / 1989 / UK	Jan./55 – jun./85 / Mensais / Estudo de evento	Ao redor do anúncio, acionistas alvo ganham entre 25% e 30% e os adquirentes obtêm ganhos modestos ou nenhum. O desempenho das ações pós-aquisição sugere que essas são seguidas de desempenho favoráveis nos preços patrimoniais de firmas adquirentes.
Kaplan / 1989 / EUA	1980 a 1986 / Anuais / Análise de variáveis contábeis	Nos três anos seguintes ao MBO, firmas experimentaram aumentos nos fluxos de caixa do resultado operacional e do lucro líquido e queda no dos gastos operacionais. As mudanças operacionais se devem mais as melhorias nos incentivos do que demissão ou exploração administrativa dos acionistas ( <i>inside information</i> ).
Morck, Shleifer e Vishny / 1990 / EUA	1975 a 1987 / Diários	Aquisições tiveram retornos menores e negativos para firmas adquirentes no período do anúncio. Os retornos para acionistas adquirentes são baixos quando as firmas diversificam, compram uma firma em rápido crescimento e quando tiveram um desempenho ruim antes da aquisição. Destarte, os objetivos administrativos talvez motivem fusões que reduzam o valor das firmas adquirentes.
Vijh / 1994 / EUA	1962 a 1990 / Diários / Estudo de evento	Encontrou um excesso de retorno médio de 3%, de magnitude aproximadamente igual aos retornos na data do anúncio. Em média, os acionistas de firma fusionada via permuta de ações obtiveram um excesso de retorno de 1,5% no período analisado.



Servaes / 1996 / EUA	1961 a 1976 / Anuais	Não encontrou evidências de que firmas diversificadas foram valorizadas em nenhum dos segmentos industriais analisados durante os anos 60 e 70.
Switzer / 1996 / EUA	1697 a 1987 / Anuais / Regressão de fluxos de caixa	40 desempenho de firmas fusionadas melhorou após a sua combinação. Encontrou uma associação positiva entre a reavaliação anormal das firmas envolvidas ao redor do anúncio e às mudanças no desempenho operacional observado. Os <i>takeovers</i> são motivados por expectativas de melhoras operacionais (ganhos sinérgicos).
Denis, Denis e Sarin / 1997 / EUA	1984 a 1985 / dados anuais	A diversificação está negativamente associada à propriedade de ações pela administração e por grandes investidores externos à firma. Reduções na diversificação estão associadas a ameaças de controle corporativo externo, dificuldades financeiras e mudanças no quadro administrativo. Problemas de agência são responsáveis pela manutenção de estratégias que reduzem o valor das firmas e que a recentes tendência para o aumento do foco corporativo é atribuível às forças disciplinadoras do mercado.
Ghosh e Ruland / 1998 / EUA	1981 a 1988 / Anuais / Regressão multivariada	Encontram associação forte e positiva entre a propriedade administrativa de firmas-alvo e a probabilidade de aquisições via ação, sinalizando que administradores dessas firmas têm maior probabilidade de se manterem em seus empregos após a aquisição quando recebem ações ao invés de dinheiro.
Maquieira, Megginson e Nail / 1998 / EUA	Jan./63 – dez./93 / Diários	Não encontraram evidências de que fusões em conglomerado criam sinergias financeiras ou beneficiam credores às expensas de acionistas. Acionistas de firma adquirente perdem enquanto todos os demais portadores de títulos das firmas nem ganham nem perdem.
Rau e Vermaelen / 1998 / EUA	Jan./80 – dez./91 / Mensais / Estudo de evento	Acionistas adquirentes em fusões tiveram desempenho ruim nos três anos seguintes à aquisição, enquanto os de <i>tender offers</i> obtiveram um pequeno retorno anormal positivo, mas estatisticamente significativo.
Ely e Song / 2000 / EUA	1989 a 1995 / Anuais / Análise fatorial	Os resultados empíricos foram consistentes com a hipótese da maximização da riqueza para acionistas adquirentes. Os benefícios estão associados mais às estratégias de expansão implementadas, via grandes aquisições, do que várias aquisições de pequeno porte.
Song e Walkling / 2000 / EUA	Jan./82 – dez./91 / Mensais	Firmas rivais obtêm retornos anormais positivos, desconsiderando-se a forma e o resultado da aquisição, os quais aumentam significativamente com a magnitude da surpresa sobre a aquisição inicial. As firmas rivais que, subseqüentemente, tornaram-se alvos, obtiveram retornos anormais mais elevados próximo ao anúncio.
Ghosh / 2001 / EUA	1981 a 1995 / Anuais / Análise de regressão	Não encontrou evidências de melhoras no desempenho operacional após aquisições. Concluiu que o desempenho era melhor nas aquisições em dinheiro e que os fluxos de caixa aumentam nessas aquisições e reduzem nas aquisições via ações.
Graham,	1980 a 1995 /	A reação combinada de mercado para anúncio de aquisição é

Lemmon e Wolf / 2002 / EUA	Diários / Estudo de evento	positiva, mas o excesso de firmas adquirentes declina após o evento da diversificação. Muito da redução desse valor de excesso acontece por que as empresas de amostra adquirem unidades empresariais já descontadas, e não por que a diversificação destrói valor.
----------------------------	----------------------------	---

**Quadro 2 - Trabalhos empíricos sobre fusões e aquisições no mercado norte-americano (EUA) e inglês (UK)**

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Camargos (2002)

Os resultados das evidências apresentados no Quadro 2 sugerem que as F&As ocorrem visando tanto a maximização da riqueza de acionistas, como a maximização da utilidade gerencial; pode existir ou não sinergismo nessas operações, dependendo dos motivos subjacentes; a informação nova liberada ao mercado e suas possíveis interpretações por parte dos diversos participantes do mercado geram retornos anormais positivos; os mercados pesquisados, de uma forma geral, são eficientes, no que se refere à velocidade de incorporação de novas informações aos preços dos títulos; firmas maiores recebem a maior parte dos ganhos e investidores conseguem obter retornos iguais ou superiores aos de firmas combinadas (diversificadas) em investimentos na proporção adequada de ações de diferentes firmas, sinalizando que do ponto de vista da teoria de finanças, as F&As, que visem somente a diversificação, não são alternativas legítimas ou racionais de investimento.

Para o objetivo deste trabalho, o que interessa nos processos de fusões e aquisições é observar o retorno que o acionista teve após o evento e verificar se ele teve ou não a sua riqueza aumentada.

Dos autores citados no Quadro 2, que analisaram a maximização da riqueza do acionista após um processo de F&A, Mandelker (1974), Ellert (1976), Kummer e Hoffmeister (1978), Asquith (1983) e Ely e Song (2000) concluíram que o acionista obtêm retornos anormais positivos após uma F&A, ou seja, o processo aumentou a sua riqueza. Já Firth (1980), Malatesta (1983), Maquieira, Megginson e Nail (1998) e Rau e Vermaelen (1998) concluíram que após processos de F&A os acionistas perderam e não tiveram variação positiva na sua riqueza.

## 4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção enunciam-se as etapas que foram percorridas na elaboração da parte empírica da pesquisa, destacando-se a abordagem, técnica de pesquisa, as unidades de análise e de observação, além de descrever o método que foi utilizado, o Estudo de Evento, finalizando-se com a operacionalização da pesquisa.

### 4.1 Abordagem e técnica da pesquisa

O estudo foi feito com um enfoque quantitativo, baseado em dados secundários do mercado para estudar o comportamento dos preços das ações após o anúncio de fusões ou aquisições, procurando verificar qual foi o retorno para o acionista e se ele teve ou não sua riqueza aumentada.

Para analisar o comportamento dos preços de ações de firmas envolvidas em processos de fusão ou aquisição, foi utilizado o método descritivo, conforme descrito por Gil (1987). De acordo com este autor, esse tipo de pesquisa tem como objetivo primordial descrever as características de determinada população ou fenômeno, ou então, o estabelecimento de relações entre as variáveis. Trata-se de um estudo de natureza descritiva, cujo objetivo foi identificar e descrever determinado fenômeno (comportamento anormal dos preços das ações de empresas).

A técnica de pesquisa foi *ex-post-facto*, pois analisaram-se fatos ocorridos no passado, tendo como objetivo o entendimento de padrões de comportamento, os quais se esperam que se repitam no futuro.

## 4.2 Unidades de análise

As unidades de análise foram companhias de capital aberto, com títulos negociados na BOVESPA.

## 4.3 Unidades de Observação

As unidades de observação foram ações de empresas que fizeram anúncios públicos de processos de fusão ou aquisição no período de julho de 1994 e setembro de 2005, estando elas na qualidade de empresas adquirentes.

## 4.4 Método: *Estudo de Evento*

O método que foi utilizado na pesquisa é o que por convenção se chama na literatura de finanças de Estudo de Evento, o qual permite quantificar o impacto de informações específicas divulgadas pelas firmas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais (PROCIANOY e ANTUNES, 2001).

O termo “estudo de evento”, segundo Paxson e Wood (1998), descreve um desenho de pesquisa empírica largamente utilizada nas áreas de Finanças e Contabilidade, em que se estuda os impactos de eventos econômicos ou financeiros específicos no comportamento dos mercados de títulos. O evento é utilizado como critério de amostragem e o objetivo da pesquisa é a identificação de fluxos de informação e comportamento do mercado, tanto antes quanto depois do evento. Baseado na identificação do comportamento dos títulos pode-se inferir sobre a influência do evento nos mesmos.

A utilização do estudo de evento, segundo Paxson e Wood (1998), foi designada por Fama, em 1969. A pressuposição teórica básica deste tipo de estudo é de que o mercado possui uma classificação de eficiência semi-forte, que é caracterizada como aquela em que a informação pública é rápida e integralmente refletida nos preços das ações.

Pode ser utilizado em vários eventos importantes (informações relevantes divulgadas ao mercado) que impactam as expectativas dos investidores e, conseqüentemente, os preços dos títulos. Entre esses eventos destacam-se: subscrição de ações, emissão de títulos de dívida como debêntures, lançamento de recibos de depósito em outros mercados (DR's), bonificações, pagamento de dividendos, divulgações trimestrais, semestrais ou anuais de lucros; fusões e aquisições, vencimento de opções e desdobramento de ações (splits) entre outros.

De acordo com Brown e Warner (1980), a maior preocupação em Estudos de Evento tem sido avaliar a extensão com que o desempenho dos preços de títulos ao redor do evento tem sido anormal. Isto é, a extensão pela qual retornos de títulos são diferentes daqueles que são considerados normais dado um modelo de equilíbrio de determinação de retornos anormais.

Segundo Campbell, Lo e Mackinlay (1997, p. 149), a “utilidade de um estudo de evento advém do fato de que, dada a racionalidade do mercado, os efeitos de um evento serão refletidos imediatamente nos preços dos títulos”. Isto é, de maneira geral, os estudos de evento têm mostrado, como seria esperado em um mercado racional, como os preços respondem às novas informações.

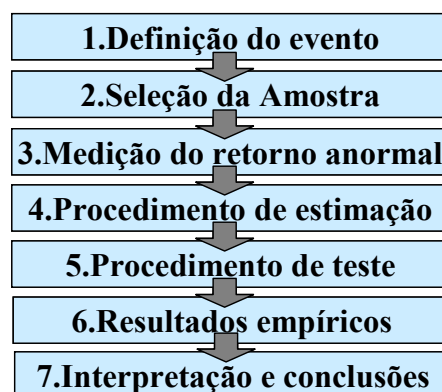
A justificativa para o uso dessa metodologia é fornecida por Fama (1991, p. 1607) ao afirmar que

a evidência mais clara da eficiência de mercado advém dos estudos de evento, especialmente estudos de evento de retornos diários. Quando o evento de uma informação pode ser datado precisamente e o evento tem um grande efeito nos preços, sendo a maneira de se abstrair as expectativas de retornos para medir retornos anormais uma consideração de segunda ordem. Como resultado, estudos de evento podem dar um quadro claro da velocidade do ajuste dos preços à informação.

#### 4.4.1 Operacionalização

O método utilizado foi o do Estudo de Evento, o qual consiste em utilizar um modelo de geração de retorno de ações, considerado como padrão, denominado retorno normal ou esperado, o qual é tido como o retorno que o título teria caso o evento não ocorresse. Depois disso, visando identificar um comportamento anormal nos períodos próximos a um evento específico que se está analisando, calcula-se a diferença entre o retorno esperado fornecido pelo modelo e o retorno observado no período de análise. Isto é, focaliza-se na determinação de retornos anormais de títulos em torno ou na data do anúncio de um evento. Este retorno anormal é considerado como um desvio dos retornos dos títulos ex ante, não condicionados ao evento (KLOECKNER, 1995). O fato de a variância dos retornos aumentar próximo à data de divulgação do evento sinaliza que ele contém informações relevantes.

Os procedimentos de um estudo de evento foram descritos por Campbell, Lo e Mackinlay (1997) conforme a Figura 3:



**Figura 3 - Etapas de um Estudo de Evento**

Fonte: Elaborada pelo autor

##### 4.4.1.1 Definição do Evento

O primeiro passo foi a definição do evento a ser estudado e a identificação da data relevante para o mesmo. O evento é o anúncio de um processo de fusão ou aquisição e a data do evento é a data do anúncio (*data zero*). A janela do evento é o

período no qual os preços dos títulos das empresas serão examinados. Devem ser incluídos períodos de tempo considerados importantes para a verificação das alterações. Também é usual, uma vez que pode haver vazamento de informações privilegiadas antes do anúncio, que se inclua na janela do evento um período anterior ao mesmo.

#### 4.4.1.2 Seleção da Amostra

Definem-se os critérios (base de dados utilizada, seleção do setor econômico, empresas afetadas pelo evento em estudo) para inclusão de uma dada empresa em sua amostra e caracterização.

#### 4.4.1.3 Retornos Normais e Anormais

Para a avaliação do impacto do evento, deve ser medido o retorno anormal. Tal retorno é tido como o retorno real verificado no título, menos o retorno normal esperado para a empresa no período da janela do evento. O retorno normal é definido como o retorno esperado, se o evento não tivesse acontecido. Assim, para cada ação  $i$ , e data de evento  $t$ , pode-se definir:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} | X_t) \quad (1)$$

Onde  $AR_{it}$  representa o retorno anormal,  $R_{it}$  , representa o retorno real, e  $E(R_{it})$  representa o retorno normal, ou esperado para cada período de tempo  $t$ .  $X_t$  é a informação condicionante para o modelo de performance normal. As duas formas mais utilizadas para a modelagem do retorno normal, segundo MacKinlay (1997), são os modelos de retorno médio constante, onde  $X_t$  é tido como um título de retorno constante no tempo, e de mercado, onde se assume uma relação linear estável entre o retorno de mercado e o retorno do título.

Soares, Rostagno e Soares (2002) apresentam duas formas de cálculo dos retornos normais: a tradicional, que pressupõe um regime de capitalização discreta; e a logarítmica, que pressupõe um regime de capitalização contínua. Para esses

autores, a utilização da capitalização contínua ou discreta dependerá da visão do pesquisador frente à dinâmica informacional do mercado e a reação das ações às informações. As formas seriam:

✓ **A forma tradicional de cálculo.**

Com capitalização discreta, o preço de um título em um período é dado por:

$$P_t = P_{t-1}(1+r) \quad (2)$$

Onde:

- r é a taxa de retorno.
- $P_t$  é o preço da ação na data t
- $P_{t-1}$  é o preço da ação na data t-1

A expressão pode ser reescrita como:

$$\frac{P_t}{P_{t-1}} = 1+r \Rightarrow r = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \quad (3)$$

ou, na forma como é tradicionalmente visualizada:

$$r = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (4)$$

✓ **A forma logarítmica**

Com capitalização contínua, o preço de um título é dado por  $P_t = P_{t-1}e^r$  (uma vez que se está utilizando apenas um período, ou seja,  $t = 1$ ), onde:

- r é a taxa de retorno.
- $P_t$  é o preço da ação na data t
- $P_{t-1}$  é o preço da ação na data t-1

A expressão pode ser reescrita da seguinte forma:

$$\frac{P_t}{P_{t-1}} = e^r \quad (5)$$



Extraindo o logaritmo natural dos dois lados da igualdade obtêm-se:

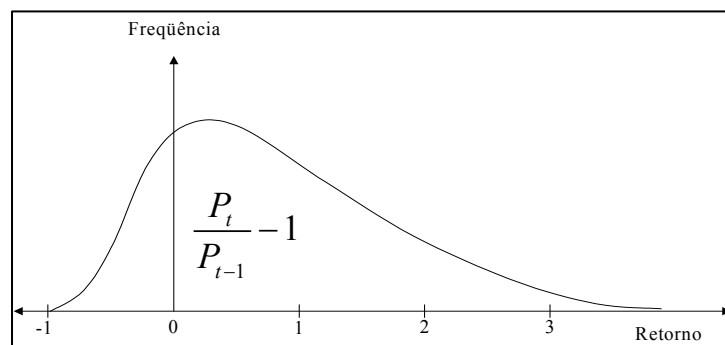
$$r = \ln \left( \frac{P_t}{P_{t-1}} \right) \quad (6)$$

que pelas propriedades do logaritmo é equivalente a:

$$r = (\ln P_t - \ln P_{t-1}) \quad (7)$$

A equação (7), então, corresponde ao retorno calculado em um período único, pressupondo um regime de capitalização contínua.

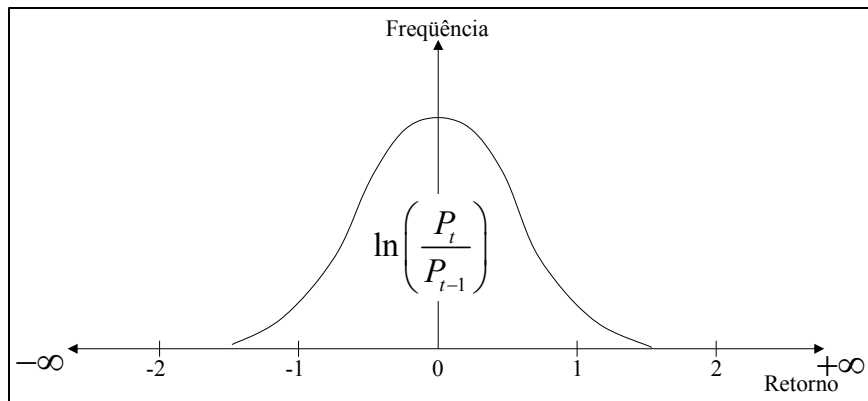
Segundo Soares, Rostagno e Soares (2002), em termos estatísticos, na forma Tradicional de cálculo do retorno (equação 3), a distribuição dos retornos das ações, calculada com o pressuposto de serem de capitalização discreta, é assimétrica à direita, conforme mostrado na Figura 4:



**Figura 4 - Distribuição de freqüência de retornos pela fórmula tradicional de cálculo**

Fonte: Soares, Rostagno e Soares, 2002, p. 5.

Enquanto que na forma Logarítmica, a curva relativa à distribuição de freqüência dos retornos, pressupondo capitalização contínua, seria simétrica em relação a “zero” como a que se pode visualizar na Figura 5. A qual tende a aproximar a distribuição de freqüências dos retornos calculados vai logarítmico natural da curva normal.



**Figura 5 - Distribuição de freqüência dos retornos pela fórmula logarítmica**

Fonte: Soares, Rostagno e Soares, 2002, p. 6.

Soares, Rostagno e Soares (2002), assinalam que a forma de cálculo dos retornos mais adequada é a logarítmica, pois apresenta uma distribuição de retornos mais próxima à distribuição normal, a qual constitui um dos pressupostos de testes estatísticos paramétricos.

#### 4.4.1.4 Procedimento de estimação

Uma vez que o modelo de performance normal foi selecionado, os parâmetros do modelo devem ser estimados utilizando um subconjunto de dados conhecido como janela de estimação. A escolha mais comum, quando possível de ser executada, é a utilização do período anterior ao da janela do evento. Assim, num estudo de evento utilizando dados diários e o modelo de mercado para a mensuração de retornos normais, pode-se utilizar como janela de estimação períodos de 30, 90, 120 dias anteriores ao evento, ou qualquer outro período de tempo, dependendo da teoria a ser testada. O período do evento, geralmente, não é incluído na janela de estimação para prevenir a influência do evento na estimação do parâmetro para a performance do modelo normal.

#### **4.4.1.5 Procedimento de teste**

A partir da estimação do parâmetro para o modelo de performance normal, os retornos anormais já podem ser calculados. Deve-se, então, proceder ao teste dos retornos anormais. Considerações importantes nesta fase são a definição da hipótese nula e a determinação de técnicas para a agregação de retornos anormais de empresas individuais.

#### **4.4.1.6 Resultados empíricos**

A apresentação dos resultados empíricos segue a formulação tradicional de trabalhos econométricos. Além dos resultados empíricos básicos, a apresentação de diagnósticos pode ser interessante. Um ponto a ser observado neste estágio, principalmente nos casos de estudos com número limitado de observações, é que os resultados empíricos podem ser fortemente influenciados por algumas poucas empresas, e isto deve ser considerado nas conclusões, ou deve-se proceder ao tratamento de *outliers* (observações aberrantes) antes de concluir sobre os resultados.

#### **4.4.1.7 Interpretação e conclusões**

Os resultados empíricos devem levar a interpretações teóricas acerca dos mecanismos pelos quais os eventos afetam os preços dos títulos. Análises adicionais podem ser incluídas para distinguir entre teorias concorrentes.

#### **4.4.2 Modelos de determinação de retornos anormais**

Segundo MacKinlay (1997), os modelos utilizados para medir os retornos anormais podem ser divididos em duas categorias: estatísticos e econômicos.

#### 4.4.2.1 Modelos Estatísticos

Os modelos estatísticos partem de premissas puramente estatísticas e não dependem de argumentos econômicos. Brown e Warner (1980, 1985) apresentam três modelos de cálculo de retornos anormais largamente empregados em trabalhos envolvendo estudos de evento. A seguir, são apresentados tais modelos:

1) Retornos ajustados à média – os retornos anormais são estimados através da diferença entre os retornos observados e a média dos retornos correspondentes no mesmo período. Desta forma, são determinados, para cada ação, os retornos anormais no período analisado. Assim, tem-se que:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - R_i \quad (8)$$

Onde  $A_{i,t}$  é o retorno anormal da ação  $i$  no período  $t$ ,  $R_{i,t}$  designa o retorno da ação  $i$  no período  $t$  e  $R_i$  representa a média simples dos retornos da ação  $i$  para um período passado.

2) Retornos ajustados ao mercado – os retornos anormais são obtidos, simplesmente, pela diferença entre o retorno da ação e o retorno do *portfolio* de mercado no mesmo período.

$$A_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (9)$$

Onde  $R_{m,t}$  é o retorno do *portfolio* de mercado no período  $t$ . O *portfolio* de mercado pode ser definido como a combinação linear de todas as ações de risco. Este modelo, segundo Brown e Warner (1980), é similar ao modelo econômico do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) para o caso específico de todas as ações possuírem beta ou risco sistemático igual a um.

3) Retornos ajustados ao risco e ao mercado – assume que os retornos anormais das ações são observados pela divergência dos retornos individuais efetivamente ocorridos em relação ao retorno do *portfolio* de mercado calculado usando um modelo de fator simples. Algebricamente, a fórmula pode ser assim descrita:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i R_{m,t} \quad (10)$$

Onde  $\alpha_i$  e  $\beta_i$  são valores OLS (*ordinary least squares*, ou mínimos quadrados ordinários) para o período estimado, ou seja, parâmetros da regressão linear envolvendo os retornos da ação e os retornos do mercado.

O modelo ajustado ao mercado mostra-se como o modelo mais utilizado para o cálculo dos retornos anormais em estudos de evento realizados nos Estados Unidos. Este apesar da simplicidade do cálculo tem apresentado desempenho similar aos modelos mais sofisticados, diante das mais variadas condições, na detecção de retornos anormais (Brown e Warner, 1980).

#### 4.4.2.2 Modelos Econômico-Financeiros

Os modelos econômicos, segundo MacKinlay (1997), apresentam restrições adicionais comparativamente aos modelos estatísticos. Estes utilizam pressupostos econômicos como ponto de partida para o desenvolvimento dos modelos. O primeiro modelo aqui descrito é o CAPM, apresentado por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966). Tal modelo pressupõe que a taxa de retorno de todos os ativos de risco é função de sua covariância com o *portfolio* de mercado (beta), sendo este o único fator medidor do risco. O CAPM parte do conceito do beta, da suposição que todos os investidores são avessos ao risco e que estes utilizam, de forma indiscriminada, a ferramenta desenvolvida por Markowitz para selecionar suas carteiras de ações. A eficiência do *portfolio* de mercado implica em uma relação linear e positiva entre o retorno esperado e o beta de mercado e, também, denota o beta de mercado como fator determinante dos retornos esperados. Algebricamente, o CAPM pode ser representado da seguinte forma:

$$E(R) = R_f + \beta_i (R_m - R_f) \quad (11)$$

Onde  $E(R)$  é o retorno esperado de um título,  $R_f$  é o retorno do ativo sem risco,  $\beta_i$  é o beta da ação  $i$  e, finalmente,  $R_m$  é o retorno esperado do *portfolio* de mercado. O retorno anormal calculado a partir do CAPM pode, portanto, ser assim definido:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - (R_f + \beta_i(R_m - R_f)) \quad (12)$$

Sendo as variáveis as mesmas definidas anteriormente.

Klockner (1995) aponta uma forma alternativa do CAPM utilizada por Black (1972) para cálculo do retorno anormal. Esta pode ser descrita através da seguinte equação:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - (R_{z,t} + \beta_i(R_m - R_{z,t})) \quad (13)$$

Onde o retorno do ativo sem risco é assumido como sendo o retorno do *portfolio* de variância mínima,  $R_{z,t}$ .

O segundo modelo econômico de precificação de ativos, APT (*Arbitrage Price Theory*), foi desenvolvido por Ross no ano de 1976. O modelo tem como pressuposto básico a impossibilidade de duas carteiras livres de risco apresentarem retornos esperados diferentes. Caso contrário, a diferença será prontamente eliminada pelo processo de arbitragem. A APT prevê que a sensibilidade de um valor mobiliário a alguns fatores e a correlação dos retornos no mercado como um todo, determinam o prêmio de risco. A relação entre o retorno esperado e as várias sensibilidades aos fatores (betas) deve apresentar relação linear, podendo ter inclinação positiva ou negativa. A teoria não especifica quais são esses fatores, apenas, afirma que estes são fatores de âmbito setorial ou macroeconômico responsáveis pela parte do risco que não pode ser anulada com a diversificação. Matematicamente, o cálculo do retorno anormal utilizando a abordagem da APT pode ser descrito da seguinte forma:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - (E(R_i) + \beta_{i,1}F_1 + \dots + \beta_{ik}F_k + \varepsilon_i) \quad (14)$$

Onde  $\beta_{i,1}$ , por exemplo, representa o *beta* da ação  $i$  relativo ao fator 1 utilizado no modelo.

## 4.5 Operacionalização da Pesquisa

Nesta seção é apresentado como foi feita a pesquisa empírica, com base nas etapas do Estudo de Evento previamente descritas na seção 4.4.1.

### 4.5.1 Evento

O evento que foi analisado foram os anúncios de fusões ou aquisições feitos por companhias brasileiras de capital aberto, com ações listadas na BOVESPA, estando elas na qualidade de companhias compradoras. Estes anúncios foram feitos entre julho de 1994 e setembro de 2005.

As datas da ocorrência (*data zero*) dos anúncios de cada empresa foram definidas como sendo a deliberação da diretoria sobre o processo de fusão ou aquisição. Isto é, com base na Assembléia Geral Extraordinária – AGE – ou Reunião do Conselho de Administração – RCA.

Entre os anos de 1994 e 2002 a listagem das firmas com os respectivos dias dos eventos foi obtida junto à Consultoria LAFIS. Já a lista de empresas que anunciaram processo de fusão ou aquisição entre 2003 e 2005 foi tirada de uma pesquisa feita pelo autor na Bloomberg, no site especializado em fusões e aquisições ZEPHYR Global M&A Data ([www.bvdep.com](http://www.bvdep.com)), em consultas realizadas junto aos arquivos do jornal Valor Econômico no site ([www.valoronline.com.br](http://www.valoronline.com.br)) e em relatórios específicos de fusões e aquisições, publicados pelas empresas Deloitte Touche Tohmatsu e Ernest & Young. De posse dessa lista, foi feita uma pesquisa no site da Bovespa ([www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)) para obter a data precisa da AGE ou da RCA.

Os dados referentes aos preços das ações e do IBovespa foram obtidos do banco de dados Economatica.

A partir da *data zero* de cada empresa, foi utilizada um janela de evento com os 6 meses anteriores e os 36 meses posteriores ao anúncio da F&A (de -6 a +36),

para observar o fenômeno. Isto significa um período de 43 meses para os testes estatísticos. Os 6 meses anteriores a data da AGE/RCA serviram para observar o comportamento do mercado. Caso fosse identificada alguma anormalidade (retorno anormais significativos estatisticamente), poderia ser um indício de uso de informações privilegiadas. Nos 36 meses após a *data zero*, foi observada a reação do mercado ao anúncio do processo de fusão ou aquisição para verificar o retorno obtido pelos acionistas destas empresas.

A janela de estimação foi determinada como sendo os 60 meses anteriores a janela do evento, ou seja de -67 meses a -7 meses. Os cálculos do *alfa* e do *beta* foram feitos a partir da janela de estimação. Apenas 4 casos, em função de falta de dados, (Coteminas 1, Coteminas 2, Net e Tim Sul) foram feitos com 48 meses anteriores a janela do evento (de -55 à -7).

#### 4.5.2 Critérios de seleção da amostra

Os dados que foram utilizados pela pesquisa (preços de ações e pontos do Ibovespa) são secundários e foram obtidos do banco de dados Economática. No cálculo dos retornos das ações foram utilizadas cotações de fechamento mensais, em Real, ajustadas por inflação (IPCA) e ajustadas por provento, inclusive dividendos. Os ajustes de inflação foram feitos devido ao período de alta inflação anterior a julho de 1994, período onde grande parte da amostra teve a sua janela de estimação. A classe das ações das empresas foram selecionadas de acordo com a liquidez.

O número de companhias abertas listadas em bolsa que realizaram processo de fusão ou aquisição no período de julho de 1994 a setembro de 2005 é bastante reduzido.

Após a pesquisa realizada para encontrar a amostra foram encontrados 83 anúncios de fusões ou aquisições. O quadro descritivo com a amostra inicial pode ser visto no APÊNDICE A. Negociações com valor inferior a R\$ 100.000,00 foram descartadas, visando evitar uma distorção nos resultados.



O total de eventos de fusões e aquisições de companhias brasileiras de capital aberto com ações listadas na Bovespa, compreendidos no período analisado, é desconhecido. Assim sendo, estima-se que esses 83 eventos seja um número perto da totalidade dos eventos. Quando comparado a um mercado mais desenvolvido esse número é pequeno. Algumas suposições para esse fato são os custos financeiros muito altos do nosso mercado de capitais e os altos juros de financiamento de longo prazo, fundamental para um processo de fusão ou aquisição.

Dos 83 eventos selecionados primeiramente, foram excluídos 29. Essa exclusão se deu em função da não existência de dados no banco de dados Económica ou em função de períodos sem negociação. O período final do estudo ficou entre maio de 1995 e setembro de 2005. Ao final, a amostra analisada ficou com 54 eventos. Dos 54 eventos, 39 deles são completos, ou seja, com 36 meses após a *data zero*. Dos 15 eventos restantes, 3 deles só foi possível a análise por 12 meses após a *data zero*, 5 com 18 meses, 4 com 24 meses e 3 com 30 meses.

Os dados analisados foram mensais para poder melhor compreender o retorno para o acionista no médio e longo prazo, após 12, 18, 24, 30 e 36 meses do anúncio, verificando assim se o investidor teve ou não sua riqueza aumentada.

#### 4.5.3 Medição do retorno anormal

Como a pesquisa é baseada no retorno anormal das ações em torno de determinado evento, dado um modelo de determinação de retornos anormais, o modelo geral utilizado para a pesquisa foi o da equação (1):

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} | X_t) \quad (1)$$

onde  $t$  é o tempo do evento.

Após a coleta dos preços de fechamento mensais no banco de dados Económica, foram selecionados os dados correspondentes às janelas do estudo (estimação e evento). As datas dos fechamentos das ações são concomitantes com as do IBovespa. Feita essa seleção, os retornos mensais foram calculados pela

forma logarítmica, conforme a equação (6) descrita anteriormente. De acordo com Soares, Rostagno e Soares (2002), a forma logarítmica é a mais adequada por apresentar uma distribuição de retornos mais próxima a distribuição normal.

Para o cálculo dos retornos normais, foi usado o Modelo Ajustado ao Risco e ao Mercado, o qual estabelece uma relação linear entre o retorno da ação e o retorno de mercado. Conforme mencionado anteriormente, esse modelo apresenta desempenho um pouco melhor quando a data do evento é de difícil identificação. Este modelo leva em conta o risco específico de cada empresa, proposto por Modigliani e Miller (1958). A forma utilizada para o cálculo dos retornos anormais foi a da equação (10):

$$A_{i,t} = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i R_{m,t} \quad (10)$$

onde,

$A_{i,t}$ , retorno anormal da empresa  $i$ , no período  $t$ ;

$R_{i,t}$ , retorno obtido pela empresa  $i$ , no período  $t$ ;

$R_{m,t}$  retorno do mercado, no período  $t$ ;

$\alpha_i$  e  $\beta_i$  são valores OLS (*ordinary least squares*, ou mínimos quadrados ordinários) para o período estimado, ou seja, parâmetros da regressão linear envolvendo os retornos da ação e os retornos do mercado, no período compreendido entre -67 meses a -7 meses.

#### 4.5.4 Procedimento e teste estatístico

Nesta etapa é demonstrado como foram realizados os testes estatísticos e testada a hipótese nula. A hipótese nula testada a é de que um evento de fusão ou aquisição não afeta o retorno das empresas envolvidas em um processo de fusão ou aquisição, estado elas na qualidade de compradoras.

**H0: O evento não tem influencia nos preços das ações**

**H1: O evento tem influencia nos preços das ações**

Neste teste foi verificado se os retornos anormais médios encontrados entre -6 e +6 meses são estatisticamente diferente de zero.

Para se fazer esse teste utilizou-se o Teste T, calculado como:

$$T(\overline{RA}_t) = \frac{\overline{RA}_t}{S_p \div \sqrt{N}} \quad (15)$$

onde,

$T(\overline{RA}_t)$  é o Teste T dos retornos anormais médios para determinado período t;

$\overline{RA}_t$  é o retorno anormal médio em determinado período t;

$S_p$ , é o desvio padrão da variância média calculada a partir das variâncias de todas as ações na janela de estimação;

e  $\sqrt{N}$  é a raiz quadrada do número de empresas que compõe o estudo.

#### 4.5.5 Procedimento de estimação

Conforme descrito anteriormente, a janela de estimação foi composta pelos 60 meses anteriores à janela do evento (de -67 a -7). Apenas 4 casos tiveram uma janela de estimação menor, de 48 meses anteriores à janela do evento (de -55 a -7) em função da falta de dados no banco de dados Economática.

O período utilizado para o cálculo dos parâmetros *alfa* e *beta* foi o de 60 meses ou 48 meses anteriores à janela do evento por que caso existisse sobreposição desses períodos, se correria o risco do evento influenciar o cálculo dos retornos normais.

#### 4.5.6 Procedimento de teste

Após calcular os retornos anormais de todas as empresas que anunciaram fusões ou aquisições, utilizou-se o conceito da média aritmética para se estimar o retorno anormal acumulado médio das empresas entre maio de 1995 e setembro de 2005:

$$\overline{RAA} = \frac{\sum RAA_t}{N} \quad (16)$$

Onde t é o período.

De posse dessa média foi possível analisar o retorno para o investidor no médio e longo prazo e verificar se ele teve ou não ganhos de riqueza.

A hipótese nula testada foi a de que os retornos anormais acumulados médios nos períodos de 12, 18, 24, 30 e 36 meses após o evento eram menores ou iguais a zero, indicando que não houve retornos anormais depois do evento e mostrando que o acionista não teve variação na sua riqueza após um processo de fusão ou aquisição.

**H0: O evento de fusão ou aquisição não apresentou variação estatisticamente diferente de zero, indicando que o evento não aumenta a riqueza do acionista.**

Isto é:

**H0= RAAit de todas as empresas da amostra é menor ou igual a zero (RAit ≤ 0)**

A outra hipótese é:

**H1 - O evento de fusão ou aquisição apresentou variação estatisticamente diferente de zero, indicando que o evento aumenta a riqueza do acionista.**

Isto é:

**H1= RAit de todas as empresas da amostra é maior que zero (RAit >0)**

O programa utilizado para nos procedimentos de cálculo e teste foi o *Microsoft Excel* versão *Office-2002*.

As etapas seguintes são as duas últimas da pesquisa e consistem na análise dos resultados empíricos e interpretação e logo após as considerações finais do trabalho.

## 5 RESULTADOS E ANÁLISES

Nesta parte do trabalho são mostrados os procedimentos da análise estatística dos dados.

### 5.1 Amostra final e dados da regressão

A análise foi feita com uma amostra final composta de 54 eventos, que se dividem ao longo do tempo conforme descrito na Tabela 1:

**Tabela 1 - Distribuição dos eventos no período estudado**

Ano	Nº Eventos
1995	5
1996	8
1997	4
1998	5
1999	5
2000	7
2001	3
2002	3
2003	5
2004	5
2005	4
Total	54

Fonte: Elaborada pelo autor com dados da pesquisa

O Quadro 3 descreve a amostra final utilizada pela pesquisa.

Nº	Empresa	Código	Data da F&A
1	Cofap S/A	FAPC4	5/5/1995
2	Unibanco S/A	UBBR4	18/11/1995
3	Cimentos Itaú S/A	ICPI4	1/12/1995
4	Cofap S/A	FAPC4	15/12/1995
5	Gerdau Metalúrgica S/A	GOAU4	29/12/1995
6	Randonpar S/A	RAPT4	11/1/1996

7	Cofap S/A	FAPC4	11/6/1996
8	BCN S/A	BCNA4	12/6/1996
9	Bombril S/A	BOBR4	30/10/1996
10	Banco Itaú S/A	ITAU4	25/11/1996
11	Electrolux S/A	REPA4	29/11/1996
12	Trikem S/A	CPCA4	12/12/1996
13	Gerdau S/A	GGBR4	23/12/1996
14	Coteminas S/A	CTNM4	30/6/1997
15	Coteminas S/A	CTNM4	30/8/1997
16	Ceval S/A	CEVA4	18/11/1997
17	Bradesco S/A	BBDC4	2/12/1997
18	Sadia Figobrás S/A	SDIA4	30/7/1998
19	Metal Leve S/A	LEVE4	14/9/1998
20	Banco Itaú S/A	ITAU4	14/10/1998
21	Usiminas S/A	USIM5	27/8/1998
22	Arcelor Brasil S/A	ARCE3	28/12/1998
23	Brahma S/A	AMBV4	1/7/1999
24	Telesp S/A	TLPP4	30/11/1999
25	Cia. Paulista de Força e Luz S/A	PALF5	15/12/1999
26	Eletrobrás S/A	ELET6	21/12/1999
27	Itautec Philco S/A	ITEC3	31/12/1999
28	Brasil Telecom S/A	BRT04	28/2/2000
29	Inepar Construções S/A	INEP4	13/4/2000
30	Cia Vale do Rio Doce	VALE5	29/5/2000
31	Trikem S/A	CPCA4	11/8/2000
32	Bradesco S/A	BBDC4	18/10/2000
33	Klabin S/A	KLBN4	25/11/2000
34	Unibanco S/A	UBBR4	28/12/2000
35	Brasil Telecom S/A	BRT04	2/1/2001
36	Cia Suzano de Papel e Celulose	SUZB5	26/9/2001
37	Coteminas S/A	CTNM4	9/11/2001
38	Metal Leve S/A	LEVE4	24/4/2002
39	Tim Sul S/A	TPRC6	19/11/2002
40	Petrobras S/A	PETR4	9/12/2002
41	Braskem S/A	BRKM5	17/3/2003
42	Bradesco S/A	BBDC4	31/3/2003
43	Banco Itaú S/A	ITAU4	10/6/2003
44	Cia Vale do Rio Doce S/A	VALE5	29/8/2003
45	Tim Nordeste S/A	TPEC6B	30/1/2004
46	Braskem S/A	BRKM5	12/12/2003
47	Tim Participações S/A	TCSL4	31/5/2004
48	Net S/A	NETC4	6/8/2004
49	Usiminas S/A	USIM5	9/11/2004
50	Votorantim Celulose e Papel S/A	VCPA4	11/11/2004
51	Tim Participações S/A	TCSL4	27/4/2005
52	Embratel S/A	EBTP4	23/5/2005
53	Arcelor Brasil S/A	ARCE3	27/7/2005
54	Arcelor Brasil S/A	ARCE3	30/9/2005

**Quadro 3 - Amostra final utilizada na pesquisa**

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da pesquisa

Os valores e parâmetros do Modelo Ajustado ao Risco e ao Mercado obtidos pela regressão estão dispostos na Tabela 2:

**Tabela 2 - Parâmetros do Modelo Ajustado ao Risco e ao Mercado obtido pelas regressões (continua)**

Nº	Empresa	$\alpha_{i,n_t}$	$\beta_{i,n_t}$	Período de Estimação
1	Cofap 1	-0,02807	0,99271	60
2	Unibanco 1	0,04772	0,34991	60
3	Cimentos Itaú	0,01351	0,58467	60
4	Cofap 2	-0,02429	0,69964	60
5	Gerdau Metalúrgica	0,01176	0,52894	60
6	Randonpar	0,01430	0,47235	60
7	Cofap 3	-0,03662	0,72379	60
8	BCN	0,01397	0,90790	60
9	Bombril	-0,00738	0,48712	60
10	Banco Itaú 1	0,01695	0,52363	60
11	Electrolux	-0,01436	1,05605	60
12	Trikem 1	-0,04154	1,16895	60
13	Gerdau	-0,01420	0,67539	60
14	Coteminas 1	0,01830	0,41241	48
15	Coteminas 2	0,01468	0,36276	48
16	Ceval	-0,00854	0,56661	60
17	Bradesco 1	0,00018	0,67943	60
18	Sadia	-0,01868	0,74013	60
19	Metal Leve 1	-0,05104	0,41909	60
20	Banco Itaú 2	0,00692	0,59364	60
21	Usiminas 1	-0,00665	0,65655	60
22	Arcelor 1	-0,02548	0,37510	60
23	Brahma	0,00799	0,65994	60
24	Telesp	0,00579	0,84695	60
25	Cia. Paulista de Força e Luz	0,00830	0,46805	60
26	Eletrobrás	-0,00685	1,24756	60
27	Itautec Philco	-0,03615	0,22937	60
28	Brasil Telecom 1	-0,00093	1,05529	60
29	Inepar Construções	-0,03858	0,55598	60
30	Cia Vale do Rio Doce 1	0,00171	0,71857	60
31	Trikem 2	-0,03962	0,56655	60
32	Bradesco 2	0,00257	0,84084	60
33	Klabin	-0,00658	0,55517	60
34	Unibanco 2	0,00040	0,95565	60
35	Brasil Telecom 2	-0,00348	1,14541	60
36	Cia Suzano de Papel e Celulose	0,00029	0,50096	60
37	Coteminas 3	-0,02277	0,67514	60
38	Metal Leve 2	0,02200	0,15241	60
39	Tim Sul	-0,01974	1,20648	48
40	Petrobras	0,01339	1,14094	60



**Tabela 2 - Parâmetros do Modelo Ajustado ao Risco e ao Mercado obtido pelas regressões (conclusão)**

Nº	Empresa	$\alpha_{i,n_t}$	$\beta_{i,n_t}$	Período de Estimação
41	Braskem 1	0,00676	0,67725	60
42	Bradesco 3	0,01078	0,90476	60
43	Banco Itaú 3	0,01759	0,85475	60
44	Cia Vale do Rio Doce 2	0,02597	0,57460	60
45	Tim Nordeste	-0,00390	0,19455	60
46	Braskem 2	0,00872	0,75115	60
47	Tim Participações 1	-0,00791	1,24060	60
48	Net	-0,08500	2,10123	48
49	Usiminas 2	0,02461	1,26833	60
50	Votorantim Celulose e Papel	0,01788	0,44743	60
51	Tim Participações 2	-0,00790	1,16810	60
52	Embratel	-0,04218	1,63995	60
53	Arcelor 2	0,03814	0,43983	60
54	Arcelor 3	0,03962	0,46346	60

Fonte: Elaborada pelo autor com dados da pesquisa

## 5.2 Resultados dos retornos anormais do período estudado

Na Tabela 3 é apresentado o resultado da pesquisa. Ela mostra os retornos anormais acumulados de cada evento no período de 12, 18, 24, 30 e 36 meses. Na parte de baixo da tabela é apresentado o somatório dos retornos anormais acumulados, o retorno anormal acumulado médio, a mediana e o desvio padrão de cada período.

**Tabela 3 - Retornos Anormais Acumulados no período estudado (continua)**

Nº	Empresa	RAA 12 Meses	RAA 18 Meses	RAA 24 Meses	RAA 30 Meses	RAA 36 Meses
1	Cofap 1	-0,5186	-0,0984	-0,1493	-0,7565	0,2356
2	Unibanco 1	-0,2654	-0,4839	-0,7846	-0,9834	-1,3896
3	Cimentos Itaú	-0,0014	-0,3936	-0,8998	-0,9627	-1,2333
4	Cofap 2	0,4251	0,5798	-0,4290	0,8891	-
5	Gerdau Metalúrgica	0,1281	0,5713	0,1990	0,3265	-0,0770
6	Randonpar	-0,7885	-0,7908	-1,5382	-1,5170	-1,8692
7	Cofap 3	0,6388	-0,2907	1,1032	-	-
8	BCN	-0,0914	0,0115	0,2376	-	-
9	Bombril	-0,8109	-1,1893	-1,5324	-1,1993	-1,0636

Tabela 3 - Retornos Anormais Acumulados no período estudado (continuação)

Nº	Empresa	RAA 12 Meses	RAA 18 Meses	RAA 24 Meses	RAA 30 Meses	RAA 36 Meses
10	Banco Itaú 1	-0,1769	0,0469	0,0398	0,0603	0,1623
11	Electrolux	-0,1502	-0,1107	-	-	-
12	Trikem 1	-0,6489	-0,3350	-0,7701	0,2005	0,3887
13	Gerdau	0,4300	0,7418	0,5577	1,4536	1,7945
14	Coteminas 1	-0,9906	-1,2476	-1,4395	-1,6438	-1,7991
15	Coteminas 2	-1,1648	-1,2615	-1,5989	-1,4608	-1,6347
16	Ceval	-0,6478	-0,6869	-0,5112	-0,6832	-0,4948
17	Bradesco 1	-0,1340	-0,2090	0,0746	0,1912	0,4561
18	Sadia	0,8582	0,9122	0,7094	0,9982	1,0763
19	Metal Leve 1	1,9339	2,0814	2,5195	2,9810	3,5417
20	Banco Itaú 2	0,2644	0,2557	0,3300	0,4740	0,5546
21	Usiminas 1	-0,0117	0,2258	0,4029	0,4733	0,1001
22	Arcelor 1	0,3058	0,5919	0,9052	1,0132	1,3183
23	Brahma	0,1740	0,4863	0,4801	0,4121	0,4350
24	Telesp	-0,3315	-0,1963	-0,1405	0,0610	0,2500
25	Cia. Paulista de Força e Luz	0,1410	0,1749	0,5920	0,5512	0,2245
26	Eletrobrás	0,1231	0,0276	0,3041	0,5477	0,4626
27	Itautec Philco	-0,2002	-0,2701	-0,3179	-0,0750	-0,0113
28	Brasil Telecom 1	-0,0165	-0,1621	0,0996	0,2863	0,2660
29	Inepar Construções	-0,5243	-0,2955	-0,7324	-0,7916	-0,8920
30	Cia Vale do Rio Doce 1	0,2733	0,3515	0,6806	1,0471	0,7436
31	Trikem 2	0,3339	0,6529	1,2889	0,9071	1,5476
32	Bradesco 2	0,2917	0,4978	0,3333	0,3984	0,1177
33	Klabin	-0,2497	-0,1054	-0,0529	0,7578	0,9077
34	Unibanco 2	0,0424	0,0109	-0,1226	0,0516	-0,1401
35	Brasil Telecom 2	0,0400	0,2824	0,2027	0,1156	-0,1055
36	Cia Suzano de Papel e Celulose	0,7003	0,6775	1,0049	1,1652	0,9966
37	Coteminas 3	0,9650	0,8391	0,6619	0,8848	1,0943
38	Metal Leve 2	0,1343	0,2387	0,4593	0,6134	0,3928
39	Tim Sul	-0,3390	-0,3136	-0,2977	0,1902	-
40	Petrobras	-0,3461	-0,3251	-0,3832	-0,2925	-0,3534
41	Braskem 1	1,3947	1,5484	1,5500	1,2231	0,7333
42	Bradesco 3	-0,5003	-0,5181	-0,2272	-0,0943	0,0483
43	Banco Itaú 3	-0,1867	-0,1327	-0,1153	-0,1919	-0,2491
44	Cia Vale do Rio Doce 2	-0,1980	-0,0227	-0,2206	-0,3087	-0,5454
45	Tim Nordeste	-0,0332	0,3345	-	-	-
46	Braskem 2	0,4495	-0,0986	-0,4028	-0,8343	-
47	Tim Participações 1	-0,2018	-0,0385	-0,1575	-	-
48	Net	1,2938	1,4293	2,2091	-	-
49	Usiminas 2	-0,5284	-0,4207	-	-	-
50	Votorantim Celulose e Papel	-0,7291	-0,6322	-	-	-
51	Tim Participações 2	0,2578	0,2250	-	-	-
52	Embratel	0,1757	-	-	-	-
53	Arcelor 2	-0,2606	-	-	-	-
54	Arcelor 3	-0,2350	-	-	-	-

**Tabela 3 - Retornos Anormais Acumulados no período estudado (conclusão)**

Nº	Empresa	RAA 12 Meses	RAA 18 Meses	RAA 24 Meses	RAA 30 Meses	RAA 36 Meses
	$\Sigma$ R Anormais Acumulados	0,4936	3,1659	4,1215	6,4787	5,9901
	Retorno Anormal Acumulado Médio	0,0091	0,0621	0,0896	0,1543	0,1536
	Mediana	-0,0249	-0,0227	0,0572	0,1959	0,2245
	Desvio Padrão	0,5832	0,6518	0,8711	0,9118	1,0426

Fonte: Elaborada pelo autor com dados da pesquisa

Os resultados obtidos pela pesquisa são na média positivos desde os primeiros 12 meses. Podemos notar uma evolução dos retornos anormais acumulados médios desde os primeiros 12 meses até o período de 30 meses. Após, uma pequena queda é registrada. O baixo retorno anormal acumulado médio positivo nos primeiros 12 meses sugere que os acionistas não percebem o processo de fusão ou aquisição como algo vantajoso, que irá trazer ganhos de riqueza. Entretanto, com o passar do tempo essa percepção muda e os retornos anormais acumulados médios crescem até os 30 meses e depois se estabilizam nos 36 meses.

Os maiores retornos anormais acumulados médios se dão nos períodos de 30 e 36 meses após o evento, indicando que os resultados das estratégias envolvidas em um processo de fusão ou aquisição são absorvidas pelos acionistas e pelo mercado no longo prazo.

Os destaques positivos nos primeiros 12 meses foram Net (1,2938), Braskem 1 (1,3947) e Metal Leve 1 (1,9339). Os destaques positivos no acumulado dos 36 meses foram Trikem 2 (1,5476), Gerdau (1,7945) e Metal Leve 1(3,5417). Destes destaques, a aquisição que mais trouxe retorno para o acionista foi o evento 1 da empresa Metal Leve, que desde os 12 meses já estava como destaque positivo.

Os destaques negativos nos primeiros 12 meses foram Bombril (-0,8109), Coteminas 1 (-0,9906) e Coteminas 2 (-1,1648). Os destaques negativos no acumulado dos 36 meses foram Coteminas 2 (-1,6347), Coteminas 1 (-1,7991) e Randonpar (-1,8692). Destes destaques, as aquisições que menos trouxeram retorno para seus acionistas foram as duas da empresa Coteminas.

Na Tabela 4 é dado o tratamento dos *outliers*, ou seja, foram excluídos os 3 maiores e os 3 menores retornos anormais acumulados nos períodos de 12 e 36 meses, para evitar que estes pudessem distorcer os resultados.

A amostra foi reduzida em 6 eventos (Randonpar, Gerdau, Coteminas 1, Coteminas 2, Metal Leve 1 e Braskem 1) , ficando para análise 48 eventos, ou 88,89% da amostra originalmente analisada.

**Tabela 4 - Retornos anormais acumulados sem *Outliers* (continua)**

Nº	Empresa	RAA 12 Meses	RAA 18 Meses	RAA 24 Meses	RAA 30 Meses	RAA 36 Meses
1	Cofap 1	-0,5186	-0,0984	-0,1493	-0,7565	0,2356
2	Unibanco 1	-0,2654	-0,4839	-0,7846	-0,9834	-1,3896
3	Cimentos Itaú	-0,0014	-0,3936	-0,8998	-0,9627	-1,2333
4	Cofap 2	0,4251	0,5798	-0,4290	0,8891	-
5	Gerdau Metalúrgica	0,1281	0,5713	0,1990	0,3265	-0,0770
6	Cofap 3	0,6388	-0,2907	1,1032	-	-
7	BCN	-0,0914	0,0115	0,2376	-	-
8	Bombril	-0,8109	-1,1893	-1,5324	-1,1993	-1,0636
9	Banco Itaú 1	-0,1769	0,0469	0,0398	0,0603	0,1623
10	Electrolux	-0,1502	-0,1107	-	-	-
11	Trikem 1	-0,6489	-0,3350	-0,7701	0,2005	0,3887
12	Ceval	-0,6478	-0,6869	-0,5112	-0,6832	-0,4948
13	Bradesco 1	-0,1340	-0,2090	0,0746	0,1912	0,4561
14	Sadia	0,8582	0,9122	0,7094	0,9982	1,0763
15	Banco Itaú 2	0,2644	0,2557	0,3300	0,4740	0,5546
16	Usiminas 1	-0,0117	0,2258	0,4029	0,4733	0,1001
17	Arcelor 1	0,3058	0,5919	0,9052	1,0132	1,3183
18	Brahma	0,1740	0,4863	0,4801	0,4121	0,4350
19	Telesp	-0,3315	-0,1963	-0,1405	0,0610	0,2500
20	Cia. Paulista de Força e Luz	0,1410	0,1749	0,5920	0,5512	0,2245
21	Eletróbrás	0,1231	0,0276	0,3041	0,5477	0,4626
22	Itautec Philco	-0,2002	-0,2701	-0,3179	-0,0750	-0,0113
23	Brasil Telecom 1	-0,0165	-0,1621	0,0996	0,2863	0,2660
24	Inepar Construções	-0,5243	-0,2955	-0,7324	-0,7916	-0,8920
25	Cia Vale do Rio Doce 1	0,2733	0,3515	0,6806	1,0471	0,7436
26	Trikem 2	0,3339	0,6529	1,2889	0,9071	1,5476
27	Bradesco 2	0,2917	0,4978	0,3333	0,3984	0,1177
28	Klabin	-0,2497	-0,1054	-0,0529	0,7578	0,9077
29	Unibanco 2	0,0424	0,0109	-0,1226	0,0516	-0,1401
30	Brasil Telecom 2	0,0400	0,2824	0,2027	0,1156	-0,1055
31	Cia Suzano de Papel e Celulose	0,7003	0,6775	1,0049	1,1652	0,9966
32	Coteminas 3	0,9650	0,8391	0,6619	0,8848	1,0943
33	Metal Leve 2	0,1343	0,2387	0,4593	0,6134	0,3928
34	Tim Sul	-0,3390	-0,3136	-0,2977	0,1902	-
35	Petrobras	-0,3461	-0,3251	-0,3832	-0,2925	-0,3534

**Tabela 4 - Retornos anormais acumulados sem Outliers (conclusão)**

Nº	Empresa	RAA 12 Meses	RAA 18 Meses	RAA 24 Meses	RAA 30 Meses	RAA 36 Meses
36	Bradesco 3	-0,5003	-0,5181	-0,2272	-0,0943	0,0483
37	Banco Itaú 3	-0,1867	-0,1327	-0,1153	-0,1919	-0,2491
38	Cia Vale do Rio Doce 2	-0,1980	-0,0227	-0,2206	-0,3087	-0,5454
39	Tim Nordeste	-0,0332	0,3345	-	-	-
40	Braskem 2	0,4495	-0,0986	-0,4028	-0,8343	-
41	Tim Participações 1	-0,2018	-0,0385	-0,1575	-	-
42	Net	1,2938	1,4293	2,2091	-	-
43	Usiminas 2	-0,5284	-0,4207	-	-	-
44	Votorantim Celulose e Papel	-0,7291	-0,6322	-	-	-
45	Tim Participações 2	0,2578	0,2250	-	-	-
46	Embratel	0,1757	-	-	-	-
47	Arcelor 2	-0,2606	-	-	-	-
48	Arcelor 3	-0,2350	-	-	-	-
	$\Sigma$ R Anormais Acumulados	-0,3213	2,0942	4,0709	5,4425	5,2235
	Retorno Anormal Acumulado Médio	-0,0067	0,0465	0,1018	0,1512	0,1583
	Mediana	-0,0249	-0,0227	0,0572	0,1959	0,2245
	Desvio Padrão	0,4423	0,4836	0,6802	0,6466	0,7003

Fonte: Elaborada pelo autor com dados da pesquisa

Pode-se observar que não houve variação significativa no resultado final. A mediana ficou a mesma que a da amostra com 54 empresas. Os maiores retornos anormais acumulados continuaram nos 30 e 36 meses após o anúncio da fusão ou aquisição. O retorno anormal acumulado médio em 30 meses diminuiu, enquanto o de 36 meses aumentou. Os primeiros 12 meses após o evento, onde o resultado era positivo passou a negativo, mostrando que no curto prazo o acionista e o mercado não têm uma boa percepção em relação ao andamento do processo de fusão ou aquisição.

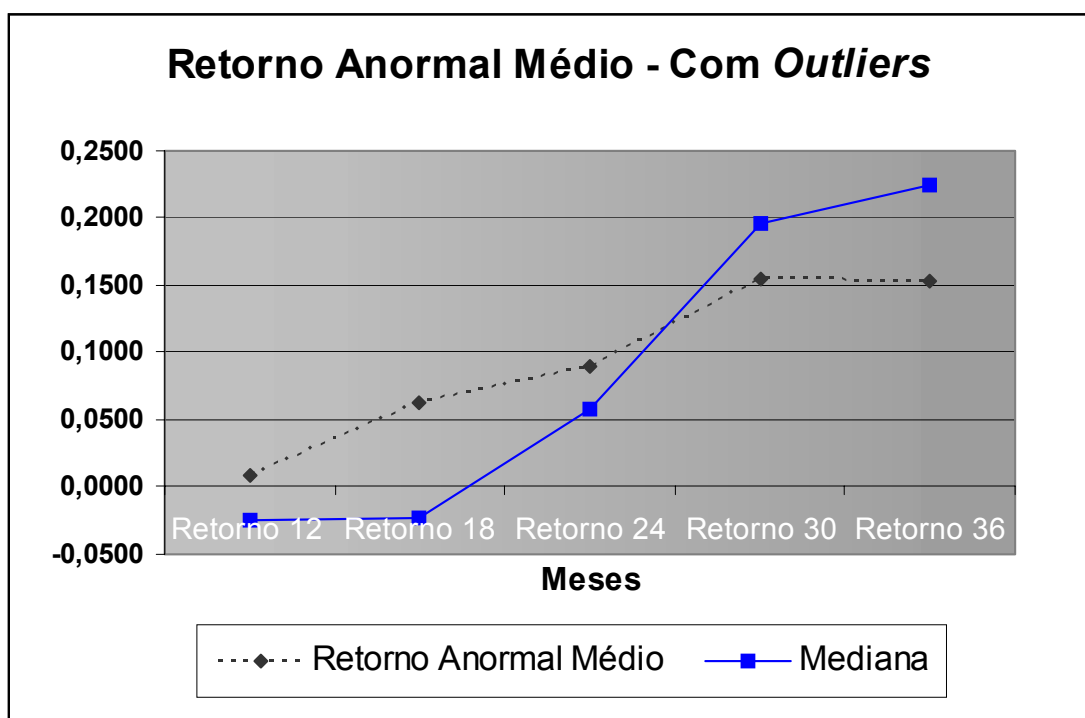
Com a exclusão dos *outliers*, os retorno anormais médios em 12, 18, 24, 30 e 36 meses passaram a ser crescentes do início ao fim, sugerindo que os acionistas, a cada período, tiveram uma percepção melhor e viram suas riquezas aumentarem com o processo de F&A.

Algumas hipóteses podem ser discutidas acerca destes resultados. O retorno anormal acumulado médio negativo nos primeiros 12 meses aponta a visão negativa que o acionista e o mercado têm de uma fusão ou aquisição no curto prazo. Isto ocorre por que talvez as empresas tenham passado por processos longos e difíceis,

onde um possível aumento no passivo em função de empréstimos ou financiamentos tenha gerado desconforto ao acionista. Uma possível piora na política de dividendos da empresa também não pode ser descartada, em razão de uma descapitalização da empresa no período.

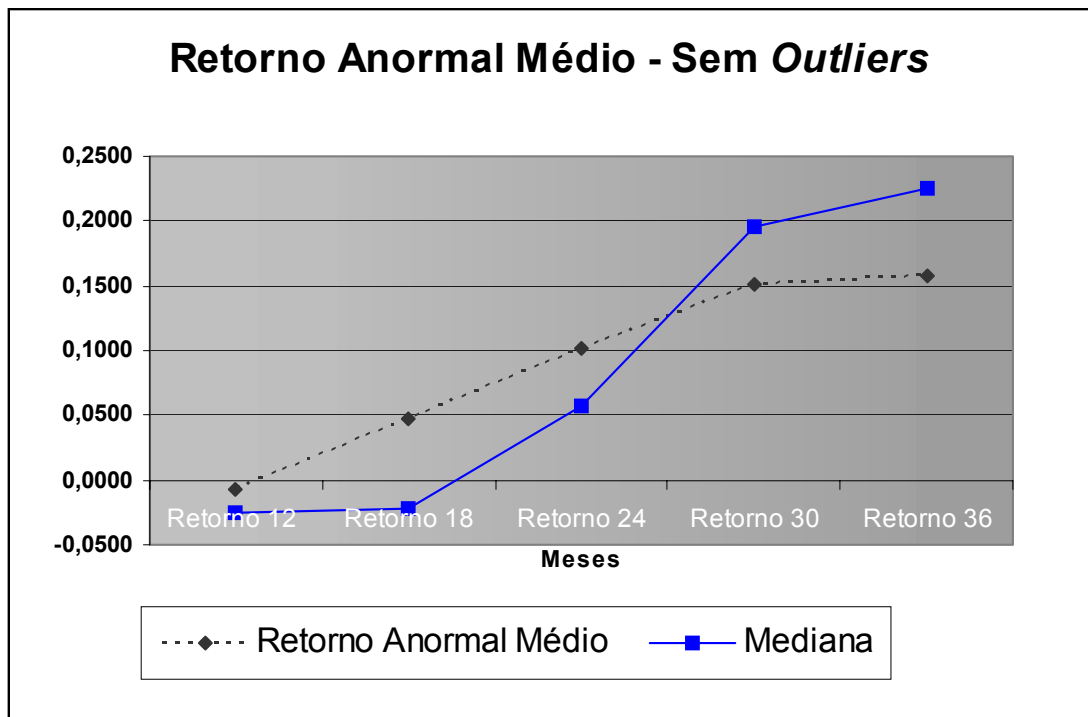
A melhora dos retornos anormais acumulados médios nos meses subsequentes mostram uma possível melhora da situação da empresa e a percepção do acionista e do mercado em relação a isto. O acionista percebe que as estratégias que envolviam o processo de fusão ou aquisição foram benéficas para a empresa e conseqüentemente para ele. Com isso o investidor vê seu retorno aumentar nos períodos de 18, 24, 30 e 36 meses após o evento.

Nos Gráficos 1 e 2 são apresentadas as evoluções dos retornos anormais acumulados médios com *outliers* e sem *outliers* no período estudado.



**Gráfico 1 - Retorno Anormal Médio - Com *Outliers***

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da pesquisa



**Gráfico 2 - Retorno Anormal Médio - Sem Outliers**

Fonte: Elaborada pelo autor com dados da pesquisa

Observando os gráficos podemos notar que nos primeiros 30 meses os retornos anormais médios aumentaram com maior rapidez do que dos 30 para os 36 meses. Isto sugere que os benefícios da fusão ou aquisição foram assimilados nos primeiros 30 meses.

Levando em consideração a mediana dos retornos anormais acumulados em cada período pode-se dizer que o acionista só tem retorno após os primeiros 18 meses do evento. A mediana em 24 meses é ainda menor que a média e em seguida observa-se um salto na mediana chegando a um retorno anormal acumulado mediano de 0,1959 e 0,2245 nos períodos de 30 e 36 meses. Essas duas medianas são consideravelmente maiores que as médias nos mesmos períodos analisando-se a amostra com e sem o tratamento dos *outliers*.

### 5.3 Hipóteses Testadas

Como a amostra pesquisada foi composta por 54 séries de observações, todas apresentando distribuição normal, de acordo com Asquith e Mullins Jr. (1986), o teste utilizado para verificar a significância dos retornos anormais foi o “Teste-T”. A estatística aplicada para os testes de hipótese foi a da equação (15) apresentada anteriormente.

A Tabela 5 apresenta os resultados deste teste.

**Tabela 5 - Resumo da estatística t**

Meses	$\overline{RA}_t$	$T(\overline{RA}_t)$
-6	0,0125	0,4806
-5	-0,0129	-0,4971
-4	0,0251	0,9691
-3	-0,0022	-0,0833
-2	0,0081	0,3138
-1	0,0004	0,0151
<b>0</b>	<b>0,0394</b>	<b>1,5192</b>
1	-0,0240	-0,9238
2	-0,0075	-0,2881
3	-0,0191	-0,7360
4	0,0244	0,9399
5	-0,0082	-0,3151
6	-0,0086	-0,3323

Fonte: Elaborada pelo autor com dados da pesquisa

Analisando os retornos anormais médios da Tabela 5, e considerando um intervalo de confiança de 95%, o teste t não foi significativamente diferente de zero em nenhum dos períodos. A partir disto não rejeitamos a hipótese nula, concluindo que um evento de fusão e aquisição não tem impacto no retorno anormal de empresas compradoras.

Na data  $t_0$  não aconteceu nenhuma variação estatisticamente significativa, entretanto foi quando os maiores retornos anormais aconteceram. Foi quando também a estatística t teve seu maior valor. Tal fato sugere que no mês em que o



evento foi anunciado os acionistas viram com boas perspectivas o processo de fusão ou aquisição.

A forte queda nos retornos anormais de t0 para t1 (0,0394 para -0,0240, queda de 160,91%) indica uma reação negativa do mercado em relação ao evento no curto prazo. Essa queda continuou por mais dois meses. Em t4 há uma reação que poderíamos classificar como técnica e depois mais dois meses de quedas.

Nos meses que antecederam o evento, não houve variação estatisticamente diferente de zero. Isso sinaliza que no período mensal analisado não houve indícios de vazamento de informações privilegiadas ou atuações de *insiders trading*.

A existência de um maior número de dias de queda após o evento sugere que o acionista e o mercado não analisaram o anúncio da F&A como positivo no curto prazo.

O outro teste de hipótese, que tem como hipótese nula que um evento de fusão ou aquisição não aumenta a riqueza do acionista no médio e longo prazo, foi feito também pelo Teste T. Este teste foi feito com retornos anormais acumulados médios nos períodos de 12, 18, 24, 30 e 36 meses após o evento. O teste foi feito com base na seguinte equação (17):

$$T(\overline{RAA}_t) = \frac{\overline{RAA}_t}{S_p \times \sqrt{K}} \quad (17)$$

onde,

$T(\overline{RAA}_t)$  é o teste t dos retornos anormais acumulados médios no período t;

$\overline{RAA}_t$  é a média dos retornos anormais acumulados no período t;

$S_p$  é o desvio padrão da variância média calculada a partir das variâncias de todas as ações na janela de estimação;

$\sqrt{K}$  é a raiz quadrada do número de períodos da janela do evento onde os retornos anormais médios se acumulam.

A Tabela 6 apresenta os resultados deste teste.

**Tabela 6 - Resultados da estatística t no médio e longo prazo**

t =	12 Meses	18 Meses	24 Meses	30 Meses	36 Meses
$\overline{RAA}_t$	0,0091	0,0621	0,0896	0,1543	0,1536
$S_p$	0,1906	0,1906	0,1906	0,1906	0,1906
$\sqrt{K}$	3,4641	4,2426	4,8990	5,4772	6,0000
$T(\overline{RAA}_t)$	0,0138	0,0768	0,0960	0,1478	0,1343

Fonte: Elaborada pelo autor com dados da pesquisa

Fazendo uma análise da Tabela 6 e levando em consideração um intervalo de confiança de 95%, podemos concluir que não houve variação significativamente diferente de zero em nenhum dos retornos anormais acumulados médios dos períodos. A partir dessa conclusão não podemos rejeitar a hipótese nula e afirmamos que um evento de fusão ou aquisição não aumenta a riqueza do acionista no médio e longo prazo.

Apesar do aumento da riqueza do acionista em todos os períodos analisados, principalmente nos meses 30 e 36 após o evento, podemos afirmar com 95% de certeza que esse aumento de riqueza não está relacionado com o processo da fusão ou aquisição.

#### 5.4 Mudança no risco sistemático

Na maioria das vezes, nenhum processo de fusão ou aquisição é igual ao outro. Cada empresa tem sua cultura, particularidade e mercado de atuação. Então, esses processos de fusões e aquisições envolvem riscos específicos em cada transação. A forma de medir o risco específico de cada ações é feita através do *beta*.

Foi feito um levantamento de dados para verificar se após um evento de fusão ou aquisição havia uma mudança na forma que o acionista e o mercado percebiam

as empresas, ou seja, se houve variação no risco sistemático das empresas estudadas. Neste levantamento foram utilizadas somente as empresas que tiveram os 36 meses após o evento analisado para poder se estimar um novo *beta* com o qual poderia ser comparado ao antigo *beta*.

Para estimar o novo *beta* foi feita uma regressão entre os retornos das ações e do mercado nos 36 meses após o evento. Isolou-se os primeiros 6 meses após o evento para que o acionista e o mercado pudessem ajustar suas percepções em relação ao processo de F&A. Então foram calculados os retornos anormais da data +7 até +36 (30 meses de retorno anormal acumulado) com o *beta* novo, e comparou-se com os retornos anormais concomitantes ao mesmo período com o *beta* antigo.

Na Tabela 7 são apresentados os resultados desse estudo.

**Tabela 7 - Risco Sistemático (continua)**

Nº	Empresa	Beta Antigo	Beta Novo	RAA 30 Beta Antigo	RAA 30 Beta Novo
1	Cofap 1	0,9927	0,5131	0,7877	0,5495
2	Unibanco 1	0,3499	1,0441	-1,3989	-0,0915
3	Cimentos Itaú	0,5847	0,4501	-1,1629	-0,0848
4	Gerdau Metalúrgica	0,5289	0,6367	-0,1052	-0,1856
5	Randonpar	0,4723	0,7239	-1,0239	0,4705
6	Bombril	0,4871	0,4369	-0,6766	0,0507
7	Banco Itaú 1	0,5236	0,8192	0,2416	0,2614
8	Trikem 1	1,1689	0,6658	0,9353	0,2089
9	Gerdau	0,6754	1,0811	1,2793	-0,0956
10	Coteminas 1	0,4124	0,6713	-1,7246	-0,3003
11	Coteminas 2	0,3628	0,7168	-1,2135	0,1267
12	Ceval	0,5666	0,5839	0,1623	0,5511
13	Bradesco 1	0,6794	0,8390	0,5522	-0,0035
14	Sadia	0,7401	0,5959	0,6630	-0,0523
15	Metal Leve 1	0,4191	0,2626	2,6236	-0,5061
16	Banco Itaú 2	0,5936	0,7253	0,4653	0,0357
17	Usiminas 1	0,6565	0,8057	0,8668	0,5204
18	Arcelor 1	0,3751	0,3454	1,8600	0,6114
19	Brahma	0,6599	0,4485	0,6123	0,1058
20	Telesp	0,8469	0,7409	0,0152	-0,1514
21	Cia. Paulista de Força e Luz	0,4681	0,2467	-0,5333	-0,7458
22	Eletróbrás	1,2476	0,8120	0,4029	-0,1110
23	Itaútec Philco	0,2294	0,4459	-0,0132	0,2711
24	Brasil Telecom 1	1,0553	1,0900	0,2417	0,0315
25	Inepar Construções	0,5560	1,1134	-0,7484	-0,1581
26	Cia Vale do Rio Doce 1	0,7186	0,1529	0,8261	0,3224
27	Trikem 2	0,5666	0,5995	1,3089	-0,0316

**Tabela 7 - Risco Sistemático (conclusão)**

Nº	Empresa	Beta Antigo	Beta Novo	RAA 30 Beta Antigo	RAA 30 Beta Novo
28	Bradesco 2	0,8408	0,8926	-0,1532	-0,0544
29	Klabin	0,5552	0,6490	1,5244	0,7199
30	Unibanco 2	0,9556	0,9788	-0,1371	-0,0748
31	Brasil Telecom 2	1,1454	0,7735	-0,0011	0,0702
32	Cia Suzano de Papel e Celulose	0,5010	0,1611	0,4204	-0,2841
33	Coteminas 3	0,6751	0,0566	0,7251	-0,1327
34	Metal Leve 2	0,1524	0,3107	0,3376	-0,0495
35	Petrobras	1,1409	0,9214	-0,2488	0,0952
36	Braskem 1	0,6773	1,4245	-0,1832	-0,4239
37	Bradesco 3	0,9048	0,9266	0,4234	0,3098
38	Banco Itaú 3	0,8547	0,7491	-0,1000	0,1240
39	Cia Vale do Rio Doce 2	0,5746	0,9456	-0,5449	-0,0344
	Somatório	25,9155	26,3561	7,3060	1,8649
	Média	0,6645	0,6758	0,1873	0,0478
	Mediana	0,5936	0,7168	0,2416	-0,0035
	Desvio Padrão	0,2640	0,3012	0,9000	0,3105

Fonte: Elaborada pelo autor com dados da pesquisa

O que se observou foi que não houve uma mudança significativa nos *betas* das empresas antes e depois do evento, sugerindo que os acionistas e o mercado, na média, não mudaram suas percepções de risco em relação às empresas por causa de um processo de fusão ou aquisição. Entretanto, quando analisamos os somatórios dos retornos anormais acumulados e a média dos retornos anormais acumulados em 30 meses, as diferenças são significativas.

Calculando os retornos normais das empresas com a nova percepção de risco, ou seja, com o novo *beta*, e depois fazendo o cálculo do retorno anormal obtém-se uma queda bastante grande deste.

O que se observa é uma queda de 74,48% entre as médias dos retornos anormais acumulados com o *beta* antigo e o *beta* novo. Na média, pode-se analisar que as empresas que tinham retorno anormal acumulado negativo diminuíram esta queda, algumas ficando até com retorno positivo. Em contrapartida, as empresas que tinham retorno anormal acumulado positivo diminuíram este retorno e em alguns casos até passaram a ter retornos negativos. Isto por que a regressão feita para se estimar esses novos *betas* foi realizada dentro da janela do evento, o que distorce a análise em função da sobreposição de períodos.

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho objetiva compor o rol de estudos de comportamento dos preços das empresas quando da divulgação de informações ou evento relevante. Trata-se de uma pesquisa empírica para identificar os retornos que os acionistas obtêm no médio e longo prazo após um processo de fusão ou aquisição no mercado de capitais brasileiro. A metodologia utilizada foi a do Estudo de Evento, que por meio do Modelo Ajustado ao Risco e ao Mercado permitiu analisar o comportamento anormal dos preços das ações das empresas da amostra nos períodos de 12, 18, 24, 30 e 36 meses após o anúncio da F&A. Em relação ao seu objetivo geral e a seus objetivos específicos esta pesquisa atingiu todos eles.

Ao analisar o retorno para o acionista após um processo de fusão e aquisição no mercado de capitais brasileiro e verificar se ele teve ou não sua riqueza aumentada, objetivo geral do trabalho, conclui-se que o acionista tem sua riqueza aumentada após o processo. Esse ganho de riqueza se dá principalmente após 30 e 36 meses do evento, sinalizando que os benefícios só são usufruídos pelo investidor no longo prazo. Entretanto, pode-se afirmar com 95% de certeza que este aumento de riqueza não está ligado ao evento.

Observando as médias dos retornos anormais acumulados nos períodos estudados obtém-se indícios de que o resultado da união empresarial é positivo para o acionista. Apenas quando se excluem as observações aberrantes, *outliers*, é que se nota que nos primeiros 12 meses os retornos anormais acumulados médios são negativos, apontando para perdas para os acionistas. Isto pode estar ligado a uma visão negativa do evento por parte de mercado e dos acionistas no curto prazo.

Para calcular os retornos anormais foi usado o Modelo Ajustado ao Risco e ao Mercado, o que atinge o objetivo de comparar a rentabilidade das ações ao Índice de referência do mercado, o Índice Bovespa (IBovespa). Ao calcular os retornos anormais estamos automaticamente comparando o retorno obtido pela ação no período  $t$  com o retorno esperado caso o evento não tivesse ocorrido no período  $t$ ,

levando em consideração o risco de cada ação e o retorno obtido pelo *portfolio* de mercado (IBovespa) no mesmo período.

Quando foram analisados os retornos anormais médios no período antes do evento, do mês -6 até o mês *zero*, não foram encontrados indícios de uso de informações privilegiadas por *insider trading*. Em nenhum período foram encontradas variações estatisticamente diferentes de *zero* em nível de significância de 5%. Na *data zero* foi quando o teste t teve seu resultado mais significativo (Entretanto, estatisticamente não diferente de 0) e quando o retorno anormal médio apresentou maior variação, de 0,0004 para 0,0394 (alta de 9.750%), indicando que em um primeiro momento o mercado e os acionistas tiveram uma boa percepção do evento. Porém, da *data zero* até ao mês +6 foram observados 5 períodos de queda e apenas 1 de alta, sinalizando uma percepção negativa do evento, talvez em função do nível de complexidade, risco e incerteza que gira em torno de um processo de fusão ou aquisição.

Em relação a alteração na percepção de risco que um evento de F&A pode trazer, não foi observado variação na média do risco sistêmico das empresas que passaram por uma operação de fusão ou aquisição. Os *betas* antes e depois do evento se mantiveram na média iguais, sugerindo que o mercado e os acionistas não mudaram suas percepções de risco após o processo. O que se observou foi que se calculássemos os retornos anormais com a nova percepção de risco, estes seriam na média menores que os calculados com o *beta* antigo. Todavia, este cálculo não é válido em função da sobreposição de períodos, pois estaríamos distorcendo a análise.

A realização deste trabalho passou por diversas dificuldades. A primeira delas foi a obtenção de uma lista com as ações listadas na Bovespa que passaram por processos de fusões e aquisições no período estudado. O banco de dados Económica não possui tal informação e nem mesmo o da Consultoria LAFIS tem uma opção de listagem desta informação específica com as datas de ocorrência. O banco de dados da LAFIS lista todos os eventos relevantes menos comuns, chamados de operações especiais, que tem impacto no preço das ações. Foi com esta lista e com muita pesquisa que se chegou a amostra dos eventos até 2002. A obtenção dos eventos restantes foi mais difícil ainda, com pesquisa em diversos

bancos de dados, já citados anteriormente. Após essas pesquisas se chegou em uma amostra inicial de 83 eventos. Até se obter esta amostra inicial, diversas tentativas junto a empresa KPMG, à Bovespa e a órgãos do Governo (CVM e CADE) foram feitas para tentar obter uma lista com tais eventos, mas em nenhuma destas tentativas obtive sequer resposta. Além da pouca frequência de eventos de fusão e aquisição no mercado de capitais brasileiro, uma enorme dificuldade foi encontrada para obter uma lista de tais eventos por não existir um banco de dados com tais informações disponíveis ao público interessado.

Uma outra dificuldade foi a generalização dos resultados em função do pequeno número de observações desse tipo de evento no mercado de capitais brasileiro. Quando comparada a mercados mais desenvolvidos como o norte-americano ou o britânico, a amostra desses eventos no Brasil é muito baixa. Conforme mencionado anteriormente, o mercado de capitais brasileiro apresenta custos financeiros muito altos e poucas fontes de financiamento de longo prazo com juros baixos, elementos fundamentais para os processos de fusões e aquisições acontecerem.

Outro fator importante a ser destacado neste trabalho é o da pesquisa ter sido realizada dentro de um período onde várias crises internacionais ocorreram (México-1994, Ásia-1997, Rússia-1998 e Argentina-2001). Estas crises aumentam a variância nas avaliações dos preços e o movimento especulativo, ocasionando a má precificação dos ativos financeiros e a dependência da economia brasileira ao capital estrangeiro de curto prazo (capital especulativo), que saem do mercado de forma repentina, o que também causa impacto na precificação dos ativos. Assim como a desvalorização cambial ocorrida a partir de 1999.

Os resultados das pesquisas empíricas realizadas com dados do mercado norte-americano e britânico sugerem que as F&As ocorrem tanto visando a maximização da riqueza do acionista como a maximização da utilidade gerencial. O que se verificou no Brasil foi que existe um aumento da riqueza do acionista mas que este pode não estar ligado ao processo de fusão ou aquisição.

Para concluir, este trabalho não tem a pretensão de esgotar os estudos sobre o assunto Fusões e Aquisições. Visto que o tema é complexo e que o mercado reage de forma independente a cada evento, fica a sugestão de estudos futuros, a

fim de aumentar e aprofundar o conhecimento sobre a reação do mercado a Fusões e Aquisições no mercado de capitais brasileiro. Uma sugestão de estudo seria a de verificar o retorno que um acionista obtém com a política de dividendos das empresas após um processo de Fusão e Aquisição.



## REFERÊNCIAS

ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. Production, information costs and economic organization. *The American Economic Review*, v. 62, n. 5, p. 777-95, Dec. 1972.

ASQUITH, P. Merger bids, uncertainty and stock holder returns. *Journal of Financial Economics*, v. 11, n. 1-4, p. 51-83, Apr. 1983.

ASQUITH, P.; BRUNER, R.; MULLINS Jr., D. W. The gains to bidding firms from mergers. *Journal of Financial Economics*, v.11, n. 1-4, p. 121-39, Apr. 1983.

ASQUITH, P.; MULLINS Jr., D. W. Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics*, v.15, n. 1, p. 61-89, Jan. / Feb. 1986.

BERLE Jr., A. A.; MEANS, G. C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. São Paulo: Abril, 1984. 335 p.

BRADLEY, M. Interfirm tender offers and the market for corporate control. *Journal of Business*, v. 54, n. 4, p. 345-76, Oct. 1980.

BRADLEY, M.; DESAI, A.; KIM, E. H. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, v. 21, n. 1, p. 3-40, May 1988.

\_\_\_\_\_. The rationale behind interfirm tender offers information or synergy? *Journal of Financial Economics*, v. 11, n. 1-4, p. 183-206, Apr. 1983.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília: Diário Oficial da República Federativa do Brasil, 1976. 108 p.

BRASIL. Lei n. 8.884, de 11 de junho de 1994. Dispõe sobre a defesa da concorrência. Brasília: Diário Oficial da República Federativa do Brasil, 1994. 26 p.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Princípios de finanças empresariais*. 3. ed. Lisboa: McGraw-Hill, 1995. 924 p.

BROWN, S., WARNER, J. Using Daily Stock Returns: The case of Event Studies. *Journal of Financial Economics*, v. 4, p.3-31, 1985.

\_\_\_\_\_. Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, v. 8, n.3, 1980.

CAMARGOS, M. A. *Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real: um estudo de evento dos anúncios de fusões e aquisições*. Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2002.

CAMPBELL, J., LO, A W., MACKINLAY, A. *The Econometric of Financial Markets*. New Jersey: Princeton University Press, 1997.

DeANGELO, H.; RICE, E.M. Antitakeover charter amendments and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, v.11, n. 1-4, p. 329-59, Apr. 1983

DEMSETZ, H. The market for corporate control: corporate control, insider trading, and rates return. *The American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 313-16, May 1986.

DENIS, D. J.; DENIS, D. K.; SARIN, A. Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 1, p. 135-60, Mar. 1997.

DENIS, D. K.; McCONNELL, J. J. Corporate mergers and security returns. *Journal of Financial Economics*, v. 16, n. 2, p. 143-87, June 1986.

DODD, P. Merger proposal, management description and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, v. 8, n. 2, p. 105-37, June 1980.

ECKBO, B. E. Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, v. 11, n. 1-4, p. 241-73, Apr. 1983.

ELLERT, J. C. Antitrust law enforcement and stockholders returns. *The Journal of Finance*, v. 31, n. 2, p. 715-32, May 1976.

ELY, D. P.; SONG, M. H. Acquisition activity of large depository institutions in the 1990s: an empirical analysis of motives. *The Quaterly Review of Economics and Finance*, v. 40, n. 5, p. 467-84, 2000.

FAMA, E. F. Efficient capital markets II. *The Journal of Finance*, v. 46, n. 5, p. 1.575-617, Dec. 1991.

\_\_\_\_\_. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, v. 88, n. 2, p. 288-307, Apr. 1980.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, v. 1, n. 2, p. 327-49, June 1983.

FAMA, E. F. *et al.* The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, v. 10, n. 1, p. 1-21, Feb. 1969

FIRTH, M. Takeovers shareholders returns, and the theory of the firm. *The Quaterly Journal of Economics*, v. 94, n. 2, p. 235-60, Mar. 1980.

\_\_\_\_\_. Synergism in mergers: some British results. *The Journal of Finance*, v. 33, n. 2, p. 670-72, May 1978.

FRANKS, J. R.; HARRIS, R. S. Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience 1955-85. *Journal of Financial Economics*, v. 23, n. 2, p. 225-49, Aug. 1989.

GIL, A. C. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1987, 159 p.

GHOSH, A. Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, v. 7, n. 2, p. 151-78, June 2001.

GHOSH, A.; RULAND, W. Managerial ownership, the method of payment for acquisitions, and executive job retention. *The Journal of Finance*, v. 53, n. 2, p. 785-98, Apr. 1998.

GORT, M. An economic disturbance theory of mergers. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 83, n. 4, p. 624-42, Nov. 1969.

GRAHAM, J. R.; LEMMON, M. L.; WOLF, J. G. Does corporate diversification destroy value? *The Journal of Finance*, v. 57, n. 2, p. 695-720, Apr. 2002.

HABIBE, M. C. *Aquisição de empresas na bolsa de valores: uma análise das empresas brasileiras*. Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2006.

HALPERN, P. J. Corporate acquisitions: a theory of special cases? A review of studies applied to acquisitions. *The Journal of Finance*, v. 38, n. 2, p. 297-317, May 1983.

HAUGEN, R. A.; LANGETIEG, T. C. An empirical test for synergism in mergers. *The Journal of Finance*, v. 30, n. 4, p. 1.003-14, Sept. 1975.

HIRSCHEY, M. Merger, buyouts and fakeouts. *The American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 317-21, May 1986.

HUANG, Y-S.; WALKLING, R. A. Target abnormal returns associated with acquisitions announcements: payment, acquisition form, and managerial resistance. *Journal of Financial Economics*, v. 19, n. 2, p. 329-49, Dec. 1987.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeover. *The American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323-29, May 1986.

JENSEN, M. C.; MACKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior agency, costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-60, Oct. 1976.

JENSEN, M. C.; RUBACK, R. S. The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, v. 11. n. 1-4, p. 5-50, Apr. 1983.

KAPLAN, S. The effect of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics*, v. 24, n. 2, p. 217-54, Oct. 1989.

KIMURA, H.; LINTZ, A. C.; SUEN, A. S. Uma contribuição da teoria das opções para avaliação dos custos máximos de agência. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 1, n. 6, p. 20-31, 1º trim. 1998.

KLOECKNER, G. O. Estudos de Evento: A análise de um método. *Revista Brasileira de Administração Contemporânea*. V.1, n.2, set., p.261-270, 1995.

\_\_\_\_\_. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 29, n. 1, p. 42-58, jan. / mar. 1994.

KPMG, *Pesquisa de fusões e aquisições: transações realizadas no Brasil, 2005 – 4º trimestre*. São Paulo, jan. 2006.

KUMMER, D. R.; HOFFMEISTER, J. R. Valuation consequences of cash tender offers. *The Journal of Finance*, v. 33, n. 2, p. 505-16, May 1978.

LAMB, R. Conflitos e teoria da agência – uma visão financeira. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 16, 1992, Canela (RS). *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, set. 1992, p. 61-75.

LINTNER, J. The valuation of risky assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budget. *Review of Economics and Statistics*, Feb., 1965.

MACKINLAY, A. C. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, v. 35, n. 1, p. 13-39, Mar. 1997.

MALATESTA, P. H. The wealth effect of merger activity and the objectives functions of merging firms. *Journal of Financial Economics*, v. 11, n. 1-4, p. 155-81, Apr. 1983.

MANDELKER, G. Risk and return: the case of merging firms. *Journal of Financial Economics*, v. 1, n. 4, p. 303-35, Dec. 1974.

MANNE, H. G. Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, v. 73, n. 2, p. 110-20, Apr. 1965.

MAQUIEIRA, C. P.; MEGGINSON, W. L.; NAIL, L. Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers. *Journal of Financial Economics*, v. 48, n. 1, p. 3-33, Apr. 1998.

MARRIS, R. A. A model of the managerial enterprise. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 77, n. 2, p. 185-209, May 1963.

MARKOWITZ, H. M. Portfólio selection. *The Journal of Finance*, v. 7, n. 1, p. 77-91, Mar. 1952.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, v. 34, n. 4, p. 411-33, Oct. 1961.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-97, June 1958.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Do managerial objectives drive bad acquisitions? *The Journal of Finance*, v. 45, n. 1, p. 31-48, Mar. 1990.

MOSSIN, J. Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, n. 34, p. 768-783, 1966.

MUELLER, D. C. A theory of conglomerate mergers. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 83, n. 4, p. 643-60, Nov. 1969.

MÜSSNICH, F. A. M. A utilização desleal de informações privilegiadas – *insider trading* – no Brasil e nos Estados Unidos. *Revista do Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 18, n. 34, p. 31-51, abr. / jun. 1979.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 197-221, June 1984.

PAXSON, D., WOOD, D. *Blackwell Encyclopedic Dictionary of Finance*. Massachusetts: Blackwell Publishers, 1998.

PROCIANOY, J., ANTUNES, M. Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 25., 2001, Campinas (SP). *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, set. 2001, 15 p.

RAU, P. R.; VERMAELEN, T. Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, v. 49, n. 2, p. 223-53, June 1998.

ROLL, R. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, v. 59, n. 2, part 1, p. 197-216, Apr. 1986.

ROSS, S. A. The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*, Dec. 1976.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração financeira: corporate finance*. São Paulo: Atlas, 1995. 670 p.

SCHIPPER, K.; THOMPSON, R. Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, v. 11, n. 1-4, p. 85-119, Apr. 1983.

SCHERER, F. M.; ROSS, D. *Industrial market structure and economic performance*. 3 ed. Boston: Houghton Mifflin Company, 1990. 713 p.

SERVAES, H. The value of diversification during the conglomerate merger wave. *The Journal of Finance*, v. 51, n. 4, p. 1.201-25, Sept. 1996.

SHARPE, W. Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium under conditions of Risk. *Journal of Finance*, n. 19, p. 425-442, 1964.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 26., 2002, Salvador (BA). *Anais...*Rio de Janeiro: ANPAD, set. 2002, 14 p.

SONG, M. H.; WALKLING R. A. Abnormal returns to rivals of acquisition targets: a test of the "acquisition probability hypothesis". *Journal of Financial Economics*, v. 55, n. 2, p. 143-71, June 2000.

STIGLER, G. J. Monopoly and oligopoly by merger. *The American Economic Review*, v. 40, n. 1, p. 23-34, May 1950.

SWITZER, J. A. Evidence on real gains in corporate acquisitions. *Journal of Economics and Business*, v. 48, n. 5, p. 443-60, Dec. 1996.

TRICHES, D. Fusões, aquisições e outras formas de associação entre firmas no Brasil. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 31, n. 1, p. 14-31, jan. / mar. 1996.

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

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. *Fundamentos da administração financeira*. 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000. 1.030 p.

WIER, P. The costs of antimerger lawsuits: evidence from the stock market. *Journal of Financial Economics*, v. 11, n. 1-4, p. 207-24, Apr. 1983.

**APÊNDICES****APÊNDICE A – AMOSTRA INICIAL DA PESQUISA**

Empresa	Ação	Código	Data da F&A	TIPO	Evento
Plascar Participações S/A	Plascar PN	PLAS4	28/9/1994	AGE	Compra da RCS Comercial LTDA
Aços Villares S/A	Aços Villares ON	AVIL3	30/9/1994	AGE	Compra da Vibrasa
Cofap S/A	Cofap PN	FAPC4	5/5/1995	AGE	Compra da Kadron
Unibanco S/A	Unibanco PN	UBBR4	18/11/1995	AGE	Compra de parte dos ativos/passivos do Banco Nacional
Cimentos Itaú S/A	Cimento Itaú PN	ICPI4	1/12/1995	AGE	Compra da Ind. Itaú LTDA e da Ind e Com de Argamassas Itaú LTDA pela Cimentos Itaú S/A
Banco Bandeirantes S/A	Bandeirantes PN	BBCM4	29/11/1995	AGE	Compra do Banco Banorte
Cofap S/A	Cofap PN	FAPC4	15/12/1995	AGE	Compra da Cofap Eletrônica Veicular S/A
Gerdau Metalúrgica S/A	Gerdau Met. PN	GOAU4	29/12/1995	AGE	Compra da Cia. Siderúrgica do Nordeste
Randonpar S/A	Randon Part. PN	RAPT4	11/1/1996	AGE	Compra da Fras-le
Cofap S/A	Cofap PN	FAPC4	11/6/1996	AGE	Compra da Metal Leve
BCN S/A	BCN PN	BCNA4	12/6/1996	AGE	Compra do Banco Itamarati
Bombril S/A	Bombril PN	BOBR4	30/10/1996	AGE	Compra da Orniex
Banco Itaú S/A	Itaubanco PN	ITAU4	25/11/1996	AGE	Compra do Banco Francês e Brasileiro
Electrolux S/A	Electrolux PN	REPA4	29/11/1996	AGE	Compra da Oberdorfer S/A e da Embel LTDA
Trikem S/A	Trikem PN	CPCA4	12/12/1996	AGE	Compra da Salgema Ind. Químicas LTDA
Gerdau S/A	Gerdau PN	GGBR4	23/12/1996	AGE	Compra da Siderúrgica Açonorte S/A
Millennium S/A	Millennium PNA	TIBR5	26/12/1996	AGE	Compra da RIB S/A
Coteminas S/A	Coteminas PN	CTNM4	30/6/1997	AGE	Compra da Cotenor S/A e da Cebractex S/A
BCN S/A	BCN PN	BCNA4	7/8/1997	AGE	Compra do Banco Credireal
Multibrás S/A	Multibrás PN	MTBR4	11/8/1997	AGE	Compra da BW Participações S/A
Coteminas S/A	Coteminas PN	CTNM4	30/8/1997	AGE	Compra da Wentex S/A
Dixie Toga S/A	Dixie Toga PN	DXTG4	2/10/1997	AGE	Compra da Jitap Participações LTDA
Eleuma S/A	Eleuma PN	ELUM4	30/10/1997	AGE	Compra da Lam. Nac. Metais S/A e da Marvin LTDA
Ceval S/A	Ceval PN	CEVA4	18/11/1997	AGE	Compra da Ceval pelo Grupo Bunge
Agrocere S/A	Agrocere PN	SAGR4	24/11/1997	AGE	Compra da Sementes Agrocere pela Monsanto

Bradesco S/A	Bradesco PN	BBDC4	2/12/1997	AGE	Compra do BCN
Chapecó S/A	Chapecó PN	CHAP4	5/1/1998	AGE	Compra da Chapecó pelo Grupo Macri
Sadia Figobrás S/A	Sadia PN	SDIA4	30/7/1998	AGE	Fusão da Sadia Frigobrás S/A com a Sadia Concórdia S/A
Metal Leve S/A	Metal Leve PN	LEVE4	14/9/1998	AGE	Compra da Mahle Pistões S/A
Banco Itaú S/A	Itaubanco PN	ITAU4	14/10/1998	AGE	Compra da Bemge S/A
Usiminas S/A	Usiminas PNA	USIM5	27/8/1998	AGE	Compra do controle da Cosipa S/A
Arcelor Brasil S/A	Arcelor BR ON	ARCE3	28/12/1998	RCA	Compra da Artefatos de Ferro - CIMAF
Pão-de-Açúcar S/A	Pão-de-Açúcar PN	PCAR4	26/2/1999	AGE	Compra da Pão-de-Açúcar Publicidade LTDA pelo Pão-de-Açúcar S/A
Brahma S/A	Ambev PN	AMBV4	1/7/1999	AGE	Fusão da Brahma S/A com a Antarctica S/A -> Criação da Ambev
Telesp S/A	Telesp Oper. PN	TLPP4	30/11/1999	AGE	Compra da CTBC
Cia. Paulista de Força e Luz S/A	Paul. F. Luz PNA	PALF5	15/12/1999	AGE	Compra da DOC 4
Eletrobrás S/A	Eletrobrás PNB	ELET6	21/12/1999	AGE	Compra da CGTEE S/A
Itautec Philco S/A	Itautec ON	ITEC3	31/12/1999	AGE	Compra da PRT Adm. e Part. LTDA
Telesp Cel. Part. S/A	Telesp Cel. Part. PN	VIVO4	14/1/2000	AGE	Compra da Telesp Cel.
Brasil Telecom S/A	Brasil Telecom PN	BRT04	28/2/2000	AGE	Compra da Telecom SC S/A, Telecom Brasília S/A, Cia. Telefônica Melhoria e Resistência, Telecom Goiás, Telecom MS S/A, Telecom MT S/A, Telecom Acre S/A e Telecom Rondônia S/A
Brahma S/A	Ambev PN	AMBV4	1/7/1999	CADE	Fusão da Brahma S/A com a Antarctica S/A -> Criação da Ambev
Inepar Construções S/A	Inepar Const. PN	INEP4	13/4/2000	AGE	Compra de Lesa - Internacional de Engenharia S/A e da Sade Vigesa Industrial e Serviços S/A
Cia Vale do Rio Doce	Vale Rio Doce PNA	VALE5	29/5/2000	AGE	Compra da Mineracao da Trindade Samitri e da Mineracao Socoimex S.A.
Net S/A	Net PN	NETC4	17/7/2000	AGE	Compra da MDS Telecomunicações LTDA
Trikem S/A	Trikem PN	CPCA4	11/8/2000	AGE	Compra da Salgema Mineração LTDA e da Cia. Química do Recôncavo
Santista S/A	Santista Alimentos ON	MFLU3	29/9/2000	AGE	Fusão da Santista S/A com a Ceval S/A -> Criação da Bunge Alimentos S/A
Bradesco S/A	Bradesco PN	BBDC4	18/10/2000	AGE	Compra do Banco Boa Vista S/A
Klabin S/A	Klabin PN	KLBN4	25/11/2000	AGE	Compra da Klamasa Part. S/A
CRT Cel. S/A	CRT Cel. PNA	CRTP5	28/11/2000	AGE	Compra da Tula Part. LTDA



Telesp Cel. Part. S/A	Telesp Cel. Part. PN	VIVO4	27/12/2000	AGE	Compra da Global Telecom S/A
Unibanco S/A	Unibanco PN	UBBR4	28/12/2000	AGE	Compra da Caixa Brasil Part. S/A
Brasil Telecom S/A	Brasil Telecom PN	BRT04	2/1/2001	RCA	Compra da Cia. Riograndense de Telecom S/A
Telemar S/A	Telemar PN	TNLP4	2/8/2001	AGE	Compra da Telerj, Telebahia, Telemig, Telest, Teleamapa, Telaima, Teleceara, Telemazon, Telepara, Telepisa, Telergipe, Telern, Telpa, Telma, Telasa e Telpe.
Telemar S/A	Telemar PN	TNLP4	24/9/2001	AGE	Compra da CBLC
Cia Suzano de Papel e Celulose	Suzano Papel PNA	SUZB5	26/9/2001	RCA	Compra da Suzano Bahia Sul Papel e Celulose
Confecções Guararapes S/A	Guararapes PN	GUAR4	30/10/2001	AGE	Compra da Guararapes Têxtil S/A
Cia. Trans. Energia Elétrica Paulista S/A	Transmissão Paulista PN	TRPL4	31/10/2001	AGE	Compra da Firma Paulista de Transmissão Elétrica S/A
Coteminas S/A	Coteminas PN	CTNM4	9/11/2001	AGE	Compra da Toalia S/A
Metal Leve S/A	Metal Leve PN	LEVE4	24/4/2002	AGE	Compra da Mahle Sistemas de Filtração LTDA
Tele Centro Oeste S/A	Tele Centro Oeste PN	TCOC4	26/4/2002	AGE	Compra da Telebrasil Cel. S/A
Ultrapar Participacoes S/A	Ultrapar PN	UGPA4	30/10/2002	AGE	Compra da Oxiteno S/A
Tim Sul S/A	Tim Sul PNB	TPRC6	19/11/2002	AGE	Compra da Telesc Celular S/A e da CTMR Celular S/A
Petrobras S/A	Petrobras PN	PETR4	9/12/2002	AGE	Incorporação da Petrobras Distribuidora S/A
Telesp Cel. Part. S/A	Telesp Cel. Part. PN	VIVO4	16/1/2003	RCA	Compra da Tele Centro Oeste Celular Participações S/A
Braskem S/A	Braskem PNA	BRKM5	17/3/2003	RCA	Compra da Nitrocarbono, da ESAE e da OPP
Bradesco S/A	Bradesco PN	BBDC4	31/3/2003	AGE	Compra do Banco Mercantil de São Paulo S/A
Banco Itaú S/A	Itaubanco PN	ITAU4	10/6/2003	RCA	Compra do Banco Banestado S/A, do Banco Bemge S/A e do Banco BEG S/A
Bahema S/A	Bahema PNA	BAHI5	18/8/2003	RCA	Compra da Eternit S/A
Cia Vale do Rio Doce S/A	Vale Rio Doce PNA	VALE5	29/8/2003	AGE	Compra Ferteco Mineração S/A
Mundial S/A	Mundial PN	MNDL4	13/10/2003	AGE	Compra da Zivi S.A. Cutelaria e da Hercules S.A. Fabrica de Talheres
Bunge Fertilizantes S/A	Bunge Fert. PN	MAHS4	24/10/2003	AGE	Compra da Fosfertil S/A
Tim Nordeste S/A	Tim Nordeste PNB	TPEC6B	30/1/2004	AGE	Compra da Telasa Celular S.A., Telpa Celular S.A., Teleceará Celular S.A., Telepisa Celular S.A. e Telern Celular S.A.
Braskem S/A	Braskem PNA	BRKM5	12/12/2003	AGE	Compra da Trikem S/A

Tim Participações S/A	Tim Part. PN	TCSL4	31/5/2004	AGE	Incorporação Telenordeste Celular Participações S/A e da Tele Celular Sul Participações S/A
Net S/A	Net PN	NETC4	6/8/2004	RCA	Compra da CMA Participações S/A
Cargill Agrícola S/A	Cargill Fert. PN	SOLO4	1/9/2004	RCA	Compra da Seara Alimentos S/A
Usiminas S/A	Usiminas PNA	USIM5	9/11/2004	RCA	Compra da Cia Siderúrgica Paulista S/A (Cosipa)
Votorantim Celulose e Papel S/A	Votorantim C P PN	VCPA4	11/11/2004	RCA	Compra da Ripasa Celulose e Papel S/A
Tim Participações S/A	Tim Part. PN	TCSL4	27/4/2005	RCA	Compra da Tim Sul S/A e da Tim Nordeste S/A
Embratel S/A	Embratel Part. PN	EBTP4	23/5/2005	RCA	Compra da Net Serviços de Comunicação S/A
Arcelor Brasil S/A	Arcelor BR ON	ARCE3	27/7/2005	RCA	Compra da Cia Siderúrgica Tubarão S/A
Arcelor Brasil S/A	Arcelor BR ON	ARCE3	30/9/2005	RCA	Compra da Acesita S/A

AGE: Assembléia Geral Extraordinária / RCA: Reunião do Conselho de Administração / CADE: Conselho Administrativo de Defesa Econômica

#### Quadro 4 - Amostra inicial da pesquisa

Fonte: Elaborada pelo autor com dados da pesquisa

HISTÓRICO ESCOLAR					
Ano Semestre	Atividade de Ensino	Turma	Conceito	Situação	Créditos
2006/2	ESTÁGIO FINAL EM FINANÇAS (ADM01198)	U	-	Matriculado	12
2006/1	EMPREENDEDORISMO E INOVAÇÃO (ADM01013)	B	A	Aprovado	4
2006/1	ESTÁGIO SUPERVISIONADO III - ADM (ADM01194)	C	A	Aprovado	4
2006/1	POLÍTICA EMPRESARIAL (ADM01127)	C	A	Aprovado	4
2005/2	ESTÁGIO: VISÃO SISTÊMICA DAS ORGANIZAÇÕES (ADM01003)	B	A	Aprovado	4
2005/2	GESTÃO DE TESOURARIA (ADM01171)	U	A	Aprovado	4
2005/2	GESTÃO SÓCIO-AMBIENTAL NAS EMPRESAS (ADM01012)	B	A	Aprovado	4
2005/2	ORÇAMENTO OPERACIONAL (ADM01174)	B	A	Aprovado	2
2005/2	PLANEJAMENTO FINANCEIRO (ADM01157)	B	A	Aprovado	2
2005/2	SISTEMAS DE INFORMAÇÕES GERENCIAIS (ADM01160)	C	A	Aprovado	4
2005/1	ADMINISTRAÇÃO DE MARKETING (ADM01142)	C	B	Aprovado	4
2005/1	ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS MATERIAIS (ADM01010)	B	A	Aprovado	4
2005/1	ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA DE LONGO PRAZO (ADM01140)	A	A	Aprovado	4
2005/1	PLANEJAMENTO E CONTROLE DA PRODUÇÃO (ADM01137)	A	A	Aprovado	4
2005/1	RELAÇÕES DO TRABALHO (ADM01156)	B	A	Aprovado	4
2004/1	ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS HUMANOS (ADM01144)	B	A	Aprovado	4
2004/1	ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA DE CURTO PRAZO (ADM01139)	B	B	Aprovado	4
2004/1	ECONOMIA BRASILEIRA (ECO02209)	C	B	Aprovado	4
2004/1	INTRODUÇÃO AO MARKETING (ADM01141)	A	B	Aprovado	4
2004/1	ORGANIZAÇÃO DA PRODUÇÃO (ADM01136)	D	A	Aprovado	4
2003/2	ADMINISTRAÇÃO E GOVERNO DO BRASIL E ESTÁGIO I (ADM01188)	B	A	Aprovado	6
2003/2	ANÁLISE MICROECONÔMICA II (ECO02208)	B	A	Aprovado	4
2003/2	DIREITO E LEGISLAÇÃO SOCIAL (DIR04401)	C	A	Aprovado	4
2003/2	ESTRUTURA E INTERPRETAÇÃO DE BALANÇOS (ECO03341)	C	A	Aprovado	4
2003/2	MATEMÁTICA FINANCEIRA - A (MAT01031)	C	A	Aprovado	4
2003/1	ESTATÍSTICA GERAL II (MAT02215)	A	A	Aprovado	4
2003/1	FILOSOFIA E ÉTICA NA ADMINISTRAÇÃO (ADM01009)	C	A	Aprovado	4
2003/1	INSTITUIÇÕES DE DIREITO PRIVADO E LEGISLAÇÃO COMERCIAL (DIR02203)	C	A	Aprovado	4
2003/1	METODOLOGIA BÁSICA DE CUSTOS (ECO03320)	C	A	Aprovado	4
2003/1	ORGANIZAÇÃO E MÉTODOS E ESTÁGIO I (ADM01187)	C	A	Aprovado	6
2002/2	ANÁLISE MICROECONÔMICA I (ECO02207)	B	A	Aprovado	4
2002/2	ESTATÍSTICA GERAL I (MAT02214)	B	C	Aprovado	4
2002/2	INTRODUÇÃO À CIÊNCIA POLÍTICA (HUM06409)	B	A	Aprovado	4
2002/2	INTRODUÇÃO À CONTABILIDADE (ECO03343)	C	B	Aprovado	4
2002/1	ÁLGEBRA LINEAR E GEOMETRIA ANALÍTICA	B	B	Aprovado	4

	(MAT01110)				
2002/1	INSTITUIÇÕES DE DIREITO PÚBLICO E LEGISLAÇÃO TRIBUTÁRIA (DIR04416)	B	A	Aprovado	4
2002/1	INTRODUÇÃO À INFORMÁTICA (INF01210)	G	A	Aprovado	4
2002/1	PSICOLOGIA APLICADA À ADMINISTRAÇÃO (ADM01110)	A	A	Aprovado	4
2002/1	SOCIOLOGIA APLICADA À ADMINISTRAÇÃO (ADM01104)	B	A	Aprovado	4
2002/1	TEORIA GERAL DA ADMINISTRAÇÃO (ADM01115)	C	A	Aprovado	4
2001/2	CÁLCULO I-B (MAT01102)	A	B	Aprovado	6
2001/2	INTRODUÇÃO À SOCIOLOGIA PARA ADMINISTRAÇÃO (HUM04004)	C	A	Aprovado	4
2001/2	INTRODUÇÃO ÀS CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS (ADM01185)	B	A	Aprovado	4
2001/2	LÍNGUA PORTUGUESA I A (LET01405)	A	A	Aprovado	4
2001/2	TEORIA ECONÔMICA (ECO02206)	F	A	Aprovado	4