

**Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração**

Murilo de Oliveira Castilho

**GERAÇÃO DE VALOR EM FUSÕES E AQUISIÇÕES BRASILEIRAS
NO PERÍODO DE 1995 A 2016**

São Paulo

2017

Murilo de Oliveira Castilho

**GERAÇÃO DE VALOR EM FUSÕES E AQUISIÇÕES BRASILEIRAS
NO PERÍODO DE 1995 A 2016**

Monografia apresentada ao curso de
Ciências Econômicas, Insper Instituto de
Ensino e Pesquisa.

Orientadora: Adriana Bruscato

São Paulo

2017

Resumo

A estratégia de crescimento por meio de fusão ou aquisição é cada vez mais a escolha tomada por empresas que buscam ampliar sua abrangência no contexto brasileiro. A facilidade ao crédito e as condições de mercado favoráveis da última década promoveram uma expansão desse tipo de transação. Grande fator de decisão para efetuar ou não uma fusão ou uma aquisição é quanto os agentes esperam que se crie de valor para as empresas envolvidas com o processo. Este trabalho busca estudar a existência de criação de valor aos acionistas, analisando operações realizadas entre 1995 e 2016, através do método de estudo de evento dos retornos anormais acumulados das empresas envolvidas, nos períodos imediatamente anteriores e posteriores ao anúncio. Concluímos que não existem evidências que suportam a hipótese que anúncios de F&A's afetaram positivamente os retornos das empresas analisadas durante o período e, portanto, não existe criação de valor para os três cenários analisados.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Etapas no desenvolvimento do Estudo de Eventos.....	13
Figura 2 - Box-Plot dos Retornos Anormais Acumulados (CAR).....	17

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Análise das Variáveis.....	17
Tabela 2 - Resultado dos testes estatísticos.....	18

SUMÁRIO

1	Introdução.....	7
2	Revisão de Literatura.....	9
3	Metodologia.....	12
4	Resultados.....	17
5	Conclusão.....	19
	Referências.....	21

1 Introdução

Os processos de Fusão e Aquisição (F&A's) têm se tornado cada vez mais a estratégia predominante de crescimento não orgânico de companhias brasileiras, uma vez que permitem a rápida implementação de estratégias que dão acesso a uma melhoria de eficiência das empresas. Processos esses que se tornaram mais frequentes com a evolução do mercado de capitais, principalmente a partir de 1994, um maior acesso ao crédito corporativo, graças a instituições como o BNDS, e ao natural amadurecimento das empresas.

De acordo com Copeland (2006), F&A's são uma forma indispensável para a execução de estratégias e para a realocação de recursos em uma economia. O capitalismo cria naturalmente os processos de F&A's, já que a acumulação de capitais e a busca por inovações, ganhos de produtividade e aumento da competitividade são necessários para uma empresa eliminar concorrentes ineficientes e adquirir novos mercados (Cano, 2002). Ainda segundo o autor, o desenvolvimento da estrutura organizacional de sociedades anônimas, o desenvolvimento do mercado bancário de capitais e o aumento da intervenção estatal na economia forneceram ainda mais estímulos para a busca por processos de F&A's.

Em suma, são caracterizadas como fusões aquelas operações em que duas ou mais empresas se unem em uma nova entidade, que herdará todas as obrigações e direitos daquelas que a geraram. Usualmente ocorre entre empresas de porte similar e tem como objetivo sumariamente eliminar redundâncias operacionais, dominar mercados ou, em geral, fazer com que o valor da nova empresa seja maior do que a soma das empresas que a geraram.

Já em aquisições, uma empresa adquirente compra uma empresa alvo, por meio da obtenção de suas ações ou cotas, e, assim, assume todos os direitos e deveres da empresa adquirida, ou, alternativamente, adquire ativos de uma empresa e esses ativos são remunerados ao caixa da empresa alvo, podendo, assim, a empresa adquirente escolher quais direitos e deveres serão obtidos.

Internacionalmente, os processos de F&A's foram impulsionados a partir dos anos 80, principalmente pelos desenvolvimentos nas áreas de telecomunicação e transporte e o maior nível de abertura comercial observado nos países desenvolvidos. Já no Brasil,

a estabilização econômica e a maior concentração de capital oriundas do Plano Real possibilitaram um nível de F&A's similar aos internacionais na década anterior.

De acordo com Cano (2002), os processos ocorridos no Brasil na década de 90 foram influenciados principalmente por três fatores: pelo caráter institucionalizado, ou seja, apenas um reflexo das F&A's ocorridas internacionalmente; pela sua reestruturação produtiva, em que os fluxos de investimento direto estrangeiro e perspectivas de crescimento econômico sustentável desencadearam a entrada de empresas internacionais por meio de F&A's; e pela reação das empresas nacionais em buscar a especialização de suas funções principais. Desse modo, é trivial concluir que a retomada do crescimento econômico após os anos de recessão de 2015 e 2016 possam levar a um novo reaquecimento no mercado de fusões e aquisições nacional.

A criação de valor pode também ter origem da resolução de conflitos de agencia entre acionistas e administradores, pois a operação permite a mudança da estrutura organizacional da empresa e a substituição de gestores que não estivessem satisfazendo os interesses dos acionistas (Ross, 2002). Mas ainda a decisão é, de acordo com o autor, baseada no cálculo de que o valor presente líquido da operação será positivo para os acionistas da empresa adquirente, apesar das condições de assimetria de informação. Essas condições podem gerar ganhos aos acionistas pois estes podem enxergar oportunidades de melhoria de eficiência e gestão na empresa alvo e com a F&A esses ganhos são incorporados na precificação do ativo. Também de acordo com alguns autores, sinergias entre as empresas envolvidas na operação podem levar a ganhos de valor, apesar de esse ser um tema em que não há consenso entre os estudos.

Esse trabalho tem, portanto, o objetivo de acrescentar à discussão nacional, com dados atualizados até o ano de 2016, sobre a existência de retornos anormais nos preços de ações de empresas quando se anunciou operações de F&A ao mercado, admitindo-se um mercado semiforte, e testar estatisticamente essa hipótese por meio do método de estudo de evento, analisando os retornos das ações da empresa adquirente durante o período do anúncio e os comparando com retornos de períodos anteriores e portanto observar, ou não, a existência de diferenças.

2 Revisão de Literatura

Divergências entre autores é algo constante acerca desse tema. Algumas premissas e resultados podem ir em direções completamente opostas, o que torna o debate ainda mais necessário. Jensen e Ruback (1983) introduzem o conceito de aquisições e controle corporativo e argumentam que executivos de diferentes empresas competem entre si pelo controle de ativos corporativos e são raros os casos em que isso afeta negativamente os acionistas de ambas as empresas. No geral, também tem efeito total positivo para as empresas envolvidas. Os acionistas das adquiridas ganham enquanto os das adquirentes não perdem. Para Barney (1988), a criação de valor só acontece quando a operação ocorre entre empresas que contém sinergias e recursos específicos que serão capturados. Assim, a expectativa dos acionistas quanto à possível sinergia é essencial para a geração de valor.

Outros autores determinam que a geração de valor nos casos de F&A's ocorre quando existe uma má gestão relativa de ativos corporativos e a operação permite a melhor gestão dos mesmos, o que leva a uma melhora das expectativas de caixa futuras (McGee, 1989). Utilizando-se do método de estudo de evento para testar empiricamente a hipótese de Barney (1988), Capron e Pistre (2002) argumentam que firmas adquirentes obtêm retornos anormais quando elas mesmas aplicam recursos na firma adquirida, pois todo o retorno que poderia ser obtido pela baixa precificação no momento da compra foi eliminado com a competição entre as potenciais firmas adquirentes.

Quanto à definição, fusões são operações em que duas ou mais empresas unificam seus ativos e é gerada uma nova entidade a partir dessa união, sendo que as empresas que a geraram deixam de existir. Neste caso nenhuma das empresas se prevalece perante a outra e a união se diz igualitária. Nos casos de aquisição, a empresa alvo tem seus ativos comprados, seus controladores pagos pelo preço negociado, e é submetida ao controle parcial ou total da empresa adquirente, sendo que existe a total subversão de interesse corporativos aos da empresa compradora (Barros, 2003 e Westerfield e Ross, 2002). Em termos gerais, para Leite (2012), fusões ocorrem entre empresas de porte semelhante através da troca de ações, e aquisições ocorrem quando acontece a compra de uma firma por outra de porte maior, sendo que no caso das aquisições apenas uma delas mantém sua identidade jurídica.

Para Muniz e Castello Branco (2007), existe uma preferência por operações de aquisições àquelas de fusões pois, no caso de fusões, a empresa resultante é juridicamente uma entidade completamente nova, não tendo vínculo jurídico com as empresas que a geraram, pois todas desaparecem. Já no caso de operações de aquisição, a entidade jurídica da empresa comprada é assimilada pela empresa adquirente, o que transfere também benefícios tributários, como os prejuízos fiscais, que seriam eliminados no caso de uma fusão.

Campbell, Lo e Mackinley (1997) contribuíram para a discussão desenvolvendo o método de estudo de evento primeiramente introduzido no trabalho de Fisher, Fama, Jensen e Roll (1969). O método determina e auxilia a quantificar os efeitos que um choque exógeno, o evento, tem na precificação de uma empresa, já que com a hipótese de eficiência forte de mercado este choque, que provém da informação pública, será imediatamente refletido no preço. É válido ressaltar que esse método é aplicável para qualquer evento que possa impactar os preços, como alteração de regulações ou até desastres naturais, e não apenas restrito a casos de F&A's. Os detalhes do método e sua aplicação para o caso de anúncio de F&A's serão discutidos na seção seguinte.

Em contrapartida, muitos estudiosos apontam diversas críticas na metodologia de estudo de eventos, em especial três dificuldades se destacam.

Primeiramente a determinação exata da data do evento pode ser um desafio, e a falha dessa determinação pode acarretar na observação de retornos não atribuídos ao evento e, assim, levar a conclusões equivocadas. Em seu artigo, Schweitzer (1998) cita o exemplo de legislações que impactam o ramo de atividade de uma determinada empresa. Essas são usualmente deliberadas durante um grande período de tempo, o que dificulta a determinação de uma data exata do evento, consequência das mudanças de percepção do mercado quanto à probabilidade dessa legislação entrar em efeito e podem ser incorporadas no preço em períodos anteriores de realmente se tornar lei.

Outra dificuldade que o autor sugere é a possibilidade de que as informações contidas na janela de estimação sejam contaminadas por eventos não relacionados àqueles que se deseja analisar. Casos em que ocorrem contaminações por mudanças de políticas econômicas, acontecimentos macroeconômicos e políticos no país em que a

empresa está envolvida e eventos relevantes em empresas concorrentes podem contaminar o cálculo dos retornos anormais, potencialmente comprometendo as conclusões. Esse problema se agrava nos casos em que é difícil a determinação exata da data do evento (Schweitzer,1989).

Em terceiro, existe a dificuldade de estimação de como se comportariam os retornos da firma na ausência do evento em si, pois outros choques exógenos listados anteriormente afetam a precificação de mercado dos ativos de modo simultâneo ao evento (Schweitzer,1989). Autores como Kane e Unal (1988) e Izan (1978) foram pioneiros em introduzir modelagens mais complexas que buscam superar essas dificuldades. Porém devido ao tópico desse trabalho ser relativamente direto, e a disponibilidade de um tamanho amostral proporcionalmente grande em relação a uma análise de apenas um evento, essas complexidades não se tornam necessárias.

Como foi dito anteriormente, poucos estudos tratam do mercado brasileiro de F&A. Rocha, Iooty e Ferraz (2001) analisaram empiricamente 120 operações de F&A ocorridas no Brasil durante 1990 e 1997 e concluíram que essas pouco influenciaram na criação de valor para as empresas envolvidas. Camargos e Barbosa (2009), porém, observaram em seu estudo descritivo a existência de criação de valor para os acionistas a partir de sinergias operacionais, porém eles destacam que essa valorização se deu a partir da maximização do valor da empresa, gerando riqueza para os acionistas, e não da criação de valor em si, portanto concluem que a operação teve propósito de melhor precificar ativos, atingindo assim seu potencial.

Temos, portanto, como objetivo encontrar evidências que suportam a hipótese de que, durante os anos de 1995 e 2016, os anúncios de fusão e aquisição por parte das empresas abertas na bolsa de valores brasileira resultaram na criação de valor. Essa evidência, ou não evidência, será obtida a partir do método de estudo de evento que será aplicado em toda a amostra de retornos observada de F&A's entre 1995 e 2016.

3 Metodologia

O método de estudo de evento, primeiramente introduzido no trabalho de Fisher, Fama, Jensen e Roll (1969), se propõe a analisar a existência e reação de impactos de possíveis forças exógenas, os ditos eventos, nos preços de mercado de um ativo. Ou seja, dada a racionalidade de mercado e a uniformidade de informações, os efeitos de um evento podem ser mensurados a partir da sua imediata incorporação nos preços de um ativo alvo (Campbell, Lo e Mackinley, 1997).

O estudo de evento é útil para testar a eficiência de um determinado mercado ao incorporar informações e também para examinar o impacto de um evento no retorno dos acionistas de uma empresa, levando ainda em consideração a hipótese de eficiência de mercado (Binder, 1998).

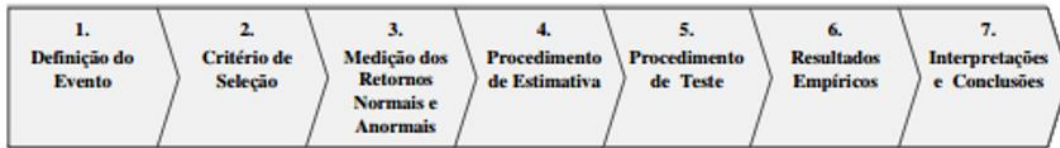
A metodologia requer uma comparação entre aquilo que seria dito um “retorno normal” perante a ausência de o evento e o retorno observado na presença dele, e a constatação (ou não) de discrepâncias entre esses retornos, os chamados retornos anormais. Para isso podem ser empregadas vários cálculos para estimar quais seriam os retornos normais, tais como o modelo de retornos médios constantes, o modelo de mercado, modelos multifatoriais e até mesmo o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), de Sharpe (1964) e Linther (1965), que será o modelo de retornos normais utilizados por este estudo.

De fato, o ponto em que a metodologia se torna mais frágil é exatamente na medição de qual seria o retorno na ausência desse evento, e se realmente os mercados são eficientes ou se podem ser influenciados por comportamentos complexos baseados em psicologia e conceitos econômicos, introduzidos por Andrew Lo (2004) em seu estudo sobre a adaptabilidade de mercados, porém isso vai além do escopo do trabalho.

Esse trabalho tem, portanto, o desafio de definir e medir a existência desses retornos anormais perante o anúncio de uma fusão ou aquisição.

Para Campbell, Lo e Mackinley (1997) existem sete etapas no desenvolvimento de um estudo de eventos, sendo elas listadas na Figura 1.

Figura 1 – Etapas no desenvolvimento do Estudo de Eventos



Fonte: Campbell, Lo e Mackinlay (1997)

Para a definição do evento de interesse, o procedimento requer a definição de uma “data zero”, sendo essa data, no caso, o anúncio da fusão ou da aquisição. Definida essa data zero, é necessário a definição de um intervalo anterior e posterior em que o evento será analisado, sendo o período anterior denominado como “Janela de Estimativa” e o posterior como “Janela Pós-Evento”.

A boa definição desses intervalos é essencial para a consistência dos resultados, pois um intervalo muito longo pode capturar efeitos indesejados e um muito pequeno pode capturar efeitos de vazamento de informações ou nenhum efeito.

Nesse estudo examinaremos o caso em que a janela de evento é de 7, 15 e 30 dias (uma semana, quinze dias e um mês), esses dias são contados a partir do dia imediatamente anterior da data de evento (a data de anúncio da F&A) até o limite de dias de cada categoria de janelas de evento. Por exemplo, no caso da janela de evento de sete dias, são contados o dia anterior do anúncio, o dia do anúncio, e os 5 dias remanescentes para essa janela.

Para a “Janela de Estimativa” serão utilizados os 2 anos (504 dias uteis) imediatamente anteriores ao início da “Janela de Evento”, essa será a janela que conterá os retornos que serão usados para definir se os retornos na janela de evento foram influenciados pelo evento ou não.

Definidos os eventos e os critérios de seleção, no caso desse estudo, empresas que são listadas na bolsa BM&FBovespa e realizaram operações de F&A's durante o período de 1995 a 2016, o próximo passo é a medição.

Caracterizando as relações temos que o CAR_t é igual à acumulação dos retornos anormais diários da ação AR_{it} , que por sua vez é igual a diferença entre o retorno efetivo da ação (R_{it}) e a esperança de retorno normal da ação na mesma data $E(R_{it})$.

$E(R_{it})$ é obtido a partir do CAPM, que dita qual deve ser a “remuneração”, ou seja, o retorno do ativo em relação com ao prêmio de mercado. Relação essa obtida a partir da regressão dos retornos de mercado durante a janela de estimação contra os retornos do ativo, sendo que o seu coeficiente de inclinação β é o mesmo que será utilizado no CAPM para representar a relação entre o prêmio de mercado e o retorno do ativo.

Temos então que os “retornos normais” do ativo em questão, que serão comparados com os retornos observados, podem ser estimados a partir da relação entre o ativo livre de risco e os retornos de mercado. Sendo R_{it} retornos observados da empresa em análise R_{ft} o ativo livre de risco, que tem como proxy o título de dívida pública do governo dos Estados Unidos com maturidade de 10 anos, em reais, e R_{mt} , que representa os retornos de mercado, que como proxy será usado o Ibovespa.

Temos então que as equações para o cálculo de retornos anormais são dadas por:

$$CAR_{it} = \sum_{j=-1}^T (AR_{i(t+j)})$$

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

$$E(R_{it}) = R_{ft} + \beta_i (R_{mt} - R_{ft})$$

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i(t-1)}}{P_{i(t-1)}}$$

Como dito anteriormente, nesse estudo examinaremos os casos em que a janela de evento contém 7 dias, 15 dias e um 30 dias respectivamente.

Para verificar a existência de criação de valor nos anúncios de F&A utilizaremos um teste t para analisar a Hipótese Nula (H_0) de que $\mu_{CAR} \leq 0$, ou seja, o caso em que o anúncio não implica na criação de retornos anormais e não há criação de valor, contra a Hipótese Alternativa (H_A) de que $\mu_{CAR} > 0$, em outras palavras, o caso em que existe retornos anormais e que há criação de valor devido a um anúncio de F&A.

A média amostral dos retornos anormais e a variância amostral dos retornos anormais podem ser obtidos a partir das seguintes equações:

$$\bar{X}_{CAR} = \sum_{i=1}^n \frac{CAR_i}{n}$$

$$S_{CAR} = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (CAR_i - \bar{X}_{CAR})^2}$$

Temos então que a estatística do teste é dada por:

$$t_{obs} = \frac{\bar{X}_{CAR}}{\left(\frac{S_{CAR}}{\sqrt{n}}\right)}$$

A distribuição utilizada é a t de Student, onde o teste foi feito com 0.05 de significância com $n - 1$ graus de liberdade e onde n é o número total de operações de F&A's analisadas, no caso 485 observações entre os anos de 1995 e 2016

Como mencionado anteriormente a amostra será composta de dados obtidos a partir dos preços de fechamento diários das empresas que realizaram operações de fusão e aquisição durante o período de 1995 a 2016. É importante destacar que serão excluídos da amostra os preços de fechamento que não fazem parte da análise de interesse, ou seja, aqueles que não estiverem contidos na janela de estimação ou na janela do evento. Em outras palavras, definida a data (data t) de anúncio de uma F&A de uma empresa entre 1995 e 2016, serão coletados os preços de fechamento dessa empresa de $t-1$ a $t+3$ (janela de evento de 5 dias úteis) e de $t-1$ a $t-250$ (janela de estimação de 252 dias úteis).

A coleta da amostra será feita em duas etapas, a primeira identificando todas as operações de F&A's que ocorreram durante o período de interesse (1995 a 2016) no Brasil, para isso será usado a plataforma Bloomberg. Após identificada as operações,

será realizada a coleta dos preços de fechamento diários e a proxy de mercado (Ibovespa), para o cálculo dos retornos, essa etapa se dará pela plataforma Economática.

4 Resultados

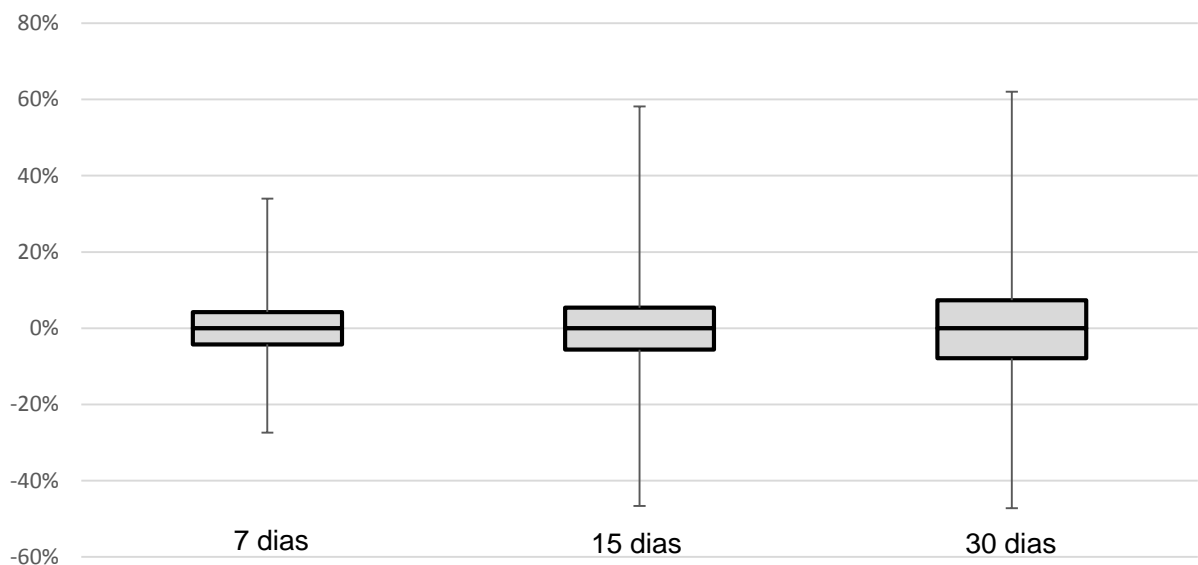
Analisando as amostras dos retornos anormais acumulados, temos que em média esses retornos são negativos, de -0,34% para janela de eventos de 7 dias, -0,89% para 15 dias e -0,58% para 30 dias. A tabela 1 demonstra as médias, mínimas e máximas para cada amplitude de janela de eventos. É possível, portanto, observar que, apesar de médias relativamente próximas de zero para os três casos, temos que a amplitude de retornos é bastante elevada.

Tabela 1 – Análise das variáveis.

AMPLITUDE	Tamanho Amostral	MÍNIMA	MÉDIA	MÁXIMA
7 Dias	485	-27,44%	-0,34%	32,85%
15 Dias	485	-46,64%	-0,89%	56,48%
30 Dias	485	-47,21%	-0,58%	60,77%

Para melhor demonstrar essa grande amplitude de retornos e a quantidade de valores aberrantes elaboramos para melhor visualização a Figura 2, que apresenta, em formato de Box-Plot, as amostras nos cenários de 7 dias, 15 dias e 30 dias respectivamente.

Figura 2 – Box-Plot dos Retornos Anormais Acumulados (CAR), caso de 7 dias, 15 dias e 30 dias



Fonte: Elaboração Própria

Os retornos anormais acumulados nos casos de janela de eventos de 7 e 30 dias apresentaram ser normalmente distribuídos, a partir do teste de Jarque-Bera, apenas o caso de janela de eventos de 15 dias teve a hipótese nula de normalidade rejeitada, porem devido ao tamanho amostral razoavelmente grande, 485 observações, pode-se inferir normalidade a partir do Teorema do Limite Central, permitindo assim o uso da curva de distribuição T para realização dos testes de hipótese.

Tabela 2 – Resultado dos testes estatísticos.

CASOS	P-VALOR	MÉDIA (\bar{x})	DESV. PADRÃO (S)	TAMANHO AMOSTRAL
7 Dias	85,749%	-0,345%	7,09%	485
15 Dias	98.109%	-0,893%	9,45%	485
30 Dias	83.255%	-0,579%	13,21%	485

Elaboração Própria

Os resultados do teste aplicado nos três cenários são apresentados na Tabela 2, após a realização dos testes T podemos observar que em nenhum dos casos se rejeita a hipótese nula de não existência de retornos anormais, em outras palavras, a amostra não apresenta evidências suficientes para a existência de retornos anormais oriundos do evento e, portanto, não existem evidencias de que um anúncio de F&A afete positivamente os retornos de uma determinada empresa.

5 Conclusão

Ao contrário do que se era esperado, o estudo demonstrou que não é possível observar retornos anormais positivos estatisticamente significantes nos casos em que a janela de evento é igual a 7 dias, 15 dias e 30 dias. Portanto a amostra não apresenta evidências suficientes para a existência de retornos anormais após um anúncio de fusão e aquisição entre 1995 e 2016 de empresas listadas na BM&F Bovespa (Atual B3).

A partir dessa conclusão podem ser levantadas hipóteses para explicar essa observação de ausência de retornos anormais na amostra para os três casos. Casos em que “rumores” de anúncio de F&A são precificados anteriormente do anúncio oficial, protocolado na Comissão de Valores Mobiliários, são difíceis de serem capturados, pois isso demandaria ajustes da janela de eventos e janela de estimação personalizados para cada caso.

É também possível que diferentes setores em que empresas atuem apresentem, ou não apresentem, retornos distintos, e essa contaminação setorial afete o cálculo da média de retornos acumulados dificultando assim a elaboração de resultados robustos, dado o amplo universo analisado. Nesse caso seria necessário um estudo considerando esses distintos setores ou até mesmo estudos de setores específicos, apesar da possibilidade de dificuldades dado o reduzido tamanho amostral.

Uma outra possibilidade a ser considerada é a que distintos ambientes econômicos possam trazer distintas percepções sobre as vantagens de fusões e aquisições, gerando assim distintos retornos nos períodos subsequentes ao anúncio, em outras palavras, operações que seriam vistas como benéficas para a empresa, e conseqüentemente gerariam valor a mesma, em um momento de expansão econômica, podem ser vistas como desvantajosas em períodos de recessão. Um outro ângulo de estudo pode ser, portanto, a análise de como diferentes cenários macroeconômicos afetam as perspectivas de retornos de fusões e aquisições.

Concluo, portanto, reiterando que apesar da ausência de evidências da existência de retornos anormais, nos casos em que a janela de evento é igual a 7 dias, 15 dias e 30 dias, e a não rejeição da hipótese nula de ausência de efeitos de anúncio de Fusões e Aquisições nos retornos de uma determinada empresa, é difícil tomar o tema como totalmente explorado. Estudos mais aprofundados sobre o assunto, ou pela tomada

de suposições ou ângulos de análise distintos à essa obra, possam chegar a conclusões distintas e até mesmo mais definitivas.

6 Referências

- BARNEY, J. **Return to bidding firms in mergers and acquisitions: reconsidering the relatedness hypothesis**. Strategic Management Journal, v. 9, edição especial, p. 71-78, 1988.
- BARROS, B. T. **Fusões e Aquisições no Brasil – Entendendo as razões dos sucessos e fracassos**. São Paulo: Atlas, 2003.
- BINDER J.J.. **Measuring the effects of regulation with stock price data**. RAND Journal of Economics. v.16, p.167-183. 1985
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. **Análise empírica da hipótese de maximização da riqueza dos acionistas nos processos de fusão e aquisição ocorridos no mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real**. Revista de Gestão USP, São Paulo, v. 12, n. 4, p. 33-53, out./dez. 2005
- CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. **The econometrics of financial markets**. New Jersey: Princeton University Press, 611p., 1997.
- CANO, M. **O recente processo de fusões e aquisições na economia brasileira**. 164f. Dissertação de Mestrado em Economia, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.
- CAPRON, L; PISTRE, N. **When do acquirers earn abnormal returns?** Strategic Management Journal, v. 23, n. 9, p. 781-94, 2002.
- COPELAND, T. et al. **Avaliação de Empresas – Valuation – Calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3ª ed. São Paulo: Pearson Education, 2006.
- FAMA, E. F.; FISHER, L.; JENSEN, M. C.; ROLL, R. **The Adjustment of Stock Prices to New Information**: International Economic Review, Vol. 10, Fevereiro 1969.
- IZAN, H. Y. **An empirical analysis of the economic effects of mandatory audit regulation**. University of Chicago, Graduate School of Business, 1978
- 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, 1983.

- LO, A. W. **The Adaptive Markets Hypothesis: Market Efficiency from an Evolutionary Perspective.** Journal of Portfolio Management, Forthcoming, 2004
- LEITE, B. C. **Fusões e Aquisições: Geração de Valor no Brasil.** Rio de Janeiro: Puc-Rio, 2012
- LINTNER, J. **The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets.** : The Review of Economics and Statistics, Vol. 47, 1965
- MACKINLAY, A. C. **Event studies in economics and finance.** Journal of Economic Literature. Pittsburgh, PA, v. 35, n. 1, p. 13-39, Mar. 1997.
- MCGEE, R. W. **The economics of mergers and acquisitions.** The Mid-Atlantic Journal of Business, v. 25, n. 4, p. 45-55, 1989.
- MUNIZ, I.; CASTELLO BRANCO, A. **Fusões e Aquisições – Aspectos Fiscais e Societários.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2007.
- ROCHA, F.; IOOTY, M.; FERRAZ, J. C. **Desempenho das fusões e aquisições na indústria brasileira na década de 90: a ótica das empresas adquiridas.** Revista de Administração Contemporânea, [S. l.], v. 5, p. 69-102, 2001.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira: corporate finance.** São Paulo: Atlas, 2002. 776 p.
- SHARPE, W. F. **Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk.** The Journal of Finance, Vol. 19, 1964. 435 p.
- ROCCOLI, M. E. **Timing: Fator Determinante do Desempenho de uma Fusão e Aquisição Doméstica no Brasil.** São Paulo: Insper, 2014
- SILVEIRA, A. C. **Os Efeitos da Polêmica dos Reajustes de 2003 sobre o Valor das Empresas de Telefonia Fixa na Bovespa.** Rio de Janeiro: Puc-Rio, 2006