

O DESEMPENHO DE EVENTOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NO LONGO PRAZO NO MERCADO BRASILEIRO

MARINA MONTEMOR
FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS/EBAPE

RICARDO RATNER ROCHMAN
ESCOLA DE ECONOMIA DE SÃO PAULO (EESP)

O DESEMPENHO DE EVENTOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NO LONGO PRAZO NO MERCADO BRASILEIRO

1 INTRODUÇÃO

Uma estratégia amplamente utilizada por médias e grandes empresas para crescimento rápido associado a ganhos de eficiência, poder de mercado e ampliação de capacidade, por exemplo, é o crescimento inorgânico – aquele que se dá através de aquisições de outras empresas. No mercado financeiro, assessorias financeiras e jurídicas se especializam na realização de fusões e aquisições (Mergers and Acquisitions, M&A) a fim de auxiliar empresas no trâmite de tal processo, que pode ser dispendioso, exaustivo e, muitas vezes, demorado. No entanto, ponderando-se todos os custos e o tempo investido para a realização de uma transação bem-sucedida, resta a dúvida: pode o crescimento inorgânico gerar valor real às empresas adquirentes no longo prazo? O objetivo do presente trabalho é justamente estudar a capacidade de geração de valor de tais eventos justamente para a ampliação do conhecimento acerca do tema dentro do mercado.

A capacidade de geração de valor de uma transação para uma empresa é medida através da medida dos retornos anormais daquela empresa em um período pós-aquisição, ou seja, quanto de retorno acima do esperado foi gerado por aquela empresa naquele período por conta de uma aquisição realizada em um período anterior. Além da análise pura do valor e da validade dos retornos, o estudo dos diferentes determinantes para o sucesso de uma transação também é discutido dentro do meio acadêmico e no próprio mercado. Fatores como o meio de pagamento utilizado, a estratégia de crescimento da empresa adquirente ou mesmo a localidade de sua matriz podem influenciar no sucesso ou não de uma aquisição. Tais fatores serão abordados também em uma segunda etapa desse trabalho.

A literatura acerca do tema é ampla e com resultados muito divergentes de acordo com a metodologia utilizada para o cálculo do referido retorno anormal. Buscou-se neste estudo trabalhar dentro de uma metodologia já previamente utilizada pela literatura, porém aplicada a eventos realizados no Brasil, entre os anos de 2008 e 2018. O estudo acerca do efeito de eventos de M&A no Brasil para empresas adquirentes ainda é muito embrionário e não se observa nenhum outro estudo anterior com dados tão recentes e específicos do mercado brasileiro.

A próxima seção, de Revisão de Literatura, busca descrever de maneira resumida os principais estudos acerca do tema eventos de fusões e aquisições no longo prazo e seus determinantes, além de pontuar suas principais conclusões e metodologia utilizada. A seção de Análise Descritiva dos Dados mostra as diferentes variáveis utilizadas para a aplicação da metodologia em questão, além de suas principais medidas estatísticas descritivas e seu comportamento ao longo do período estudado. Na seção de Metodologia, descrevem-se por etapas as diferentes metodologias aplicadas à análise dos dados, regressões e construção de amostras para a segunda etapa desse estudo. Por fim, nas seções de Resultados e Considerações Finais, analisam-se os resultados encontrados na primeira e na segunda etapa desse estudo e pontuam-se as considerações finais.

2 REVISÃO DE LITERATURA

O estudo de eventos de fusões e aquisições no longo prazo e seus efeitos sob as empresas adquirentes e adquiridas é muito amplo e discutido. A literatura existente acerca da análise de tais eventos é extensa e cobre em geral dois aspectos: (i) a existência ou não de retornos anormais estatisticamente significativos tanto para empresas adquirentes quanto para empresas adquiridas; e (ii) análise dos fatores que podem influenciar de maneira relevante os retornos de longo prazo posteriores às fusões e aquisições. O objetivo desta seção de Revisão de Literatura é abordar os principais estudos já realizados sobre o assunto e pontuar seus achados, contribuições e falhas. Neste primeiro momento, é interessante entender a metodologia utilizada

por cada autor, o tamanho da janela do evento analisado, o período estudado, tamanho da amostra e principais conclusões.

Um dos primeiros estudos acerca do efeito de longo prazo de fusões e aquisições foi o de Mandelker (1974), no qual o autor buscava entender (i) se, de fato, tais eventos estariam associados a retornos anormais positivos ou negativos; e (ii) entender se o mercado de capitais é eficiente em relação a anúncios de M&A, ou seja, se os preços das ações refletiam imediatamente as informações do evento após seu anúncio. Mandelker (1974) estima os retornos anormais através do método CAPM (Capital Asset Pricing Model) de Sharpe (1964) e Lintner (1965), uma medida de retornos esperados que incorpora o controle pelo risco dos ativos. O autor considerou uma amostra de 241 empresas adquirentes listadas na NYSE (New York Stock Exchange), com dados mensais de 1941 – 1962, testando para janelas de 12, 24 e 40 meses após o anúncio do evento de M&A. Como resultado, não encontra retornos acumulados estatisticamente significativos e interpreta esse resultado como consistente com a hipótese do mercado eficiente.

Langetieg (1978) também usa variantes dos retornos anormais estimados pelo CAPM de Sharpe (1964) e Lintner (1965). O autor analisa uma amostra de 149 empresas listadas na NYSE, com dados mensais de 1929 – 1969 e considera janelas de 12, 24 e 72 meses após o anúncio do evento. O autor encontra excessos de retorno acumulados de aproximadamente -6,00% para uma janela de 12 meses posteriores ao evento. No entanto, o retorno não é significativamente diferente do retorno de uma amostra de controle de 141 empresas nas mesmas indústrias. Já Asquith (1983) utiliza o retorno esperado de carteiras de controle para estimar retornos anormais em empresas adquirentes. O autor classifica todas as 196 empresas adquirentes listadas na NYSE em 10 carteiras ponderadas por seus respectivos betas de mercado. O retorno esperado da firma caso não houvesse participado de um evento de M&A é aproximado pelo retorno da carteira com o beta mais próximo ao dela. Foram encontrados retornos anormais significativos de -7,20% utilizando-se dados mensais, de 1962 – 1976 e uma janela de 240 dias após o anúncio do evento.

Franks, Harris e Titman (1991) acreditam que o uso de metodologias inadequadas para a estimação dos retornos anormais nos trabalhos anteriores leva a uma maior discrepância de resultados. Os autores utilizam diferentes medidas de retornos anormais acumulados e retornos anormais mensais para uma amostra de 399 empresas listadas na NYSE e na AMEX (American Stock Exchange). São utilizados dados mensais, de 1975 – 1984 com uma janela de 36 meses posteriores ao mês da proposta final do evento de M&A. Os resultados encontrados pelos autores variam de acordo com a metodologia de retornos anormais utilizada e a abordagem de tempo calendário versus tempo absoluto na análise das carteiras (vide seção 4.2). Em suma, seus resultados abrangem um espectro de -7,92% não significativos a 13,22% significativos, a depender da metodologia utilizada.

Gregory (1997) utiliza uma amostra de 452 empresas que participaram de transações domésticas fechadas na Inglaterra entre 1984 – 1992 com um valor de transação superior a £10 mn. Este foi um dos primeiros trabalhos a utilizar diferentes metodologias de estimação de retornos esperados, utilizando-se do CAPM, o modelo de Dimson e Marsh (1986), o modelo de Fama-French (1993) de três fatores, junto de algumas outras variantes deste último. O autor encontra retornos anormais acumulados significativos de até -17,06% independentemente do modelo utilizado para estimativa dos retornos esperados. No mesmo estudo, a amostra é dividida em função de algumas variáveis: Meio de pagamento (ações versus dinheiro); Natureza da transação (hostil versus amistosa); Estratégia da empresa adquirente (especialização ou diversificação); Estratégia de crescimento da empresa adquirente (orgânico ou inorgânico); Concorrência pelo objeto-alvo da transação (alta ou baixa).

Os retornos anormais foram maiores em transações com adquirentes que pagaram com dinheiro, que detinham uma estratégia de especialização por parte da empresa adquirente,

transações consideradas hostis e adquirentes com maior experiência em crescimento inorgânico. Loughran e Vijh (1997) utilizam uma amostra de 788 eventos de M&A com alvos listados na NYSE, AMEX e NASDAQ. Os autores estimam os retornos esperados através de uma amostra de controle formada por empresas com características similares às adquirentes em tamanho e relação valor contábil versus valor de mercado. A diferença entre o retorno de se comprar e manter a carteira de empresas adquirentes e o retorno de se comprar e manter a carteira com as empresas que fazem parte do grupo de controle por um prazo de 60 meses após o anúncio do evento de M&A é de -15,90% e significativo.

Rau e Vermaelen (1998) analisam primeiramente uma amostra de 2.823 empresas adquirentes listadas na NYSE, AMEX e NASDAQ com dados mensais de 1980 – 1991 e uma janela de 36 meses posteriores ao anúncio do evento de M&A. Os retornos anormais acumulados foram de -4,04% significativos. Os autores também analisam uma subamostra apenas com alvos públicos de 643 empresas. Neste caso, foram constatados retornos anormais acumulados de -2,58% e significativos.

Mitchell e Stafford (2000) utilizam uma abordagem de tempo absoluto (ou tempo calendário) para estimar os retornos anormais de 2.068 empresas entre 1958 – 1993 com uma janela de 36 meses após o anúncio do evento. Os autores analisam diferentes carteiras, ponderadas uniformemente e por capitalização de mercado, com estratégia de comprar e manter uma mesma carteira de ativos e retornos anormais em tempo calendário. Os retornos anormais encontrados são sempre negativos, independentemente da metodologia, porém não significativos. Já Megginson, Morgan e Nail (2003) argumentam que uma fusão ou aquisição com foco na especialização é o principal fator para o sucesso de uma transação. Os autores estudam 204 empresas entre 1977 – 1996, com dados mensais em janelas de 12, 24 e 36 meses posteriores ao evento de M&A. De fato, seus resultados mostram que os retornos anormais da estratégia de comprar e manter ativos cuja empresa adquirente tenha um foco na especialização da indústria são maiores do que os retornos das transações com uma estratégia de diversificação.

Mais recentemente, Rosen (2004) e Bouwman, Fuller e Nain (2005) observam retornos maiores nas ações das companhias adquirentes quando o mercado todo se encontra numa fase “*bullish*” – quando as ações como um todo encontram-se em um movimento de subida, apresentando bom desempenho. Os autores argumentam que, sob tais condições, surgem “ondas de fusões e aquisições”, nas quais muitas empresas começam a realizar processos de M&A sem realizar os devidos estudos e tomar os devidos cuidados para que se realize uma transação com sinergias de fato. Assim, um anúncio de M&A é tido no curto prazo como positivo para os retornos das ações das empresas adquirentes. No entanto, os resultados apontam que não é verdade no longo prazo. Empresas que realizam uma fusão ou aquisição em momentos que o mercado está em alta apresentam desempenho negativo três anos após o evento analisado.

Mais recentemente, têm sido realizados estudos mais amplos similares aos anteriores, porém com diferentes economias, além da Americana e Britânica. André, Kooli e L’Her (2004) analisam 267 eventos de M&A no mercado canadense, com dados mensais entre 1980 – 2000. Os autores utilizam uma abordagem calendário com e sem *overlapping*. Seus resultados indicam que as transações analisadas apresentam retornos anormais negativos e significativos em uma janela de três anos posteriores ao evento. Os autores também argumentam que transações que são realizadas dentro de uma onda de fusões e aquisições e transações pagas com *equity*, ao invés de dinheiro, tendem a obter retornos anormais significativamente piores que outras transações no mesmo período.

Em outro estudo acerca do mercado canadense, Dutta e Jog (2009) analisam a performance das ações de empresas adquirentes em 1.300 eventos de M&A entre 1993 – 2002. Os autores utilizam abordagens tanto em tempo calendário quanto em tempo relativo. Além dos retornos das ações, são também analisadas métricas operacionais e de governança das empresas.

Os resultados apontam que o mercado encara positivamente os anúncios das transações no curto prazo, mas no longo prazo é realizada uma correção no preço dos ativos. No entanto, os autores não obtêm qualquer significância de retornos anormais positivos ou negativos no longo prazo.

Arbeleche (2008) analisou o efeito de longo prazo de fusões e aquisições em países latino-americanos. O autor utilizou-se de dados mensais de 429 eventos de M&A, entre 1994 – 2005 em sete países da América Latina (Brasil, México, Chile, Argentina, Peru, Colômbia e Venezuela), com janelas de 36 meses após o anúncio do evento. É utilizada uma abordagem em tempo calendário para a construção das carteiras de retornos e estimativa de retornos anormais através do CAPM. O autor encontrou evidências claras de retornos anormais negativos e significativos para México e Argentina e retornos anormais positivos apenas para o Chile. Os demais países da amostra não apresentaram retornos anormais significativamente diferentes de zero. O autor analisa também diferentes determinantes do desempenho destas transações no longo prazo, como a forma de pagamento, atitude do comprador, transações com adquirentes locais ou internacionais e o fato de o evento estar dentro de uma onda de fusões e aquisições ou não. São observados retornos anormais de longo prazo em diferentes subamostras, mas não há um comportamento uniforme na amostra de países.

Rao-Nicholson, Salaber e Cao (2014) analisam os efeitos de M&A no longo prazo para países pertencentes a ASEAN (*Association of Southeast Asian Nations*), que inclui: Indonésia, Tailândia, Malásia, Singapura, Filipinas, Cambodia, Vietnam, Brunei, Myanmar e Laos. São utilizados dados mensais de 2001 – 2012 para cálculos de performance operacional ajustada pela indústria. Os resultados sugerem que a performance das empresas analisadas tende a ser negativamente significativo três anos após o evento de M&A ser anunciado. Além disso, os autores descobriram também que eventos de fusões e aquisições que ocorrem dentro de uma crise financeira tendem a apresentar uma performance melhor no longo prazo do que eventos realizados no pós-crise. Uma das explicações dos autores para tal fato é que em momentos de crise as sinergias entre as empresas são melhor aproveitadas.

Em suma, a literatura acerca do tema é abrangente e os resultados variáveis, principalmente, de acordo com a metodologia utilizada para o cálculo dos retornos anormais de longo prazo. No geral, a maioria dos trabalhos anteriores acaba por encontrar retornos anormais negativos de longo prazo para empresas adquirentes após um evento de M&A. A seção de Metodologia discutirá brevemente as diferentes metodologias já citadas acerca do cálculo de retornos anormais, metodologia para construção das carteiras de retornos, ponderação das carteiras e análise dos determinantes de desempenho de longo prazo de um evento de M&A.

3 ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS

O presente trabalho se divide em duas etapas: (i) estimação dos retornos anormais de empresas adquirentes através de uma regressão linear de mínimos quadrados simples, a fim de se estimar o coeficiente α de desempenho de Jensen; e (ii) análise dos determinantes de desempenho de longo prazo de fusões e aquisições, através da análise de subamostras.

Para tanto, contamos com uma amostra inicial de 1.240 transações de fusões e aquisições retiradas do banco de dados do S&P Capital IQ. As transações em questão cumprem com as seguintes condições:

- 1) Transações realizadas no Brasil;
- 2) Transações anunciadas entre 01/01/2008 e 31/12/2018;
- 3) Transações já fechadas até 26/03/2019;
- 4) Companhias adquirentes públicas, listadas tanto no Brasil quanto em outros países;
- 5) Percentual adquirido maior que 20%;

6) Ações das companhias adquirentes suficientemente líquidas – existem informações acerca de sua cotação e capitalização de mercado nos 36 meses posteriores à transação.

Foram colhidas também informações com relação:

- 1) À indústria tanto da empresa adquirente quanto da empresa adquirida;
- 2) Ao meio de pagamento utilizado na transação, se realizado em dinheiro ou não;
- 3) À sede das empresas adquiridas e adquirentes;
- 4) À atitude da transação, se amistosa ou hostil.

As transações foram aglomeradas anualmente e se distribuem da seguinte maneira:

Gráfico 1- Evolução do número de transações de M&A analisadas na amostra



Na tentativa de filtrarmos apenas as transações de tamanho significativo para o presente estudo, selecionamos transações nas quais um percentual maior do que 20% havia sido negociado. No entanto, ainda assim observa-se grande variação na amostra de transações com relação ao seu valor total:

Tabela 1- Análise descritiva dos valores das transações analisadas

Valor Total da Transação (R\$ mn)	
Amostra	1,240
Média	836
Mediana	75
Desvio Padrão	4,288
Máximo	65,021
Mínimo	0

Para a estimação dos retornos anormais através do modelo CAPM, utilizamos as variáveis: (i) taxa livre de risco, a qual consideramos como a *United States Treasury Bond* de 30 anos, cotada mensalmente com dados de fim de período; e (ii) o retorno do índice Ibovespa como *benchmark* para a carteira representativa do mercado brasileiro, também com dados mensais de fim de período.

A fim de estimarmos os retornos anormais de empresas adquirentes das transações acima citadas, foram colhidos dados referentes às suas cotações em bolsa e à sua capitalização de mercado para o mesmo período (01/01/2008 a 31/12/2018) da base de dados S&P Capital

IQ. As cotações são mensais EoP (em inglês, End of Period – fim de período), ou seja, referentes ao último dia útil do mês em questão. As 1.240 transações estudadas foram realizadas por um total de 597 empresas adquirentes. Isto significa que, em média, cada empresa adquirente participou de dois eventos de M&A ao longo do período estudado, sendo que a empresa com maior participação adquiriu 19 empresas no período.

Como bem definido na próxima seção, a metodologia proposta para a construção de carteiras é realizada em tempo calendário. Nesta metodologia, a carteira de retornos é rebalanceada mensalmente com os retornos de todas as empresas que realizaram um evento de fusão e aquisição nos últimos 36 meses. Desse modo, cada empresa deverá cumprir um período de 36 meses dentro da carteira de retornos. Assim, as transações realizadas entre janeiro de 2016 e dezembro de 2018 não serão analisadas, visto que não cumprirão o prazo de 36 meses na carteira dentro do período analisado. Restamos então com um total de 460 empresas adquirentes a serem estudadas. Cada empresa compõe nossa carteira de retornos por exatos 36 meses após um evento de M&A, com sobreposição de eventos.

Como também descrito na seção de Metodologia, a carteira de retornos deverá ser ponderada tanto uniformemente quanto por sua capitalização de mercado (*Market Cap*, em inglês). A tabela 2 a seguir resume algumas medidas descritivas de ambas as séries:

Tabela 2- Análise descritiva das séries de retornos utilizadas para estimação na Etapa I

	Retornos Ponderados Uniformemente	Retornos Ponderados pelo Mkt. Cap
Média	0.91%	0.36%
Mediana	0.89%	0.30%
Desvio Padrão	4.67%	1.25%
Máximo	16.08%	6.13%
Mínimo	-21.67%	-3.45%

Para fins de análise dos determinantes do desempenho de longo prazo dos eventos de fusões e aquisições de nossa amostra, dividimos em subgrupos com diferentes características. Assim, dividimos a amostra de acordo com: (i) meio de pagamento da transação (*Cash* vs. *Non-cash*); (ii) classificação conforme Indústria (transação de Verticalização vs. Diversificação); e (iii) transações com adquirentes Nacionais vs. Internacionais.

3.1 CASH VS. NON-CASH

Primeiramente dividimos a amostra de acordo com o meio de pagamento utilizado pela adquirente. A fim de simplificação e criação de uma única *dummy*, consideram-se todas as aquisições com mais de 50% do valor da transação pagos em dinheiro como “*Cash*” e todas as aquisições com 50% ou menos do valor da transação pagos em dinheiro como “*Non-Cash*”. Desse modo, restamos com 379 (82,4%) empresas “*cash*” e 81 (17,6%) empresas “*Non-Cash*”, como percentualmente representado no gráfico 5 que segue. Para a elaboração da *dummy Cash* foi considerado $DC_j = 1$ para a transação j classificada como *Cash* e $DC_j = 0$ para a transação j classificada como *Non-Cash*.

As carteiras das subamostras estudadas na Etapa II também serão analisadas com ponderação, tanto uniforme quanto por capitalização de mercado. A tabela 3 a seguir resume algumas medidas descritivas destas séries de retornos para ambas as subamostras *Cash* e *Non-Cash*:

Tabela 3- Análise descritiva das séries de retornos utilizadas para estimação na Etapa II para as subamostras *Cash* e *Non-Cash*

	<i>Cash</i> Retornos Ponderados Uniformemente	<i>Cash</i> Retornos Ponderados pelo Mkt. Cap	<i>Non-Cash</i> Retornos Ponderados Uniformemente	<i>Non-Cash</i> Retornos Ponderados pelo Mkt. Cap
Média	0.98%	0.35%	0.00%	0.28%
Mediana	0.96%	0.25%	0.00%	0.05%
Desvio Padrão	4.68%	1.26%	10.40%	1.60%
Máximo	15.93%	6.50%	59.90%	5.44%
Mínimo	-20.33%	-3.67%	-56.72%	-5.13%

3.2 VERTICALIZAÇÃO VS. DIVERSIFICAÇÃO

Em uma segunda análise, classificamos as transações com relação ao seu objetivo para a empresa adquirente: se ela é uma transação de verticalização (especialização dentro da mesma indústria) ou de diversificação (para diferentes indústrias). Para criarmos esta *dummy* de especialização, utilizamos $DE_j = 1$ para a transação j entre empresas classificadas como na mesma indústria (de acordo com dados do próprio S&P Capital IQ) e $DE_j = 0$ para a transação j entre empresas classificadas como de diferentes indústrias. Restamos então com 187 (40,7%) empresas adquirentes com transações dentro da mesma vertical.

As carteiras aqui também são analisadas tanto por ponderação uniforme quanto por ponderação pela capitalização de mercado. A tabela 4, a seguir, resume algumas medidas descritivas destas séries de retornos para ambas as subamostras:

Tabela 4- Análise descritiva das séries de retornos utilizadas para estimação na Etapa II para as subamostras Mesma Indústria e Diferentes Indústrias.

	Mesma Indústria Retornos Ponderados Uniformemente	Mesma Indústria Retornos Ponderados pelo Mkt. Cap	Diferentes Indústrias Retornos Ponderados Uniformemente	Diferentes Indústrias Retornos Ponderados pelo Mkt. Cap
Média	1,04%	0,24%	0,81%	0,24%
Mediana	0,99%	0,19%	1,01%	0,20%
Desvio Padrão	5,83%	1,60%	4,92%	1,22%
Máximo	24,40%	4,85%	16,64%	6,64%
Mínimo	-15,34%	-4,32%	-26,74%	-2,52%

3.3 ADQUIRENTES NACIONAIS VS. INTERNACIONAIS

Por fim, analisou-se também o efeito de longo prazo das transações com adquirentes brasileiras e adquirentes internacionais. Para tal, separamos a amostra em $DP_j = 1$ para transações nas quais a empresa adquirente tem sede no Brasil e $DP_j = 0$ para transações nas quais a empresa adquirente tem sede fora do Brasil. Assim, restamos com uma subamostra de 451 (98%) transações com adquirentes brasileiras e 9 (2%) transações com adquirentes estrangeiras. A tabela 5 a seguir conta com a análise descritiva das séries de retornos para as subamostras de adquirentes nacionais e estrangeiras, também com retornos ponderados tanto uniformemente quanto pela capitalização de mercado.

Ressalva-se aqui que as regressões serão realizadas na amostra com adquirentes internacionais, apesar de a subamostra conter apenas 2% das transações estudadas. As conclusões aqui retiradas poderão, então, ser consideradas restritivas devido ao tamanho da amostra ser muito pequeno.

Tabela 5- Análise descritiva das séries de retornos utilizadas para estimação na Etapa II para as subamostras Nacionais e Internacionais.

	Nacionais Retornos Ponderados Uniformemente	Nacionais Retornos Ponderados pelo Mkt. Cap	Internacionais Retornos Ponderados Uniformemente	Internacionais Retornos Ponderados pelo Mkt. Cap
Média	0,99%	0,24%	1,49%	0,45%
Mediana	1,08%	0,18%	0,00%	0,01%
Desvio Padrão	5,20%	1,22%	18,07%	3,21%
Máximo	16,62%	6,06%	123,28%	18,80%
Mínimo	-25,99%	-2,85%	-34,16%	-10,01%

Pretendia-se inicialmente analisar também as diferenças entre transações de caráter amistoso e hostil. No entanto, na classificação de acordo com o S&P Capital IQ, todas as 1.240 transações analisadas se classificavam como sendo de caráter amistoso. Portanto, não iremos analisar essas subamostras especificamente.

4 METODOLOGIA

Esse trabalho se divide em duas etapas. Na primeira etapa, queremos estimar os retornos anormais de empresas adquirentes no período analisado (jan./2008 a dez./2018) para cada mês pós-evento dentro de uma janela de 36 meses. Com isso, busca-se estimar o coeficiente α de desempenho de Jensen e verificar sua significância estatística para as transações em questão. Um α estatisticamente significativo (tanto negativo quanto positivo) representaria um retorno anormal significativo e, portanto, uma quebra da hipótese de eficiência dos mercados, que prediz que os preços das ações num dado momento já incorporam toda a informação disponível até então acerca de uma empresa. Sob essa hipótese, um evento de M&A não deveria gerar retornos anormais nas ações no longo prazo (36 meses), mas sim somente no dia de seu anúncio. Para estimarmos os retornos anormais das empresas mencionadas, precisamos primeiro definir o seu cálculo.

Para o cálculo dos retornos esperados das empresas, ou seja, o retorno usual já esperado pelo mercado para aquela empresa naquele período, utilizamos o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) de Sharpe (1968):

$$(i) \bar{R}_t = rf_t + \beta_p(RM_t - rf_t)$$

Em que:

- \bar{R}_t é o vetor de retornos esperados das ações das empresas adquirentes nos últimos 36 meses;
- rf_t é uma série de tempo das taxas livres de risco mensais, aqui utilizamos o T-bond de 30 anos como referência;
- β_p é o beta da carteira de ações estudada;
- RM_t é uma série de tempo dos retornos mensais de mercado, aqui representado pelo índice Ibovespa.

O vetor de retornos anormais é então calculado como a diferença entre o retorno esperado \bar{R}_t e o retorno realizado (R_t) de mercado das empresas analisadas. Para o cálculo dos retornos realizados, utilizamos os retornos das ações das empresas adquirentes estudadas em bolsa medidos em reais a preços nominais. Desse modo, a fim de estimarmos os retornos anormais conforme o modelo CAPM descrito anteriormente, devemos então estimar a seguinte equação:

$$(ii) R_t - rf_t = \hat{\alpha}_p + \hat{\beta}_p(RM_t - rf_t) + \hat{e}_t$$

Em que $\widehat{\alpha}_p$ é o α de Jensen estimado do portfólio para o período analisado, $\widehat{\beta}_p$ é o beta estimado do portfólio para o mesmo período e $\widehat{\epsilon}_t$ são os resíduos da regressão. Nossa variável de interesse aqui é $\widehat{\alpha}_p$ e sua significância, como explicado anteriormente.

Para o cálculo de R_t utilizamos a metodologia de carteiras defendida por Franks, Harris e Titman (1991). Existem duas abordagens para a estimação dos retornos de longo prazo de carteiras: tempo relativo e tempo calendário. Na abordagem de tempo relativo, o tempo é definido em relação ao tempo transcorrido após o evento, independentemente do mês/ano do evento. Para o cálculo do retorno de longo prazo faz-se o cálculo no primeiro mês pós-evento e depois faz-se uma média desses retornos. Isso seria o retorno anual do portfólio de empresas adquirentes naquele ano. Já a abordagem de tempo absoluto, ou tempo calendário, busca fazer uma análise mais minuciosa dos retornos das empresas selecionadas para um período específico do calendário. No presente estudo, por exemplo, selecionamos uma janela de 36 meses posteriores a um evento de M&A para análise dos retornos das empresas adquirentes. Para o mesmo grupo de empresas da figura 1 acima, monta-se uma carteira que é rebalanceada mensalmente apenas com as empresas que realizaram um evento de M&A nos últimos 36 meses. Fama (1998) destaca o problema de se utilizar a abordagem de tempo relativo para a estimação de retornos de longo prazo: para que tal abordagem esteja estatisticamente correta, deve-se supor que a premissa de independência dos termos de erro seja válida, o que pode não ocorrer no caso de análises de longo prazo, dado a dependência seccional dos retornos. Dado isto, optou-se neste trabalho por utilizar a metodologia de carteiras em tempo calendário.

Para a construção das carteiras de retornos, além das diferentes abordagens de tempo calendário versus tempo relativo, existem também duas abordagens de ponderação dos retornos possíveis: (i) carteiras balanceadas pela capitalização de mercado de cada empresa, dando maior peso para empresas maiores; e (ii) carteiras ponderadas de maneira uniforme, dando igual peso para todas as empresas da carteira. Loughran e Ritter (2000) argumentam que a detecção de retornos anormais é relativamente menor quando se utilizam retornos ponderados pela capitalização de mercado do que uniformemente. O motivo disso seria que carteiras ponderadas pela capitalização de mercado podem vir a ter apenas uma empresa como grande proporção do portfólio em determinados períodos. Outra interpretação possível seria a de que empresas menores apresentam maiores retornos anormais pós-evento de M&A do que empresas grandes e já consolidadas. Desse modo, para fins comparativos, utilizaremos ambas as metodologias para ponderação de carteiras nesse presente trabalho.

Após a construção das carteiras de retornos e a coleta dos dados da taxa livre de risco (fim de período) e do retorno realizado do índice de mercado (Ibovespa, também fim de período), deve-se estimar a equação (ii). Nesse trabalho, opta-se pela estimação através de uma regressão por mínimos quadrados ordinários (OLS, *Ordinary Least Squares*), tanto para os retornos ponderados uniformemente quanto para os retornos ponderados pela capitalização de mercado.

A fim de definir os determinantes do desempenho de longo prazo dos eventos de fusões e aquisições aqui analisados, numa segunda etapa dessa pesquisa, são realizadas as mesmas estimações acima descritas, porém com três diferentes subamostras: meio de pagamento (*Cash* vs. *Non-Cash*), estratégia da empresa adquirente (Especialização vs. Verticalização) e nacionalidade da empresa adquirente (Nacionais vs. Internacionais).

4.1 HIPÓTESE DO MEIO DE PAGAMENTO

Os estudos dos autores Myers e Majluf (1984), Loughran e Vijn (1997) e Mitchell e Stafford (2000) defendem a “Hipótese do Meio de Pagamento”, sugerindo que empresas adquirentes que utilizam dinheiro como meio de pagamento ao invés de ofertas de ações apresentam um desempenho melhor no longo prazo. A hipótese do meio de pagamento também sugere que o motivo disso é que as empresas adquirentes optam por utilizar suas ações como

meio de pagamento quando elas estão supervalorizadas e com dinheiro quando elas estão desvalorizadas. Assim, como descrito na seção de Análise Descritiva, dividimos as transações analisadas na Etapa I em duas subamostras (*Cash* e *Non-Cash*), e estimamos o α das transações pagas majoritariamente em dinheiro e das transações pagas majoritariamente em ações, aqui denominadas *Non-Cash*.

4.2 TEORIA DO CUSTO DE TRANSAÇÃO

Segundo os autores Megginson, Morgan e Nail (2003), um dos principais determinantes do desempenho de longo prazo de fusões e aquisições é se a transação é feita a fim de se criar uma verticalização (especialização) dentro de uma empresa ou um grupo de empresas, ou se ela acaba por trazer maior diversificação das atividades do conjunto. De acordo com os autores, a suposta sinergia entre as operações das empresas adquirentes e adquiridas traz benefícios operacionais e de escala significativos à transação e à empresa adquirente no longo prazo.

De acordo com essa teoria, uma transação de verticalização poderia proporcionar tamanhas sinergias para as empresas adquirentes a ponto de as mesmas terem um retorno anormal de longo prazo significativamente maior do que empresas adquirentes que realizaram transações com foco em diversificação de portfólio e não captaram tais sinergias.

No entanto, no trabalho de Agrawal et al. (1992), os resultados sugerem que transações que visam diversificação possuem na verdade um desempenho superior às transações de verticalização. Os autores argumentam que isso pode ser um efeito de melhores condições de captação de recursos por parte de um conglomerado maior de empresas, mesmo que as mesmas não pertençam à mesma indústria.

Neste trabalho, a amostra inicial de transações é então dividida em duas subamostras, classificadas como transações de verticalização e transações de diversificação, e o α das transações é então reestimado dentro das duas subamostras.

4.3 TEORIA DA INTERNACIONALIZAÇÃO

Diferentes autores apoiam a teoria de que, através da internacionalização, empresas adquirentes podem criar maior valor de três maneiras diferentes:

- (i) Através do melhor aproveitamento de seus conhecimentos acerca de mercados internacionais (Rugman, 1981);
- (ii) Através dos benefícios advindos das imperfeições dos mercados financeiros globais (Aliber, 1970), que não são perfeitamente integrados e apresentam drásticas variações de taxas de câmbio, custos de transação e estruturas de tributação;
- (iii) Através da significativa redução do risco da própria empresa pela simples diversificação de portfólio, teoria defendida tanto por Agmon e Lessard (1977) quanto por French e Poterba (1991).

Para estudarmos a aplicabilidade de tal teoria, a amostra inicial de transações é novamente dividida em duas subamostras (empresas adquirentes nacionais e internacionais) e é então reestimado o α em ambas as subamostras.

4.4 ATITUDE DO COMPRADOR

A teoria de que transações com um caráter hostil apresentam melhores resultados no longo prazo do que transações de caráter amistoso é defendida por diversos autores, dentre eles: Loughran e Vijh (1997), Rau e Vermaelen (1998) e Gregory (1997). Os autores defendem que, normalmente, em uma transação amistosa, ocorre pouca rotatividade dentre os executivos da empresa adquirida, que continuam na empresa no médio prazo ou passam por uma fase de transição para novos executivos mais lenta, a fim de manter as operações da empresa rodando e evitar um choque muito grande em sua produtividade.

O mesmo não ocorre em transações hostis, nas quais, segundo Martin e McConnell (1991), os executivos são normalmente rapidamente substituídos por executivos com melhor desempenho. Os autores argumentam que, por conta disso, transações de caráter hostil devem apresentar retornos maiores do que transações de caráter amistoso.

Na presente pesquisa, foram coletados dados referentes à atitude das transações analisadas, entre hostis e amistosas. No entanto, de acordo com o banco de dados S&P Capital IQ, todas as transações em nossa amostra são classificadas como amistosas. Pontuamos aqui que, de fato, a maior parte das transações normalmente apresentam caráter amistoso. No entanto, a classificação no próprio banco de dados pode estar equivocada. De qualquer maneira, isso nos impossibilita de analisar as subamostras de acordo com a atitude das transações.

5 RESULTADOS

5.1 Etapa I

A tabela 6 a seguir mostra os resultados da estimação da equação (ii) para as séries de retornos da Etapa I, que englobam resultados de todas as empresas adquirentes estudadas.

Tabela 6- Resultados das regressões da Etapa I.

	Ponderação Uniforme	Ponderação Mkt. Cap.
Beta	0.309*** (0.0555)	0.0742*** (0.0179)
Alfa	-0.0159*** (0.00402)	-0.0283*** (0.00130)
Observações	132	132
R-quadrado	0.193	0.116

Erros padrão entre parentêses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Ponderando-se os retornos uniformemente, temos que os retornos anormais são negativos a um valor de -1,59% com nível de significância inferior a 1%. A análise dos retornos ponderados pela capitalização de mercado também fornece um alfa negativo, de -2,83%, com uma significância também inferior a 1%. Nota-se também que o coeficiente beta, referente à variável de controle excesso de retornos do mercado é positivo e significativo em ambas as regressões, o que mostra que os retornos das ações são muito influenciados pelo próprio mercado, como já amplamente documentado na literatura.

Retornos anormais negativos e significativos indicam que os eventos de M&A, quando analisados de maneira geral em todas as empresas adquirentes, na verdade trazem resultados negativos para elas no longo prazo. O fato do alfa dos retornos ponderados pela capitalização de mercado ser o dobro do alfa de retornos ponderados uniformemente nos indica que o efeito negativo é pior sobre os retornos de empresas maiores. Isso vai contra a teoria de Loughran e Ritter (2000), que argumentam que a detecção de retornos anormais é relativamente menor quando se utilizam retornos ponderados pela capitalização de mercado do que uniformemente. Pode-se interpretar dos resultados que empresas maiores e mais consolidadas têm maiores dificuldades em absorver sinergias no longo prazo após um evento de M&A, apresentando então retornos anormais piores do que a média.

5.2 Etapa II

5.2.1 CASH VS. NON-CASH

Na primeira fase da segunda etapa, queremos estudar se a hipótese do meio de pagamento se aplica para as transações ocorridas no período estudado. A tabela 7 a seguir mostra os resultados aglomerados desta etapa:

Tabela 7- Resultados das regressões da Etapa II para transações *Cash* e *Non-Cash*.

	<i>Cash</i> Ponderação Uniforme	<i>Cash</i> Ponderação Mkt. Cap.	<i>Non-Cash</i> Ponderação Uniforme	<i>Non-Cash</i> Ponderação Mkt. Cap.
Beta	0.292*** (0.0562)	0.0782*** (0.0178)	0.595*** (0.127)	0.0441* (0.0242)
Alfa	-0.0157*** (0.00407)	-0.0283*** (0.00129)	-0.0167* (0.00921)	-0.0300*** (0.00175)
Observações	132	132	132	132
R-quadrado	0.171	0.129	0.144	0.025

Erros padrão entre parentêses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

A subamostra de transações pagas em dinheiro com retornos ponderados de maneira uniforme apresenta retornos anormais negativos de -1,57% significativos a nível de 1%. Quando ponderados pela capitalização de mercado, os retornos anormais são também significativos e negativos no valor de -2,83%. Para as transações não pagas em dinheiro, os retornos com ponderação uniforme são negativos -1,67%, porém com significância apenas a nível de 10%, enquanto quando ponderados pela capitalização de mercado, os retornos anormais são de -3,0%, significativos a 1%. Nota-se que o beta de mercado é sempre positivo e significativo em todas as regressões.

Novamente, os retornos ponderados pela capitalização de mercado apresentam coeficientes alfa maiores do que seus respectivos ponderados uniformemente. Por tanto, o fato de empresas maiores apresentarem retornos piores no longo prazo não difere com relação ao meio de pagamento utilizado. Não se notam diferenças significativas nos coeficientes de transações pagas em dinheiro ou não, com um alfa ligeiramente mais negativo na análise de transações *Non-Cash*, fortalecendo a hipótese do meio de pagamento.

5.2.2 VERTICALIZAÇÃO VS. DIVERSIFICAÇÃO

Em transações de verticalização, temos novamente um alfa negativo e significativo a nível de 1%. No valor de -1,53% para ponderação uniforme e de -3,08% para ponderação por capitalização de mercado. Quando analisamos as transações de diversificação, nota-se um alfa positivo, no entanto não significativo, quando os retornos são ponderados de maneira uniforme. A ponderação por capitalização de mercado apresenta novamente resultados negativos de -2,68% significativos a nível de 1%. Nota-se que o beta das regressões é sempre positivo, nesse caso com diferentes níveis de significância. A tabela 8 apresenta os resultados para as transações de verticalização e de diversificação:

Tabela 8- Resultados das regressões da Etapa II para transações de verticalização e diversificação.

	Verticalização Ponderação Uniforme	Verticalização Ponderação Mkt. Cap.	Diversificação Ponderação Uniforme	Diversificação Ponderação Mkt. Cap.
Beta	0.303*** (0.0634)	0.0308 (0.0191)	0.805*** (0.227)	0.0959** (0.0436)
Alfa	-0.0153*** (0.00459)	-0.0308*** (0.00138)	0.00446 (0.0164)	-0.0268*** (0.00316)
Observações	132	132	132	132
R-quadrado	0.149	0.020	0.089	0.036

Erros padrão entre parentêses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Assim como nas regressões anteriores, a ponderação por capitalização de mercado apresenta sempre resultados piores do que a ponderação uniforme. Como o alfa das transações de diversificação com ponderação uniforme não é significativo, não podemos afirmar que exista diferença expressiva nos retornos anormais com relação ao objetivo da transação (verticalização vs. diversificação), nesse caso. Quando ponderamos pela capitalização de mercado, observa-se um alfa ligeiramente mais negativo para transações de verticalização, assim como nos resultados encontrados por Agrawal et al. (1992).

5.2.3 ADQUIRENTES NACIONAIS VS. INTERNACIONAIS

A tabela 9, a seguir, apresenta os resultados referentes às transações com adquirentes nacionais e internacionais:

Tabela 9- Resultados das regressões da Etapa II para transações com adquirentes nacionais e internacionais.

	Nacionais Ponderação Uniforme	Nacionais Ponderação Mkt. Cap.	Internacionais Ponderação Uniforme	Internacionais Ponderação Mkt. Cap.
Beta	0.263*** (0.0729)	0.0492** (0.0234)	0.342*** (0.0581)	0.0228 (0.0191)
Alfa	-0.0160*** (0.00528)	-0.0303*** (0.00169)	-0.0160*** (0.00420)	-0.0310*** (0.00138)
Observações	132	132	132	132
R-quadrado	0.091	0.033	0.211	0.011

Erros padrão entre parentêses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Para transações com adquirentes nacionais, temos um alfa negativo de -1,60% para retornos com ponderação uniforme e um alfa também negativo para retornos ponderados, no valor de -3,03%. Ambos alfas são significativos a nível de 1%. No caso de transações com adquirentes internacionais, temos resultados muito parecidos, com um alfa de -1,60% também para ponderação uniforme e de -3,10% para ponderação por capitalização de mercado. Nota-se que o beta das regressões é sempre positivo, nesse caso com diferentes níveis de significância.

Como o alfa para retornos com ponderação uniforme não difere nem em valor absoluto nem em nível de significância entre adquirentes nacionais e internacionais, não podemos afirmar que exista alguma vantagem em qualquer uma das opções. Quando os retornos são ponderados pela capitalização de mercado, o alfa de adquirentes internacionais é ligeiramente mais negativo, fornecendo indícios de que a teoria da internacionalização proposta por diferentes autores não se aplique às transações aqui estudadas. Faz-se aqui uma ressalva com relação à validade das estimações para adquirentes internacionais, que representa apenas 2% da amostra inicial de transações.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Na primeira etapa desse trabalho, buscou-se verificar o valor e a significância do coeficiente α das transações estudadas. Já na segunda etapa, buscou-se entender quais as variáveis determinantes do bom ou mau desempenho dessas transações no longo prazo.

Após a análise dos resultados da primeira etapa, fica claro que, de maneira generalizada, as empresas adquirentes para o período estudado apresentaram retornos anormais negativos e significativos num horizonte de 36 meses após um evento de M&A. É claro também que o α de Jensen para retornos ponderados pela capitalização de mercado é mais negativo do que para retornos ponderados de maneira uniforme. Como explicado na seção de Metodologia, retornos ponderados pela capitalização dão maior peso para empresas adquirentes maiores. Portanto, conclui-se aqui que, além de apresentarem retornos anormais negativos e significativos no

longo prazo, empresas maiores tendem a performar ainda pior do que empresas menores após um evento de M&A.

Na análise dos resultados da segunda etapa, nota-se, primeiramente, que em todas as análises os coeficientes α de Jensen são mais negativos, e sempre significativos a nível de 1%, para as séries de retornos ponderados pela capitalização de mercado. Conclui-se que, independentemente do meio de pagamento utilizado, da estratégia da empresa adquirente ou de sua nacionalidade, empresas maiores tendem a apresentar retornos anormais piores do que a média após um evento de M&A.

Com relação ao meio de pagamento, transações pagas em *equity* tendem a apresentar resultados piores no longo prazo, através de retornos anormais mais negativos e igualmente (se não mais) significativos. Esse resultado está em linha com a hipótese do meio de pagamento, estabelecida pelos autores Myers e Majluf (1984), Loughran e Vijh (1997) e Mitchell e Stafford (2000), que sugere que transações pagas em dinheiro geram melhores resultados para as empresas adquirentes no longo prazo.

No estudo referente à estratégia da empresa adquirente, temos nosso único α estimado positivo e não significativo desse estudo, para transações de diversificação ponderadas uniformemente. Desse modo, para os retornos com ponderação uniforme, não se pode concluir que transações que visam a verticalização da empresa adquirente apresentem resultados piores do que transações que visam sua diversificação, apesar do resultado negativo e significativo no primeiro caso. Quando os retornos são ponderados pela capitalização de mercado, conclui-se que transações de verticalização apresentam resultados piores no longo prazo do que transações de diversificação. Esse resultado vai de encontro com o resultado de Agrawal et al. (1992), que demonstra que as melhores condições de captação de recursos para conglomerados maiores (mesmo compostos por empresas de diferentes indústrias) levam, no longo prazo, a melhores resultados (ou menos piores, nesse caso).

Por fim, no estudo referente à nacionalidade das empresas adquirentes, os alfas estimados para as séries de retornos ponderadas uniformemente são os mesmos e com o mesmo nível de significância. Interpreta-se tal resultado como contraditório à teoria da internacionalização proposta por diferentes autores, pois os resultados das empresas adquirentes estudadas independem de sua nacionalidade, nesse caso. Quando os retornos são ponderados pela capitalização de mercado, transações com adquirentes internacionais tendem a apresentar resultados piores do que as com adquirentes nacionais. Esses resultados contradizem ainda mais a teoria da internacionalização, que defende que empresas adquirentes internacionais devem gerar maior valor. Argumentamos aqui que tais resultados podem ser explicados pela alta especificidade do mercado brasileiro, especialmente em relação à sua burocracia e políticas, que privilegiam empresários nacionais e que já conhecem o mercado.

Assim, de maneira geral, foram encontrados retornos anormais negativos de longo prazo para as transações estudadas, o que nos leva a inferir que transações de M&A geram resultados negativos para as empresas adquirentes no longo prazo sob as condições estudadas, especialmente para empresas maiores. Outra interpretação possível para os resultados negativos é o defendido por Dutta e Jog (2009) de que o mercado tende a encarar de maneira exageradamente positiva os anúncios de M&A no curto prazo para as empresas adquirentes, elevando as cotações de suas ações em bolsa. Assim, no longo prazo é normal uma correção nos preços dos ativos e, portanto, uma queda das respectivas cotações.

Ressaltam-se também as limitações dessa pesquisa, principalmente no que tange à metodologia utilizada para a estimação dos retornos anormais. Utilizou-se, por meio de uma vasta bibliografia, apenas uma das diversas metodologias presentes na literatura. Não se descarta a possibilidade de que a mesma possa não considerar adequadamente os riscos relevantes para as empresas. Nota-se também que outra limitação desse trabalho está no tamanho relativamente pequeno da amostra de transações quando comparado a outros estudos

de economias mais desenvolvidas. Outro fator externo que pode ter impactado o presente estudo foi a crise financeira global de 2008, que pode ter reduzido os valores dos ativos, inclusive no Brasil, e impactado nossa amostra. Apesar das limitações existentes, espera-se que o presente estudo corrobore para a pesquisa e o aperfeiçoamento de estudos acerca do desempenho de longo prazo de fusões e aquisições no Brasil.

REFERÊNCIAS

- AGMON, Tamir; LESSARD, Donald R. Investor recognition of corporate international diversification. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 4, p. 1049-1055, 1977.
- AGRAWAL, Anup; JAFFE, Jeffrey F.; MANDELKER, Gershon N. The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly. **The Journal of finance**, v. 47, n. 4, p. 1605-1621, 1992.
- ALIBER, Robert Z. A theory of foreign direct investment. **The international corporation**, p. 17-34, 1970.
- ANDRE, Paul; KOOLI, Maher; L'HER, Jean-Francois. The long-run performance of mergers and acquisitions: Evidence from the Canadian stock market. **Financial Management**, p. 27-43, 2004.
- ARBELECHE, Sebastian. Desempenho de Longo Prazo de Fusões e Aquisições: Evidência de Mercados de Capitais Latino-Americanos. **Fundação Getulio Vargas – Dissertação de Mestrado Profissional**, 2008.
- ASQUITH, Paul. Merger bids, uncertainty, and stockholder returns. **Journal of Financial Economics**, v. 11, n. 1-4, p. 51-83, 1983.
- BOUWMAN, Christa; FULLER, Kathleen; NAIN, Amrita. Does the Stock Market's Valuation Impact Post-Acquisition Performance? **Case Western Reserve University, University of Mississippi and McGill University**, 2005.
- DIMSON, Elroy; MARSH, Paul. Event study methodologies and the size effect: The case of UK press recommendations. **Journal of financial Economics**, v. 17, n. 1, p. 113-142, 1986.
- DUTTA, Shantanu; JOG, Vijay. The long-term performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n. 8, p. 1400-1412, 2009.
- FAMA, Eugene F. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. **Journal of financial economics**, v. 49, n. 3, p. 283-306, 1998.
- FRANKS, Julian; HARRIS, Robert; TITMAN, Sheridan. The post-merger share-price performance of acquiring firms. **Journal of Financial Economics**, v. 29, n. 1, p. 81-96, 1991.
- FRENCH, Kenneth R.; POTERBA, James M. **Investor diversification and international equity markets**. National Bureau of Economic Research, 1991.
- GREGORY, Alan. An examination of the long run performance of UK acquiring firms. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 24, n. 7-8, p. 971-1002, 1997.
- LANGETIEG, Terence C. An application of a three-factor performance index to measure stockholder gains from merger. **Journal of Financial Economics**, v. 6, n. 4, p. 365-383, 1978.
- LINTNER, John. Security prices, risk, and maximal gains from diversification. **The Journal of Finance**, v. 20, n. 4, p. 587-615, 1965.
- LOUGHRAN, Tim; VIJH, Anand M. Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions? **The Journal of Finance**, v. 52, n. 5, p. 1765-1790, 1997.
- LOUGHRAN, Tim; RITTER, Jay R. Uniformly least powerful tests of market efficiency. **Journal of financial economics**, v. 55, n. 3, p. 361-389, 2000.
- MALATESTA, Paul H. The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms. **Journal of financial economics**, v. 11, n. 1-4, p. 155-181, 1983.
- MANDELKER, Gershon. Risk and return: The case of merging firms. **Journal of Financial Economics**, v. 1, n. 4, p. 303-335, 1974.

MARTIN, Kenneth J.; MCCONNELL, John J. Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 2, p. 671-687, 1991.

MEGGINSON, W.L.; MORGAN, A.; NAIL, L. The determinants of positive long-term performance in strategic mergers: corporate focus and cash. **Journal of Banking and Finance**, p.1-30, 2003.

MITCHELL, Mark L.; STAFFORD, Erik. Managerial decisions and long-term stock price performance. **The Journal of Business**, v. 73, n. 3, p. 287-329, 2000.

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of financial economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

RAO-NICHOLSON, Rekha; SALABER, Julie; CAO, Tuan Hiep. Long-term performance of mergers and acquisitions in ASEAN countries. **Research in International Business and Finance**, v. 36, p. 373-387, 2016.

RAU, P. Raghavendra; VERMAELEN, Theo. Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms. **Journal of financial economics**, v. 49, n. 2, p. 223-253, 1998.

ROSEN, R. Merger momentum and investor sentiment: the stock market reaction to merger announcements. **Journal of Business**, 2004.

RUGMAN, Alan M. Research and development by multinational and domestic firms in Canada. **Canadian Public Policy/Analyse de Politiques**, p. 604-616, 1981.

SHARPE, O. William; MILLER, Merton. Capm. **Equilibrium**, v. 7, 1964.

S&P Capital IQ. Disponível em: <<https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/Screening/ScreenResultsViper.aspx?uniqueScreenId=1488227979>>. Acesso em 26.mar.2019.