

**Impactos da Divulgação das *Joint Ventures* nos Retornos Anormais das Ações de  
Companhias Participantes do IBOVESPA**

**CARLA MACEDO VELLOSO DOS SANTOS**

*Universidade Federal do Amazonas (UFAM)*

**MÁRCIO MARVILA PIMENTA**

*Universidade Federal Fluminense (UFF)*

**Resumo**

Diante de ambientes cada vez mais competitivos, as empresas procuram formas de obter vantagens competitivas através de alianças estratégicas para, ao menos, sobreviver nesta situação, e o tipo que atrai mais atenção é a *joint venture*. Esta forma de aliança possui vantagens como compartilhamento de riscos, acesso a mais recursos e acesso a novas tecnologias e aproveitamento de sinergias sem o ônus do ágio em uma aquisição. Entretanto, há desvantagens como, justamente, o acesso de outras partes à tecnologia da empresa, redução de flexibilidade de tomada de decisão, necessidade de adaptação à cultura da empresa parceira entre outros. Diante deste dilema e da escassez de pesquisas sobre o tema no Brasil, objetiva-se utilizar a técnica de Estudo de Eventos para captar a reação dos acionistas das empresas envolvidas na formação das *joint ventures* anunciadas. Para melhor percepção, utilizou-se a cotação das ações com maior liquidez, no caso as preferenciais. Entretanto, na falta dela, por motivos como inclusão de empresa no Novo Mercado, utilizou-se as ações ordinária e por fim as UNIT. Os resultados apontam que não há reação do mercado com significância estatística, porém, quando é analisado separadamente as ações, observa-se comportamento diferente entre elas: as preferenciais continuam, aparentemente, não apresentando reação, as ordinárias apresentam reação positiva com significância estatística, apresentando p-valor de 5,5% e a UNIT reação negativa com p-valor de 5,9%. Pode-se supor que as ações ordinárias têm a tendência de reagir positivamente devido a maior percepção do acesso a ativos e recursos controláveis e poder aproveitar a sinergia das empresas parceiras (empresas-mãe), sem ter sua participação dissolvida no capital da empresa e nem passar pelo ônus de pagamento de ágio em uma aquisição.

**Palavras-chave:** *Joint Venture*. Alianças Estratégicas. Estudo de Eventos. Reação do Mercado.

## 1 INTRODUÇÃO

Diante de anúncios cada vez mais frequentes de reestruturações societárias, essencialmente Fusões e Aquisições (F&As) nos noticiários especializados, as *joint ventures* aparecem como uma alternativa para empresas que visem aumento de sua eficiência operacional e criação de valor de mercado. No Brasil, o mercado acionário encontra-se consideravelmente concentrado, o que torna mais complexo as operações de F&As, sobretudo em setores como bancário, siderúrgico entre outros (FERREIRA e SERRA, 2015).

Portanto, a *joint venture* apresentam-se como uma alternativa, pois se diferenciam de F&As, primeiramente, por se tratar de uma parceria, não apresentam goodwill na efetivação deste tipo de operação. Em segundo lugar, estes empreendimentos permitem as empresas realizarem aquisições ou negociações que as façam expandir suas operações e participações no mercado sem que mude a natureza e a identidade da organização (HAUSWALD e HEGE, 2009).

Segundo Hauswald e Hege (2009), as *joint ventures* oferecem oportunidades únicas para estudar como as empresas “fazem valer” os direitos de propriedade sobre bens utilizados em conjunto.

Contudo, no Brasil poucas pesquisas foram realizadas para captar a reação do mercado diante de situações *joint ventures*. Em estudo bibliográfico, Klotzle (2003) teve como foco a formação de alianças estratégicas, incluindo *joint ventures*, com o objetivo de analisar o impacto dessas alianças no valor do mercado e no desempenho das empresas envolvidas. Dos 17 estudos analisados, apenas 8 estudaram *joint ventures*, e nenhum estudo focou o mercado brasileiro. Em suas conclusões, o autor salienta que a área deveria ser mais estudada pela comunidade científica brasileira e chama de “evidência surpreendente” a escassez de tais estudos no Brasil.

Diante dessa escassez e da importância do tema, surge a seguinte questão: qual o impacto do anúncio de formação de *Joint Venture* nas ações de maior liquidez das companhias envolvidas negociadas na BM&FBOVESPA? Logo, o objetivo principal é utilizar a técnica de Estudo de Eventos para captar a reação dos acionistas das empresas envolvidas na formação das *joint ventures* anunciadas.

A pesquisa justifica-se porque permitiria uma melhor compreensão de assunto pouco abordado na literatura nacional abordando a reação de mercado perante anúncios de *joint ventures* após a emissão do Pronunciamento Técnico - CPC 19. Tal análise poderia permitir melhor compreensão dos valores de mercado e dos possíveis lucros futuros com a mensuração da *joint venture* como forma de relevância competitiva.

A escolha das operações deu-se por serem as mais recentes, abrangendo as operações anunciadas após a última revisão do CPC 19 ocorrida em 2012. Portanto abordamos os empreendimentos controlados em conjunto, referente aos anos de 2013 a 2015.

A seguir, segue uma plataforma teórica, evidenciando um breve histórico, conceitos e as principais contribuições de trabalhos sobre o assunto. Em seguida é exposto traços da metodologia empregada, ao passo que a quarta etapa apresenta e analisa os resultados encontrados. O estudo termina com as considerações finais, nas quais são relatadas sugestões para essa linha de pesquisa.

## 2 PLATAFORMA TEÓRICA

### 2.1 Conceito *Joint Venture*

A formação da primeira *joint venture* é de natureza desconhecida, porém pesquisadores afiliam a sua criação juntamente com o comércio antigo no mediterrâneo. Estes eram realizados pelos antigos fenícios e assírio-babilônicos e a formação das associações de mercadores de Gênova e Veneza a partir do século XIII, através de formas de negociação das respectivas *commenda* e *colleganza*, peculiaridades dessas regiões nessa época. Pois essas cidades eram referenciadas no comércio mundial mediante ao seu contato com mercado oriental de especiarias. (MORO e GLITZ, 2012)

Ademais, este tipo de empreendimento foi mais evidenciado com o advento da *Common Law* inglesa e fortaleceu-se com a expansão extra-mediterrâneo e conseqüentemente sendo adotado pelos Estados Unidos da América, colônia da Inglaterra na época.

Eventualmente, a *joint venture* ganhou a conotação de aventura conjunta, pois era época das grandes navegações onde o objetivo era buscar outra rota para a Índia. Mediante o contrato de navegação, visando auferir lucros com um negócio ultramarino. No entanto há que se notar que a lei inglesa nunca concebeu a *joint venture* como figura autônoma, independente, sendo assim, assumiu uma característica própria, designada como *particularized partnership* ou, ainda, *special partnership*. (MORO e GLITZ, 2012)

Nesta época, foi criado o mecanismo do *partnership*, onde foi fonte da definição do *Partnership Act* (1890) e do *Uniform Partnership* (1914) que preconizou o reconhecimento dos investimentos próprios e comuns entre os sócios, a modo de assegurar o cumprimento das regras entre as partes. (MORO e GLITZ, 2012)

Nos EUA, com o seu desenvolvimento econômico, este método foi desenvolvido durante o século XX, com a Primeira e Segunda Guerra Mundial, houve grandes mudanças no cenário mundial. Os Estados Unidos, agora como maior potência econômica mundial e tendo como plano de fundo a Guerra Fria, houve grande esforço para adotar o modelo de capitalismo norte-americano e conseqüentemente a cultura vem agregado neste modelo. Portanto a *joint venture* derivou das *partnerships* e expandiu internacionalmente como um modelo de empreendimento com uma sociedade com outras entidades. (MORO e GLITZ, 2012)

Conforme o cenário mundial foi modificando e acirrando a concorrência mundial, desde antes do tempo das grandes navegações até hoje. O conceito de *joint venture* foi acompanhando este desenvolvimento até então tornar-se um empreendimento bastante vantajoso podendo-se unir com outras organizações e tornar uma operação ainda mais interessante do ponto de vista econômico. Pode-se controlar em conjunto, tanto um ativo, operação ou até mesmo uma entidade, além de ser de fácil constituição, não interferindo profundamente no ambiente interno, na cultura e nas políticas internas das controladoras. (LIMA E CARVALHO, 2008)

Em 2009, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis, continuando o processo de harmonização às normas internacionais, emite o Pronunciamento Técnico CPC 19 – Investimento em Empreendimento Controlado em Conjunto (Joint Venture). Este

pronunciamento foi elaborado em consonância com o IAS 31 – *Interest in Joint Ventures* emitido pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) pronunciamento que disciplina as regras contábeis relativas às operações desta natureza.

Atualmente o Pronunciamento Técnico CPC 19 encontra-se em sua versão R2 (segunda revisão), e este padroniza conceitos relativos a aspectos importantes para definição de uma joint venture. No caso, segundo CPC 19, define:

#### Negócio em conjunto

4. Negócio em conjunto é um negócio do qual duas ou mais partes têm o controle conjunto.
5. Negócio em conjunto tem as seguintes características:
  - (a) As partes integrantes estão vinculadas por acordo contratual (ver itens B2 a B4).
  - (b) O acordo contratual dá a duas ou mais dessas partes integrantes o controle conjunto do negócio (ver itens 7 a 13).
6. Negócio em conjunto é uma operação em conjunto ou um empreendimento controlado em conjunto (joint venture). (CPC 19, 2012)

Adicionalmente este Pronunciamento traz detalhadas definições acerca de controle conjunto. Neste caso o CPC 19 evidencia:

#### Controle conjunto

7. Controle conjunto é o compartilhamento, contratualmente convencionado, do controle de negócio, que existe somente quando decisões sobre as atividades relevantes exigem o consentimento unânime das partes que compartilham o controle.
8. A entidade que seja parte integrante de negócio deve avaliar se o acordo contratual dá a todas as partes integrantes, ou a um grupo de partes integrantes, o controle do negócio coletivamente. Todas as partes integrantes, ou grupo de partes integrantes, controlam o negócio coletivamente quando elas agem em conjunto para dirigir as atividades que afetam significativamente os retornos do negócio (ou seja, as atividades relevantes).
9. Uma vez tendo sido determinado que todas as partes integrantes, ou grupo de partes integrantes, controlam o negócio coletivamente, o controle conjunto existe somente quando decisões acerca das atividades relevantes exigem o consentimento unânime das partes integrantes que controlam o negócio coletivamente.
10. Em negócio em conjunto, nenhuma parte integrante controla individualmente o negócio. A parte integrante que detém o controle conjunto do negócio pode impedir que qualquer das outras partes integrantes, ou grupo de partes integrantes, controle o negócio.
11. Um negócio pode ser caracterizado como sendo um negócio em conjunto ainda que nem todas as suas partes integrantes tenham o controle conjunto do negócio. Este Pronunciamento Técnico distingue entre partes integrantes que detêm o controle conjunto de negócio em conjunto (operadores em conjunto ou empreendedores em conjunto) e partes que participam de negócio em conjunto mas não têm o controle conjunto dele.
12. A entidade deve aplicar julgamento ao avaliar se todas as partes integrantes, ou um grupo de partes integrantes, têm o controle conjunto de negócio. A entidade deve fazer essa avaliação considerando todos os fatos e circunstâncias (ver itens B5 a B11).
13. Se os fatos e as circunstâncias se modificarem, a entidade deve reavaliar se ainda tem o controle conjunto do negócio. (CPC 19, 2012)

Por fim, Harrigan(1988) afirma que as joint ventures são formas complementares para incentivar mudanças na postura das empresas-mãe no que concerne a ingressar em novos mercados ou aproveitar novas oportunidades, ao poder adotar uma posição mais robusta ao compartilhar, além dos conhecimentos e ativos, o risco, podendo posicionar-se de forma mais competitiva frente aos grandes *players* do mercado. Portanto, o tema é de grande interesse por sua complexidade, tanto na criação quanto na manutenção neste tipo de empreendimento. A disciplina das regras contábeis que envolvem a *joint venture* é mais um passo para adquirir conhecimentos a cerca de tal operação, pois é de suma importância a sua identificação e pesquisas que abordem tal tema.

## **2.2 Joint Venture – Aliança Estratégica**

Num ambiente cada vez mais globalizado em que a empresa é exposta, a difusão de alianças estratégicas em diversos países fortaleceu a ideia de que as organizações estão dentro de redes de relacionamentos interfirmas que são essenciais para alcançar o sucesso e garantir a sobrevivência. (GULATI, 1995, p.619)

No final do século XX, a tática dominante utilizada pelas empresas cujo objetivo era a obtenção de sucesso na sua inserção em ambientes competitivos se configuravam na formação de alianças estratégicas, observadas mais especificamente em pesquisas que abordavam a internacionalização de organizações (CHILD e FAULKNER, 1998).

Entretanto, contextos sociais particulares das organizações-mãe tem se apresentado como motivações para formação de alianças estratégicas. Ou seja, através dos relacionamentos entre organizações e ambiente sociocultural na qual operam moldam as alianças estratégicas (GULATI, 1998).

Adicionalmente, Lopes(2004) afirma que uma importante fonte de informação sobre parceiros potenciais e sobre parceiros correntes é o contexto social. Ademais, as questões de poder, tanto no âmbito inter quanto intraorganizacionais são observadas na decisão de ingressar em uma aliança, eleição do parceiro e na escolha da estrutura da aliança.

Segundo Lopes(2004) “As *joint ventures*, por exemplo, são um meio de se estabilizar o fluxo de recursos que uma companhia necessita e também numa maneira de reduzir a incerteza que ela enfrenta.”

Porém, Em seu artigo, Hauswald e Hege(2009) observaram que esta forma de aliança, tem evidenciado um padrão de estrutura de controle de propriedade: tanto nos EUA e na Europa, a estrutura de controle de grande maioria das JVs apresentavam a divisão de igual participação ou muito próximo a isso para as empresas controladoras.

No entanto, como Holmstrom (1999) aponta, o agrupamento observado de propriedade de igual divisão de controle está em desacordo com os princípios centrais da visão de direitos de propriedade da empresa que predizem a propriedade exclusiva de ativos complementares (Grossman e Hart, 1986). Em particular, essa literatura argumenta que a propriedade de controle igualmente compartilhado estão abaixo do ideal, porque eles fornecem os incentivos menos eficientes (Hart, 1995). Na mesma linha, em outro trabalho sobre *joint ventures* foi descoberto que as alocações de propriedade ideais devem ser assimétricas devido a diferenças nas características das empresas controladoras, tais como custos de recursos (Belleflamme e

Bloch, 2000), informações privadas (Darrough e Stoughton, 1989), ou requisitos de incentivo (Chemla, Habib e Ljungqvist, 2004).

Por sua vez, Lima e Carvalho(2008), observa-se que no jogo competitivo do mundo dos negócios, consolidam-se tendências como *joint ventures*, parcerias e alianças estratégicas para fazer frente à globalização e ao comércio internacional. Desta forma, empresas visam aumentar sua participação de mercado, sua rentabilidade e sua competitividade, tornando-se mais produtivas e eficientes que seus concorrentes.

Para Kotler (1994), 2000e Kotabe e Helsen (2000), os empreendimentos controlados em conjunto oferecem um conjunto de benefícios. Ao ingressar neste empreendimento, há o compartilhamento de capital e riscos, podendo assim, inserir em novos mercados que sozinho não teria condições de competir, obter e compartilhar habilidades e recursos(tanto financeiro ou por meio de transferências de tecnologia), potencial aumento dos lucros e da participação de mercado, economia de escala, aproveitamento da sinergia dos ativos das empresas-mães em conjunto.

Entretanto, algumas barreiras podem dificultar o sucesso de *joint-ventures*, como por exemplo, falta de confiança mútua, instrumentos legais ineficientes que não definam adequadamente os direitos e deveres de cada parceiros, falta de acordos fixando metas a serem atingidas, falta de medidas para resolução de possíveis conflito, diferenças culturais entre as empresas, sendo elas do mesmo país ou não, a não definição sobre transferência de tecnologia entre as empresas entre outros são questões que não devem ser menosprezados. Superado todas estas barreiras - esta complexa, porém promissora forma de aliança ofere grandes oportunidades de penetrar em mercados internacionais, alavancar exportações, aumentar participação de mercado entre outras vantagens. (MILLER et al, 1996).

### **2.3 Aspectos sobre informações contábeis ao mercado de capitais**

Neste capítulo discute-se a literatura sobre a informação contábil e o mercado de capitais, mediante análise da relevância da informação contábil e a respectiva reação do mercado de capitais.

Na área de Contabilidade, segundo Sarlo Neto (2009), as pesquisas com abordagem positiva seguem dois fundamentos: o primeiro é o conceito de *Information Approach* (abordagem da informação) e o segundo a Hipótese do Mercado Eficiente (HME).

O primeiro fundamento considera que as informações contábeis divulgadas afetam o comportamento de seus usuários, ou seja, aborda a capacidade informacional da contabilidade. A contabilidade é um meio de transmissão de informação que tem o potencial de alterar as expectativas de seus usuários. Portanto estas informações devem ser avaliadas na sua capacidade de fornecer subsídios que sejam úteis na tomada de decisão (LOPES, 2001).

No que diz respeito à Hipótese do Mercado Eficiente (HME), Watts e Zimmerman (1986) afirmam que esta linha de pesquisa contribuiu muito para a evolução das pesquisas em contabilidade. As pesquisas que confrontavam a HME com hipóteses baseadas em métricas contábeis difundiram a teoria positiva e metodologias robustas na área contábil.

Ao longo das últimas décadas, pesquisas sobre informação contábil e o mercado de capitais focaram em relacionar a divulgação de determinado conteúdo contábil à valorização ou não das ações. Este tipo de pesquisa é importante, pois é necessário saber os aspectos da informação contábil que contribuem para a precificação das ações e cotação de outros

instrumentos de captação de recursos no mercado financeiro (SCARPIN, PINTO e BOFF, 2007).

As características contidas na informação contábil seguem essencialmente as orientações contidas no Pronunciamento Técnico CPC 00 (R1) - Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro (2011). Este pronunciamento traz a abordagem qualitativa para a informação destinada ao usuário externo. Portanto os relatórios contábeis tem a função, além de outras enumeradas no CPC 00(R1), de auxiliar o usuário externo, como por exemplo, os acionistas, na sua tomada de decisão no ambiente de mercado de capitais.

O mercado de capitais é muito importante para o desenvolvimento econômico de um país, pois possibilita uma maior liquidez para investimentos permitindo assim maior dinamismo na alocação destes para os demais setores da economia. Com o seu desenvolvimento, o mercado de capitais permite formação de subsídios para a precificação dos títulos negociados que deva refletir as todas as informações disponíveis (FAMA, 1970).

A importância da divulgação das informações contábeis para o mercado de capitais desperta grande interesse por parte de pesquisadores na área de contabilidade e de outras áreas correlatas. No decorrer dos anos 60 até os dias atuais, pesquisas trazem resultados que corroboram a importância da informação contábil, sendo o estudo de Ray Ball e Philip Brown em 1968 a referência em pesquisas deste tipo de abordagem.

Ball e Brown (1968) analisaram a influência da informação contábil no mercado de capitais, para isto observaram a relação entre lucros anormais e os retornos anormais das ações negociadas na Bolsa de Nova Iorque. O estudo concluiu as seguintes assertivas: a divulgação de lucro acrescenta valor informativo para os investidores no mercado de capitais, foi evidenciado o ajuste gradual dos retornos anormais durante o ano estudado, há informações que não são refletidas no preço das ações antecipadamente e há um movimento que tende a persistir após as divulgações contábeis.

Beaver (1968) em seu estudo corrobora a conclusão do estudo de Ball e Brown (1968), além de analisar os aspectos informativos das métricas contábeis, evidenciou que os preços e o volume dos títulos são influenciados pelos anúncios de índices contábeis.

Por sua vez, Fama *et al.* (1969) verificaram o comportamento do mercado após desdobramento de ações e concluíram que os preços das ações incorporaram as informações disponíveis rapidamente, verificando assim a eficiência do mercado acionário.

Beaver, Clark e Wright (1979) abordaram o impacto da divulgação de lucros, e notaram que não há correlação perfeita entre as variações dos resultados contábeis e os preços das ações. Com este resultado, Sarlo Neto *et al* (2005) afirmam:

As evidências encontradas nesses trabalhos indicam que a relevância dos números contábeis depende de vários fatores presentes no ambiente econômico. Dentre esses fatores, podem-se destacar as variáveis macroeconômicas e microeconômicas (taxa de juros, tipos de indústria etc), e as características do mercado acionário (valor de mercado, liquidez, regulamentação etc) (SARLO NETO *et al*, 2005).

Para Sarlo Neto *et al* (2005), difundiram-se estudos relacionando informação contábil e o mercado de capitais em mercados de capitais desenvolvidos, porém recentemente este movimento esta em direção de mercados menos desenvolvidos como, por exemplo, o brasileiro. Este interesse nesses mercados é referente a expectativas de crescimento e desenvolvimento de mercados emergentes.

Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008), analisaram a reação do mercado de capitais quando há anúncios de prejuízos divulgados pelas empresas. Para operacionalizar a pesquisa utilizou-se a técnica de estudo de eventos, possibilitando a observação dos impactos da informação contábil pública no mercado acionários. O resultado encontrado na pesquisa foi que a divulgação causou reação no comportamento das ações, com queda do valor da cotação. Confirmou-se adicionalmente a eficiência da forma semiforte para mercado de ações nacional em relação a divulgação do prejuízo, pois os retornos anormais diminuíram após dois dias de negociação após a divulgação.

Corroborando com Sarlo Neto *et al*(2005), Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008), afirmam em seu estudo que, devido a crescente abordagem positiva da teoria da contabilidade, este movimento incentivou a disseminação do ramo de pesquisas empíricas que visam verificar a influencia da informação contábil no mercado de capitais. Esta linha de pesquisa permitiu os autores chegarem as seguintes conclusões em sua pesquisa.

O modo como o mercado reage a informações específicas presentes nas demonstrações financeiras auxiliam na análise da utilidade dos principais instrumentos de comunicação da contabilidade. Dentre as informações específicas, o resultado do exercício destaca-se como uma das mais relevantes, apontando (no caso de lucro) a capacidade de crescimento e o potencial de criação de valor econômico da firma e vice-versa.

Contudo, Sarlo Neto *et al* (2005) alertam que deve-se tomar precauções em pesquisas no mercado nacional, pois ele apresenta especificidades próprias, como alta regulação, fragilidade da proteção aos acionistas minoritários e a elevada concentração do controle acionário.

### **3 MÉTODO**

A pesquisa se caracteriza como positivista, pois procura se fundamentar em evidencias empíricas, ou seja, “parte do pressuposto de que os fenômenos contábeis, cuja existência é pretensamente admitida como autônoma, devem ser descritos tais como se apresentam no “mundo real” (LOPES *et al* 2009; p 09).

Com base em seus objetivos, a pesquisa classifica-se como descritiva, pois procura descobrir e classificar a relação entre variáveis, bem como se estuda a relação entre as causas e fenômenos. Segundo Richardson (1985, p.30): “Os estudos de natureza descritiva propõem-se a investigar o “que é”, ou seja, a descobrir as características de um fenômeno como tal”.

Ao se classificar a pesquisa com base nos procedimentos técnicos utilizados, a mesma enquadra-se como bibliográfica. A pesquisa foi desenvolvida a partir de análises de trabalhos efetuados por outros autores, como livros e artigos científicos. De acordo com Marconi e Lakatos (2010; p.57): “A pesquisa bibliográfica abrange toda a bibliografia já tornada pública em relação ao tema de estudo, desde publicações avulsas, boletins, jornais, revistas, livros, pesquisas, monografias...”.

Quanto à abordagem, a pesquisa se caracteriza como quantitativa. Segundo Moreira (2002, p. 17): “Este modelo diz o seguinte: o pesquisador parte de quadros conceituais de referência tão bem estruturados quanto possíveis, a partir dos quais formula hipóteses sobre os fenômenos e situações que quer estudar”.

#### **3.1 Estudo de Eventos**

Para operacionalizar a pesquisa, primeiramente, utilizou-se a técnica de estudo de eventos que compreende as seguintes etapas segundo CAMPBELL, LO e MACKINLAY (1997): (1) Definição do Evento; (2) Critério de Seleção; (3) Retornos Normais e Anormais; (4) Procedimento de Estimação; (5) Procedimento de Teste; e (6) Resultados Empíricos.

Figura 1: Etapas do Estudo de Evento



Fonte: Camargos e Barbosa (2003)

Após definir o evento – *Joint Ventures*, foram coletados dados sobre operações desta natureza de janeiro de 2013 a abril de 2015 no site da revista Exame, no segmento *JOINT VENTURES*, onde há informações acerca de anúncios divulgados de operações desta natureza e informações sobre as partes envolvidas.

Após esta etapa, foram analisados, conforme estudo de Costa Junior (2008), os arquivos Fato Relevante e Comunicado ao Mercado, documentos que se encontram no sítio da CVM, porém em seu estudo objetivou identificar Fusões e Aquisições. A partir daí, verificou-se as operações selecionadas se, de fato, estavam enquadradas na definição de *joint venture*, contida no Pronunciamento Técnico CPC 19.

Identificadas as operações, foram utilizadas as datas de publicação dos arquivos analisados como datas dos anúncios dos eventos. Houve casos em que a empresa não divulgou em fato relevante ou comunicado ao mercado sobre estas operações ocorridas no ano e, assim, optou-se por excluir estas operações.

Identificada a data do anúncio do evento (data zero) foram definidas as janelas de estimação, de evento e de comparação. Conforme exposto anteriormente, a definição do tamanho das janelas carrega certa dose de subjetividade, portanto foi utilizado o procedimento adotado em variados trabalhos como o de Leite e Sanvicente (1991) e Perobelli e Ness Jr. (2000) e Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008) por apresentar janelas curtas de tempo, mitigando assim o risco de haver distorções de comportamento do mercado por conta de outros eventos significativos. Desse modo optou-se por uma janela curta de estimação composta por 30 dias de negociação na BM&FBovespa, janela de evento foi composta por 5 dias antes e 5 dias após a data do evento perfazendo um total de 11 dias e, por fim, a janela de comparação foi formada por 10 dias após a janela do evento.

As ações objeto deste estudo foram as preferenciais, porém na ausência destas analisamos as ações ordinárias e as units. Esta escolha compreende o objetivo de observar os comportamentos dos titulares das ações mais líquidas, que geralmente são mais suscetíveis a reações a anúncios de interesse público como, no caso do estudo, a formação de *joint ventures*.

Para efetuamos o cálculo de retorno efetuou-se o retorno logarítmico, pois segundo Soares, Rostagno e Soares (2002), tal forma gera retornos com distribuição que tende à normal, atendendo um dos pressupostos dos testes estatísticos.

, com  $t = 1$ , por se estar utilizando apenas um período, sendo:  $r_t$ ,  $P_t$  e  $P_{t-1}$  a taxa de retorno, o preço da ação no período  $t$  e o preço da ação no período  $t - 1$ , respectivamente.

No procedimento de teste utilizou-se o Modelo de Retornos Ajustados ao Risco e ao Mercado (Modelo de Mercado) para calcular os retornos anormais, pois segundo Costa Junior (2008) é o modelo mais sensível à percepção de reações do mercado, sendo amplamente difundido nas pesquisas que utilizam estudo de eventos, consoante com Brown e Warner (1980 e 1985). Este modelo é caracterizado por um dos modelos estatísticos que tem uma relação linear entre o retorno do portfólio de mercado, no caso o retorno do IBOVESPA, com retorno de um determinado ativo, neste caso aos retornos das ações analisadas, através de utilização de regressão linear. Para esta etapa foi utilizado o software estatístico GRET<sup>®</sup> e o software EXCEL<sup>®</sup>.

Calculados os retornos, aplicou-se a fórmula para encontrar os retornos anormais. Tal fórmula é caracterizada pela subtração do retorno normal observado pelo retorno normal esperado. Como já se obteve o retorno observado, aplica-se a fórmula (1), onde a variável dependente é o retorno observado e a variável independente é o retorno do índice IBOVESPA (TAKAMATSU, LAMOUNIER e COLAUTO, 2008).

Por fim o cálculo do retorno anormal é dado por:

(2) 
$$AR_t = R_{it} - E(R_{it})$$
, onde o  $AR_t$  é o retorno anormal,  $R_{it}$  é o retorno observado e o  $E(R_{it})$  é o retorno esperado.

Na formulação das hipóteses, definiu-se como Hipótese Nula: o evento *joint venture* não surtiria impacto nos preços e retornos das empresas. A Hipótese Alternativa é que a *joint venture* é significativo e impacta na percepção dos investidores, levando-os a adaptarem suas decisões de investimento e composição dos *portfólios*.

Posteriormente foi usada a técnica de agregação de retornos anormais e cálculo de suas médias para as diferentes operações analisadas, esta técnica também foi utilizada por Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008).

(3) 
$$AR_t = R_{it} - E(R_{it})$$
 ;

### 3.2 Limitações

Toda pesquisa possui suas limitações, independentemente de sua abordagem ser quantitativa ou qualitativa. Entretanto, estas não comprometem o estudo.

Ao discorrer sobre críticas ao método quantitativo, Richardson aborda (2007, p 78):

A ênfase no dado empírico e sua concepção do indivíduo como objeto levaram aos maiores questionamentos dos métodos quantitativos. Frequentemente, insiste-se que os dados devem ter pelo menos duas características:

- Teoricamente neutros, visto que são descritos em linguagem livre de supostos teóricos. Em geral, apenas nas Ciências Naturais os dados consistem em observações empíricas. Pelo contrário, nas Ciências Sociais, os dados consistem em significados sociais, e à sua interpretação e compreensão não podem ser assimiladas ou reduzidas a descobertas e avaliação de dados observáveis.

- Objetivos, visto que qualquer observador competente e novato possa trabalhar com eles. Logicamente, os dados produzidos por meio quantitativos são os que melhor se adequam a essa segunda característica.

Uma das limitações diz respeito ao ambiente ser pós-crise de 2008, o que pôde ter comprometido o comportamento das ações BM&FBovespa podendo causar viés na análise. Outra limitação apresenta-se na medida em que nem sempre os fatos relevantes ou comunicados ao mercado são claros ao discorrer sobre a operação de combinação de negócios.

Ao longo do desenvolvimento da pesquisa, houve momentos que escolhas tiveram que ser feitas e juízos de valor foram exercidos. Há, também, a restrição natural que reside na natureza empírica indutiva da pesquisa, que exige cuidados em qualquer generalização tomada por base neste estudo.

Portanto, segundo Richardson (2007): “... se reconhece ainda que a inter-relação real dos componentes de um modelo nem sempre pode ser amplamente explicada através de esquemas estatísticos.”

## **4 RESULTADOS**

### **4.1 Resultados do Estudo de Eventos**

Foram selecionadas operações, cujas empresas-mães tivessem suas ações negociadas na BM&FBovespa no período dos respectivos anúncios. Foram realizadas as regressões dos retornos anormais e verificadas se as operações foram caracterizadas como *joint ventures*, conforme disciplinada pelo CPC 19. Dos 18 anúncios identificados as regressões resultaram num total de 13 operações com retornos anormais significativos.

Posteriormente, efetuou-se o teste t de *Student*, conforme estudo de Takamatsu, Lamounier e Colauto (2008), somaram-se os retornos anormais de todas as operações e calcularam-se as médias dos retornos anormais de cada dia que compôs as janelas de estimação, evento e comparação. Observou-se que não foi encontrada diferença significativa entre as médias das janelas observadas.

Tabela 1

Teste-t: Totalidade das ações

	<i>J.Estimação</i>	<i>J.Evento</i>
Média	-0,0011134	0,0017717
Variância	0,000044	0,000041
Observações	19	6
Variância agrupada	0,000043	
Stat t	-0,935391	
P(T<=t) bi-caudal	0,359305	
t crítico bi-caudal	2,068658	

Fonte: Resultados da pesquisa

Adicionalmente efetuou-se o mesmo procedimento separando-se as ações ordinárias, preferenciais e as units. Os resultados apontaram que as ações preferencias isoladamente não apresentaram reação perante ao anúncio. Entretanto tanto as unit e as ações ordinárias apresentaram reação a um nível de 10%, ambas apresentaram os p-valores de 0,59 e 0,55, respectivamente.

Tabela 2  
Teste T de Student – PN, UNIT e ON

	Preferencias		Unit		Ordinárias	
	J.Estimação	J.Evento	J.Estimação	J.Evento	J.Estimação	J.Evento
		-0,00068				
Média	-0,000221	1	0,002315	-0,008397	-0,002862	0,006767
Variância	0,000094	0,000165	0,000110	0,000214	0,000124	0,000030
Observações	19	6	19	6	19	6
Variância agrupada	0,000109		0,000133		0,000104	
Stat t	0,094067		1,983901		-2,019944	
P(T<=t) bi-caudal	0,925870		0,059326		0,055187	
t crítico bi-caudal	2,068658		2,068658		2,068658	

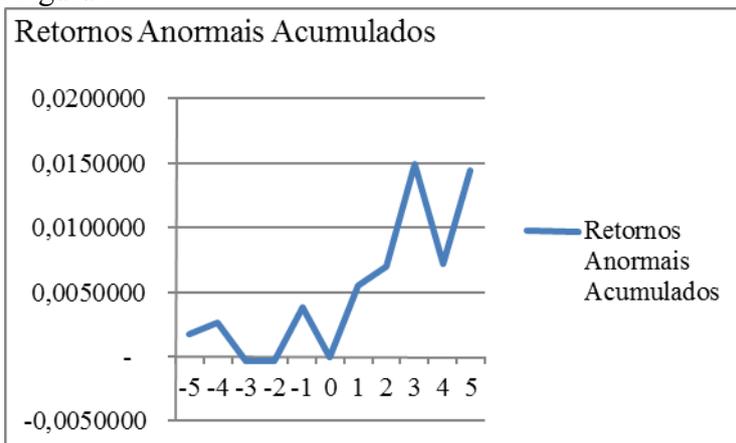
Fonte: Resultados da pesquisa

Analisando-se separadamente, os 2 tipos de ações e a unit apresentaram resultados diferentes. As preferencias continuaram apresentando diferenças positivas não significativas. As units apresentaram reação negativa significativa, podendo-se supor que os titulares destas ações tenham receito de expropriação de recursos detidos na empresa com este tipo de operação. Por outro lado, os titulares das ações ordinárias apresentaram reação positiva com significância estatística, podendo sugerir que por parte deste grupo há expectativas de criação de valor ao ingressar neste tipo de aliança estratégica.

#### 4.2 Retornos anormais acumulados

Posteriormente, acumularam-se os retornos anormais da média das 18 empresas envolvidas nas 13 operações selecionadas, conforme Figura 1. Embora os resultados apontem que não houve reação do mercado com significância estatística, observou-se que, numa grande parte das operações, houve uma sequência de retornos positivos após a data do evento.

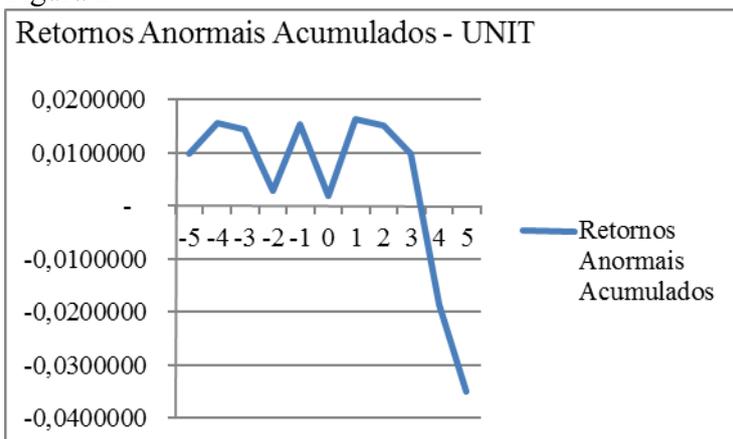
Figura 1



Fonte: Resultados da Pesquisa

Complementarmente, efetuou-se a acumulação das médias dos retornos anormais das empresas-mães das units e das ações preferenciais e ordinárias, separadamente.

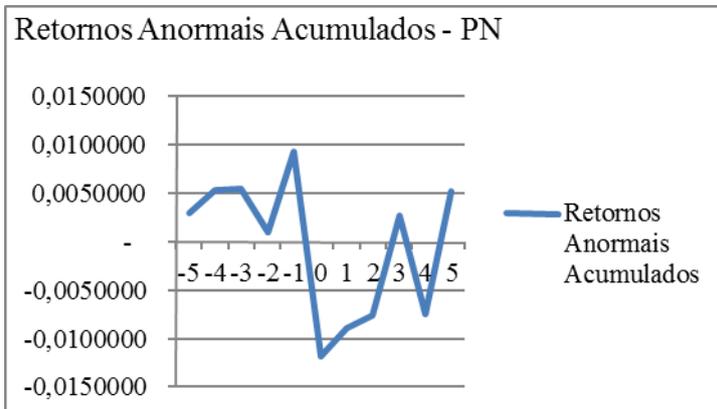
Figura 2



Fonte: Resultados da Pesquisa

Por sua vez, as units, apresentaram reação negativamente significativa, com este gráfico de retornos acumulados é exposto a seguidas altas e quedas dos retornos anormais, não sendo possível inferir que o mercado reagiu ao anúncio.

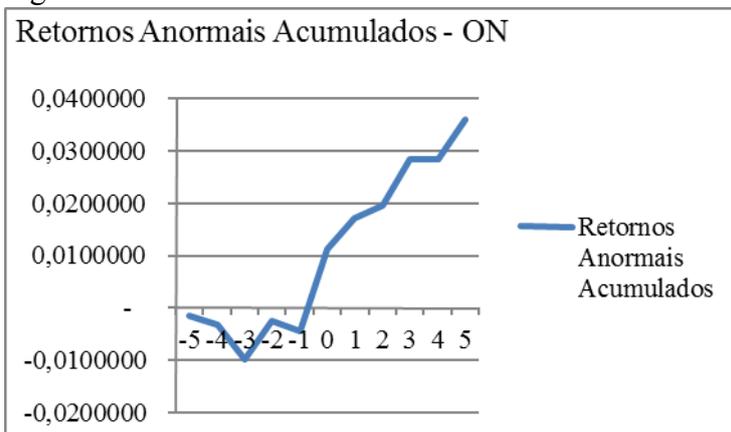
Figura 3



Fonte: Resultados da Pesquisa

As ações preferencias apresentaram sucessivas altas e quedas antes e depois do anúncio. Neste caso tem-se resultados inconclusivos, pois não apresenta um padrão que se possa inferir alguma reação, porém está consoante com o resultado estatístico que não apresentou diferenças entre o comportamento dos retornos anormais entre a janela de evento e estimação.

Figura 4



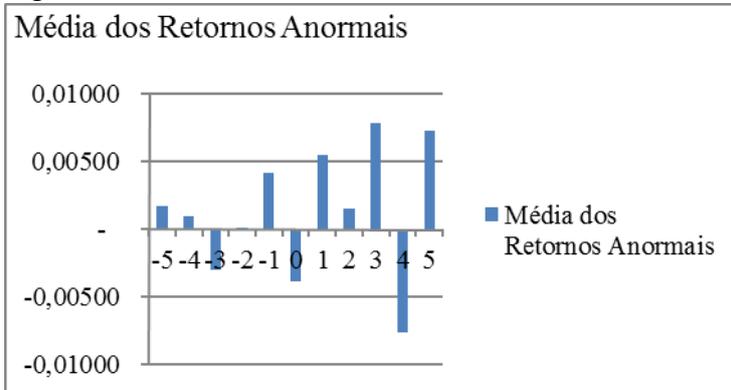
Fonte: Resultados da Pesquisa

Na figura 4, quando acumularam-se os a retornos anormais, tornou-se mais evidente a reação das ações ordinárias. Pode-se verificar que há sucessivos retornos anormais positivos após a data evento tornando mais explicito a reação quando observa-se dentro da janela de evento. Pode-se sugerir que os titulares destas ações captaram a expectativa de vantagens, como ter acesso a ativos e recursos e obtenção de sinergias advindas desta aliança.

#### 4.3 Média dos Retornos Anormais

Para uma melhor análise, elaborou-se a figura 5 com os retornos anormais médios não acumulados onde é observado altas e baixas nos retornos anormais, novamente pode-se chegar a resultados inconclusivos.

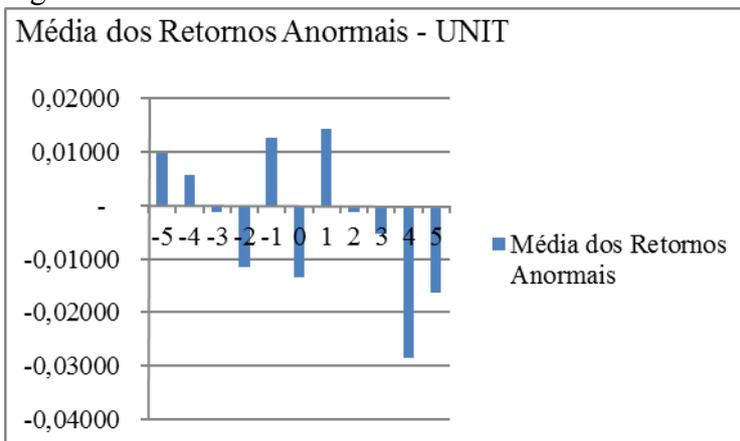
Figura 5 - Retornos anormais médios



Fonte: resultados da pesquisa

Nesta figura pode-se observar a queda no retorno da ação no dia do evento e depois crescimento no dia posterior, porém não se configurando um movimento de crescimento, pois dias após a data evento, há seguidos retornos negativos.

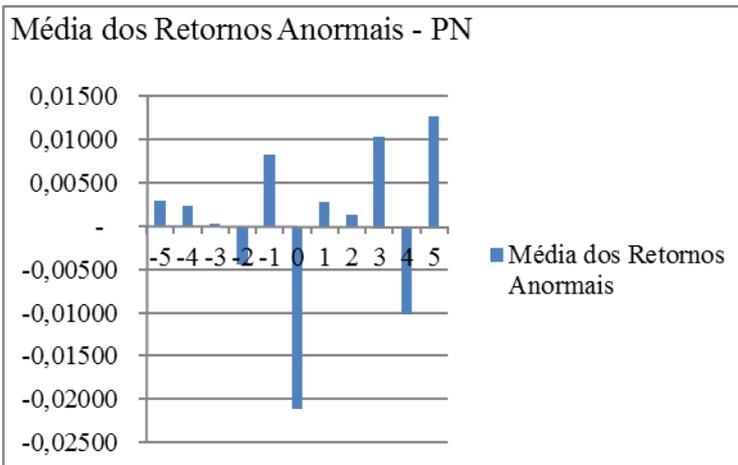
Figura 6



Fonte: Resultados da Pesquisa

Pode-se supor que, para os titulares das units, a *joint venture* não estaria gerando expectativas de maximização de valor para as empresas envolvidas, e sim, talvez, desagregando valor.

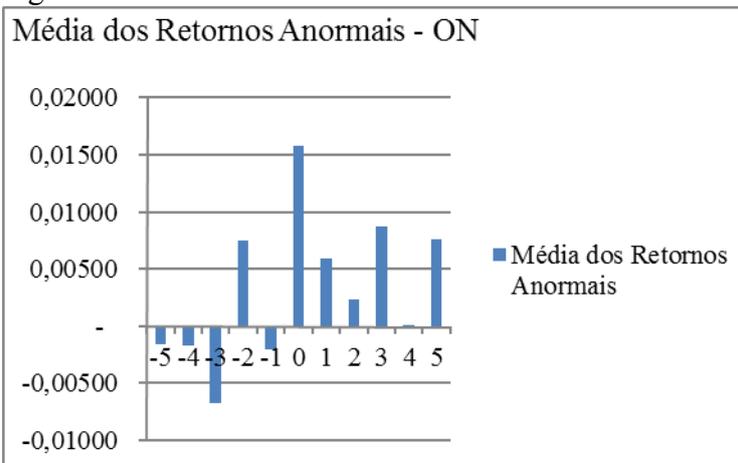
Figura 7 – Média dos Retornos Anormais - PN



Fonte: Resultados da Pesquisa

Na Figura 7 embora apresente uma significativa queda nos retornos no dia do anúncio, não se configura um movimento de queda nos dias posteriores alternando entre retornos positivos e negativos, ou seja, pode-se supor que o mercado foi indiferente a publicação deste evento.

Figura 8



Fonte: Resultados da Pesquisa

As médias dos retornos anormais de ações ordinárias apresentam um movimento crescente após a data do anúncio do evento podendo supor que, aparentemente, haja uma expectativa positiva referente à constituição da *joint venture*.

Portanto, os resultados acerca dos comportamentos das ações preferencias e ordinárias corroboram em parte com os encontrados por Ball e Brown (1968), para os dois tipos de ações a reação foi observada a eficiência de mercado, embora as preferencias não tivessem significância estatística, entretanto os titulares das ações UNIT reagiram de forma contrária. Adicionalmente vão de encontro com o estudo de Sarlo Neto et al. (2005) que analisa o comportamento das ações ordinárias e preferencias frente a resultados contábeis, e observou que quando há resultados positivos, há reação somente por parte dos preferencialistas enquanto os ordinaristas somente reagem a anúncios negativos. Neste estudo os titulares das ações ordinárias reagiram positivamente ao anuncio de formação de *joint venture*.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo verificar a reação dos acionistas das empresas-mães perante anúncios de formação de *joint ventures*. As operações foram identificadas no sítio específico localizado no site da revista Exame. Por meio de análise de cada anúncio exposto neste site, foram identificadas as operações que realmente se enquadravam conforme disciplina o CPC 19. Utilizando-se da técnica Estudos de Eventos, coletou-se a cotação das ações com mais liquidez das empresas envolvidas em formações de *joint ventures* de 2013 até maio de 2015. Para isto foram utilizadas as ações preferenciais, na falta desta, utilizou-se as do tipo UNIT ou Ordinárias (para aquelas que participam do Novo Mercado da BOVESPA). A priori, os anúncios não surtiram reação nos retornos anormais das ações analisadas.

Adicionalmente, testou-se as ações separadamente por tipo, ou seja, um teste para UNIT, outro para as preferencias e o último teste para ações ordinárias. O teste feito com as ações preferencias continuaram sem apresentar diferenças estatisticamente significativas. As ações UNIT apresentaram reação negativa apresentando p-valor de 0,59, ou seja, do teste T de *Student* houve diferença significativa entre as janelas de estimação e de evento.

Por último, as ações ordinárias também apresentaram reação, porém, desta vez positiva, pois a média dos retornos anormais da janela de evento apresentou-se maior que a média da janela de estimação, apresentando p-valor de 0,55.

Conforme apresentado na metodologia, acumulou-se os retornos anormais de forma de evidenciar-se de maneira mais explícita a reação das ações por meio de gráficos. E os resultados apresentam uma série de retornos anormais positivos em torno da data de evento. Porém quando se efetuou o mesmo procedimento separando-se as ações por tipo, as ações preferencias quanto as units não apresentaram um padrão tendo resultados inconclusivos. As ações ordinárias apresentaram uma série de retornos positivos, podendo-se supor que os titulares deste tipo de ação reagiram positivamente, tendo expectativas de maximização de valor das empresas envolvidas.

Por último, elaborou-se outra figura com apresentando as médias dos retornos anormais e, novamente, quando se observa todas as ações em conjunto, os retornos anormais variam positivamente e negativamente em torno da janela de evento, não permitindo inferir alguma conclusão. O mesmo resultado é encontrado quando se analisa as ações preferencias e units, porém as ações ordinárias apresentam sucessivos retornos positivos.

Portanto, de maneira geral, os anúncios não causaram reação com significância estatística nos acionistas das empresas envolvidas em constituição de *joint ventures*. Porém observa-se que quando é observado separadamente os tipos de acionistas, as que suscitam algum grau de controle reagem com significância estatística como as ordinárias e as units. Esse fato pode indicar que exista expectativa de expropriação de recursos por parte dos titulares da unit, para os preferencialistas. Já para os ordinaristas, de forma contrária, sugere-se que há esperança de criação de valor para a empresa, embora somente a diferença dos retornos anormais das ações ordinárias apresenta-se p-valor significativo. Este comportamento aproxima-se do que é abordado por Ball e Brawn (1985), pois reagem de acordo com a eficiência do mercado, embora os retornos anormais das preferencias não tenham significância estatística.

Entretanto, os resultados deste estudo vão de encontro com o estudo de Sarlo Neto *et al.* (2005), onde os resultados apontaram que as ações ordinárias somente reagem negativamente aos anúncios de prejuízos. Como sugestões de pesquisas futuras, sugere-se explorar mais qualitativamente os tipos de *joint ventures* formadas, utilizar base de dados maior que compreenda todos os tipos deste tipo de operação e pesquisar mais os aspectos contábeis trazidos pelo CPC 19.

## REFERÊNCIAS

- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 159-178.
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of accounting research*, 67-92.
- Beaver, W. H., Clarke, R., & Wright, W. F. (1979). The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings forecast errors. *Journal of accounting research*, 316-340.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of financial economics*, 8(3), 205-258.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of financial economics*, 14(1), 3-31.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W. C., & MacKinlay, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets* (Vol. 2, pp. 149-180). Princeton, NJ: princeton University press.
- Chemla, G., Habib, M. A., & Ljungqvist, A. (2007). An analysis of shareholder agreements. *Journal of the European Economic Association*, 5(1), 93-121.
- Child, J., & Faulkne, D. (1998). Strategies of Cooperation: Managing Alliances, Networks, and the United Kingdom. *Physica-Verlag*.

- Copeland, T. E., Koller, T., & Murrin, J. (2002). *Avaliação de empresas-valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas*. Pearson Makron Books.
- Darrough, M. N., & Stoughton, N. M. (1989). A bargaining approach to profit sharing in joint ventures. *Journal of Business*, 237-270.
- de Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2003). Estudos de evento: teoria e operacionalização.
- de Gusmão Lopes, J. E., Ribeiro Filho, J. F., de Assis Souza, I. G., & Pederneiras, M. M. M. (2009). Uma análise das abordagens epistemológicas e metodológicas da pesquisa contábil do programa do mestrado multiinstitucional em ciências Contábeis. *Contabilidade Vista & Revista*, 18(1), 27-49.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International economic review*, 10(1), 1-21.
- Ferreira, M. P., & Serra, F. R. (2015). Abordagem Conceitual às Estratégias de Internacionalização sob Pressões Institucionais Duais para Legitimidade e Conformidade/A Conceptual View of Internationalization Strategies under Dual Institutional Pressures for Legitimacy and Conformity. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(4), 440.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *The Journal of Political Economy*, 691-719.
- Gulati, R. (1995). Social structure and alliance formation patterns: A longitudinal analysis. *Administrative science quarterly*, 619-652.
- Gulati, R., & Singh, H. (1998). The architecture of cooperation: Managing coordination costs and appropriation concerns in strategic alliances. *Administrative science quarterly*, 781-814.
- Harrigan, K. R. (1988). Joint ventures and competitive strategy. *Strategic management journal*, 9(2), 141-158.
- Hart, S. L. (1995). A natural-resource-based view of the firm. *Academy of management review*, 20(4), 986-1014. (Belleflamme e Bloch, 2000)
- Hauswald, R. B., & Hege, U. (2006, March). Ownership and control in joint ventures: Theory and evidence. In *AFA 2004 San Diego Meetings*.
- HELSEN, K., & KOTABE, M. (2000). Administração de marketing global. São Paulo: Atlas.
- Holmstrom, B. (1999). The firm as a subeconomy. *Journal of Law, Economics, and organization*, 15(1), 74-102.
- Kotler, P. (1994). *Administração de marketing: análise, planejamento, implementação e controle*. Atlas.
- Klotzle, M. C. (2003). O impacto da formação de alianças estratégicas no valor de mercado e no desempenho econômico-financeiro das empresas. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, 10(4), 33-46.

- Lakatos, E. M., & Marconi, M. D. A. (2010). Fundamentos da metodologia científica. In *Fundamentos da metodologia científica*. Altas.
- Leite, H. D. P., & Sanvicente, A. Z. (1991). Planos de estabilização e instabilidade nos mercados acionários. *Revista de Administração de Empresas*, 31(2), 25-36.
- Lima, G. B., & de Carvalho, D. T. (2013). Joint-Venture como estratégia de internacionalização de empresas: um ensaio teórico. *Acessado em*, 20, 12.
- Lopes, A. B. (2001). *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA* (Doctoral dissertation).
- Lopes, A. B. (2002). *Informação Contábil e o Mercado de Capitais*. Cengage Learning Editores.
- Lopes, F. D., & Baldi, M. (2005). Laços sociais e formação de arranjos organizacionais cooperativos: proposição de um modelo de análise. *Revista de Administração Contemporânea*, 9(2), 81-101.
- Malkiel, B. G., & Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Miller, R. R., Glen, J. D., Jaspersen, F. Z., & Karmokolias, Y. (1996). *International joint ventures in developing countries. Happy marriages?* (No. 29).
- Moreira, D. A. (2002). *Metodo fenomenológico na pesquisa*. Cengage Learning Editores.
- Moro, L. C. C., & Glitz, F. E. (2012). Apontamentos sobre as joint ventures societárias constituídas sob regime das sociedades limitadas.
- Perobelli, F. F., & NESS JR, W. L. (2000). Reações do mercado acionário a variações inesperadas nos lucros das empresas: um estudo sobre a eficiência informacional no mercado brasileiro. *Resenha BM&F*, 140, 37-50.
- Pronunciamento Técnico, C. P. C. 19–Investimento em Empreendimento Controlado em Conjunto. *Joint Venture*.
- Richardson, R. J., & Peres, J. A. (1985). *Pesquisa social: métodos e técnicas*. São Paulo: Atlas
- Sarlo Neto, A., Teixeira, A. J. C., Loss, L., & Lopes, A. B. (2005). O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 16(37), 46-58.
- Sarlo Neto, A. (2009). *Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).

SCARPIN, J. E., BOFF, M. L., & PINTO, J. (2007). A relevância da informação contábil e o mercado de capitais: uma análise empírica das empresas listadas no índice Brasil. In *CCC-USP. Congresso USP de Contabilidade e Controladoria* (pp. 1-15).

Soares, R. O., Rostagno, L. M., & Soares, K. T. C. (2002). Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. *XXVI Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração*.

Takamatsu, R. T., Lamounier, W. M., & Colauto, R. D. (2008). Impactos da divulgação de prejuízos nos retornos de ações de companhias participantes do Ibovespa. *Revista Universo Contábil*, 4(1), 46-63.

Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). Positive accounting theory.