

Fusões e Aquisições no Brasil: as Implicações das Relações entre Valor Intrínseco, Valor de Mercado e Valor Patrimonial

SAULO CARDOSO MAIA

Doutorando em Administração, Universidade Federal de Lavras

OSCAR NETO DE ALMEIDA BISPO

Doutorando em Administração, Universidade Federal de Lavras

FRANCISVAL DE MELO CARVALHO

Doutor em Administração, Universidade Federal de Lavras

Resumo

Este trabalho objetivou verificar como os níveis de valorização das empresas adquirentes influenciam na ocorrência de fusões e aquisições, bem como na criação de valor no longo prazo. Foram utilizados os conceitos de valor de mercado, valor patrimonial e valor intrínseco e, conseqüente as suas inter-relações, para avaliar o desempenho de longo prazo das companhias que realizaram reorganizações societárias envolvendo fusões, incorporações e aquisições de controle. O aporte teórico da pesquisa foi baseado em artigos que podem ser considerados precursores de teorias que estudam os impactos econômicos de fusões e aquisições para as empresas e investidores envolvidos. Também foram utilizadas pesquisas mais recentes que estudaram relações empíricas sobre o tema. Trata-se de pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa e fonte documental de dados. O valor intrínseco foi calculado a partir do modelo de Ohlson (1995). A amostra foi composta por 28 empresas do mercado de capitais brasileiro que realizaram reorganizações societárias nos anos de 2009 e 2010. Por meio da mensuração das variações do valor intrínseco no período de três anos após as reorganizações societárias, ficou evidenciado que empresas com maior valor intrínseco anterior a reorganização tendem a ter menor incremento no valor intrínseco no longo prazo. Isso indica que os gestores de empresas mais bem sucedidas podem superestimar o potencial de criação de valor de fusões e aquisições, fortalecendo a hipótese de *hubris*. Uma vez calculadas as variações no valor intrínseco, os modelos econométricos demonstraram que o nível de valorização de mercado em relação ao valor patrimonial influencia negativamente nas variações de valor intrínseco. Sendo assim, quanto maior a razão V/B, menor tende a ser a criação de valor.

Palavras chave: Reorganizações Societárias; Criação de Valor; Valor Intrínseco, Modelo de Ohlson.

1. Introdução

A capacidade de criação de valor aos acionistas é fator crucial para o sucesso de qualquer empresa. Na busca por resultados as empresas podem estabelecer diferentes estratégias em relação ao seu relacionamento com o mercado, inclusive na definição de suas fronteiras verticais e horizontais. Para ampliar seus negócios, as empresas podem adotar estratégias de fusões ou aquisições (F&A) como alternativas a construir novas unidades. Dessa forma as empresas podem obter economias de escala, de escopo ou de custos de transação, bem como melhorar seu posicionamento no mercado, além de poderem obter novas tecnologias e troca de conhecimento.

Flutuações na atividade de F&A ao longo dos anos estimularam uma série de tentativas de explicar as determinações das ondas de fusão. Estudos têm demonstrado uma associação entre a atividade de fusão e de várias variáveis macroeconômicas. Segundo Weston, Chung e Siu (1998) todos os movimentos ocorreram quando a economia experimentou um período de altas taxas de crescimento e desenvolvimentos específicos propiciaram bons ambientes de negócios.

Diversos estudos evidenciaram que F&A levam as empresas a determinados patamares de aumento ou redução de valor durante o tempo. Autores como Bradley, Desai e Kim (1983), Coase (1937), Jensen (1986), Manne (1965), Roll (1986) e Shleifer e Vishny (1989) podem ser considerados precursores de teorias que estudam os efeitos no valor de F&A. A preocupação comum desses autores foi estudar os conflitos e forças que moldam o tamanho, a natureza e os efeitos das tomadas de decisões dentro das empresas. Para eles, as decisões empresariais são moldadas a partir de fatores como, eficiência dos custos de transação, sinergia, custos de agência, fluxo de caixa livre, entrincheiramento da gestão e o excesso de confiança dos gestores, sendo todos estes fatores-chave para a elaboração da melhor estratégia de maximização do valor das empresas.

Para saber as consequências das estratégias de maximização de valor adotadas pelas empresas, torna-se importante conhecer o que determina os seus ganhos e perdas em F&A. É interessante entender o que faz com que as empresas tenham ganhos de riqueza a partir das F&A. Por exemplo, as pesquisas de Berkovitch e Narayanan (1993), Seth, Song e Pettit (2000) e Weston, Chung e Siu (1998) concluíram que, a realização de F&A entre empresas que possuem ativos relacionados pode aumentar o valor (*value increasing*) tanto da adquirente, quanto da adquirida. Estes autores esclarecem que as tomadas de decisões voltadas à sinergia e eficiência nos custos de transação podem contribuir para casos como esses, em que há o aumento de valor das partes abrangidas pelas F&A.

A preocupação básica daqueles que estão envolvidos em F&A é se haverá aumento da riqueza com a menor incerteza possível. Especificamente no caso brasileiro, onde F&A estão inseridas no rol de transações conhecidas como reorganizações societárias, analisar essas reorganizações *ex ante* e *ex post* aos eventos deliberativos, anúncios, fatos relevantes e efetivação de contratos, pode trazer resultados interessantes para os acionistas, empresas proponentes, empresas alvo e investidores em geral, os quais podem avaliar melhor a magnitude dos retornos obtidos e a extensão de sua variabilidade.

Como premissa adjacente para uma reorganização societária está o aumento nos benefícios econômicos futuros que se espera obter por meio da transação. Ou seja, espera-se que uma fusão ou aquisição resulte em impactos positivos para a empresa. Porém, nem sempre isso acontece. A reorganização tanto pode criar como destruir valor, o que, conforme exposto por Seth, Song e Pettit (2002), depende, dentre outros fatores, das motivações que deram origem à operação. Estas motivações serão tratadas mais adiante.

Os trabalhos de Moeller, Schlingemann e Stulz (2004), Harford (2005) e Rosen (2006) reportam que após fusões e aquisições empresas tem experimentado fracos retornos. Adicionalmente, conforme proposto por Shleiver e Vishny (2003) e Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004), fusões e aquisições podem ser motivadas por períodos de alta nas ações. Dessa forma, o baixo desempenho dos retornos de longo prazo das ações das empresas após uma reorganização societária que envolvem fusões e aquisições tanto pode ser decorrente de não criação (ou destruição) de valor como também de reversão da supervalorização que ocorria no momento da negociação.

Diante do que foi exposto e, haja vista que esse assunto tem despertado o interesse de analistas, reguladores, investidores e outros profissionais ligados às finanças corporativas, uma pesquisa que investigue as relações entre valor intrínseco, valor de mercado e valor patrimonial das companhias que engajaram em algum tipo de reorganização societária, revela-se uma importante contribuição para o mercado de capitais, pois reforça a discussão em torno da reação deste frente a esses eventos corporativos.

Logo, o presente estudo concentrou-se em responder a seguinte questão: **como os níveis de valorização das empresas adquirentes influenciam na ocorrência de fusões e aquisições, bem como na criação de valor no longo prazo?** Especificamente, o objetivo da pesquisa é utilizar os conceitos de valor de mercado, valor patrimonial e valor intrínseco e, conseqüente as suas inter-relações, para avaliar o desempenho de longo prazo das companhias que realizaram reorganizações societárias envolvendo fusões, incorporações e aquisições de controle. Para o cálculo do valor intrínseco utilizou-se como base o modelo de lucros residuais (*Residual Income Model*) de Ohlson (1995).

O estudo foi subdividido em cinco partes, quais sejam: após esta breve introdução, tem-se o referencial teórico; em seguida os procedimentos metodológicos; os resultados e discussões são apresentados logo depois; e, por último, são elencadas algumas considerações sobre o estudo.

2. Referencial Teórico

2.1 Motivações para Fusões e Aquisições (*Hubris*, Agência, Sinergia)

Conforme observado por Berkovitch e Narayanan (1993), três principais motivos para fusões e aquisições são tratados na literatura: sinergia, conflitos de agência e *hubris*ⁱ. A motivação por sinergia sugere que *takeovers*ⁱⁱ ocorrem em função de ganhos econômicos que resultam da combinação dos recursos das duas companhias. A motivação por problemas de agência sugere que *takeovers* ocorrem porque melhoram a utilidade própria dos administradores, notadamente às custas dos acionistas. A hipótese de *hubris* (Roll, 1986) sugere que os gestores cometem equívocos na valorização das empresas-alvo e se engajam em aquisições mesmo quando não há sinergia.

As motivações para fusões, aquisições e alianças estratégicas (reorganizações societárias) também podem ser analisadas, conforme evidenciado por Kogut (1988) e Lavie (2006), pelas perspectivas de economia de custos de transação, transferência de conhecimento organizacional e fortalecimento de posições de mercado. Percebe-se que essas motivações estão ligadas a operações que visam à criação de valor para a firma e estão relacionadas à ganhos operacionais em reorganizações societárias, tendo em vista a sinergia entre empresas. No entanto, Patrocínio, Kayo e Kimura (2007) mostram que as evidências empíricas parecem não confirmar a criação de valor proporcionada pelas fusões e aquisições, especialmente no que diz respeito aos ganhos das empresas adquirentes.

Diante disso, verifica-se a necessidade de saber e informar ao mercado as relações existentes entre variáveis práticas com os aspectos teóricos de F&A. Estudos que verifiquem os

movimentos de mercado e as implicações de variáveis no valor das firmas poderiam trazer ganhos para todos os envolvidos em diversas transações de reorganizações societárias. Ressalta-se que há outro fator motivador importante tratado na literatura, relacionado aos movimentos momentâneos de alta e baixa nos preços das ações, doravante denominado *Market-time*.

2.2 Market-time como direcionador de fusões e aquisições

O valor de mercado das firmas também pode ser um fator motivador para operações de fusão e aquisição. Shleiver e Vishny (2003), ao proporem um modelo de aquisições baseado em movimentos temporários nos preços de mercado das ações (*market timing*), assumem que firmas adquirentes são supervalorizadas. Sob esta ótica, a motivação para aquisições não é a sinergia e sim manter parte da alta valorização momentânea das ações para os investidores de longo prazo. Adquirindo firmas subvalorizadas, firmas adquirentes supervalorizadas podem amortecer a queda de suas ações concedendo aos seus acionistas mais ativos tangíveis por ação.

Outros autores fornecem evidências que fusões e aquisições são motivadas por movimentos momentâneos de mercado. Dong et al. (2006) constataram que o nível de desvio dos preços do mercado de ações é positivamente correlacionado com o volume de fusões. Ang e Cheng (2006) fornecem evidências que a supervalorização de ações é um importante motivo para firmas fazerem aquisições por meio de ações. Os autores constataram que empresas mais valorizadas são mais propensas a fazer aquisições por meio de ações.

Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004) postulam que ondas de fusões ocorrem durante ondas de valorização. Para os autores, enquanto firmas adquirentes aproveitam-se de valorizações temporárias de suas ações, firmas alvo aceitam ofertas de empresas em picos de valorização no mercado, porque tendem a superestimar a sinergia. Os diversos estudos que relacionam operações de fusões e aquisições com a valorização momentânea de ações fomentam o debate sobre a criação de valor de tais operações. Se a movimentação de curto prazo do mercado exerce influência em operações de reorganizações societárias, é questionável se tais operações criam a valor a longo prazo para os acionistas.

2.3 Criação de Valor no Longo Prazo

A avaliação do êxito em processos de *takeover* passa pela avaliação da criação de valor aos acionistas. Por sua vez, a criação de valor pode ser avaliada sob as perspectivas de curto prazo ou longo prazo, que direcionarão a forma de avaliação a ser utilizada. Métodos de mensuração da criação de valor baseados no valor de mercado das ações da empresa muitas vezes concentram-se apenas na perspectiva de curto prazo.

Conforme observado por Agrawal e Jaffe (2001) há evidências substanciais acerca dos retornos de longo prazo de firmas fundidas sugerindo fraco desempenho após as operações de fusão ou aquisição. Em um levantamento bibliográfico os autores observam que enquanto os acionistas de empresas-alvo geralmente experimentam retornos positivos a curto prazo, investidores de empresas adquirentes frequentemente experimentam baixo desempenho no preço de suas ações meses após a aquisição. Estudos mais recentes, tais como Moeller, Schlingemann e Stulz (2004), Harford (2005) e Rosen (2006) evidenciam fracos desempenhos de longo prazo após fusões e aquisições. Harford (2005) argumenta que a fusão é uma forma de resposta a um choque ou crise setorial e que o desempenho da firma resultante da fusão é melhor que o desempenho que ocorreria sem a operação.

Diante da afirmação de Harford (2005) é necessário avaliar se realmente os baixos desempenhos após as F&A refletem destruição de valor ou simplesmente refletem uma reversão da supervalorização observada no momento da operação. Esse questionamento requer especial atenção quanto ao valor intrínseco da empresa e sua relação com o valor de

mercado. O fraco desempenho aparente após a fusão ou aquisição pode ser decorrente da metodologia utilizada para mensuração da criação de valor.

2.4 Mensuração da criação de valor a longo prazo após fusões e aquisições

A criação de valor econômico é fundamental para que uma empresa prospere. Copeland, Thomas e Murrin (2006) advertem que, apesar de existirem muitas transações de fusões e aquisições bem sucedidas, há também muitas destas operações que não elevam o valor para os acionistas. Para os autores as empresas criam valor ao investirem capital a taxas de retorno que excedam o custo total de seu capital. Segundo Rhodes–Kropf, Robinson e Viswanathan (2005) informações distorcidas em relação à avaliação das firmas adquiridas influenciam as atividades de fusão e aquisição. Sendo assim, um fator crucial em qualquer análise de criação de valor em operações de fusões e aquisições é determinar o parâmetro para criação de valor.

Em operações de fusões, incorporações e aquisições de controle comumente utiliza-se métodos de *valuation*, que segundo Palepu, Healy e Bernard (2004) consistem na estimação do valor de uma empresa, ou parte dela, a partir de uma projeção. Os modelos de *valuation* visam o valor da firma no longo prazo. Dentre as técnicas de *valuation* mais utilizadas, Galdi, Teixeira e Lopes (2008), destacam: os métodos de descontos do fluxo de dividendos, os modelos de fluxo de caixa descontados, os modelos de avaliação por múltiplos de mercado e os modelos de lucros residuais.

Neste artigo foi utilizado o modelo de lucros residuais de Ohlson (1995), que explica o valor de uma firma baseando-se em informações contábeis, para calcular as variações no valor intrínseco das empresas após reorganizações societárias que envolveram fusões, incorporações e aquisições de controle. Em virtude da literatura fornecer evidências de que os níveis de valorização do mercado interferem, pelo menos em parte, nas decisões de fusões e aquisições, examinou-se se os níveis de precificação com variações no valor intrínseco após as F&A.

Conforme notado por Ma, Whidbee e Zhang (2011), as variações momentâneas de mercado como influências em fusões e aquisições têm algumas implicações. Se as aquisições por firmas supervalorizadas são interessantes aos acionistas no longo prazo, espera-se que as variações no valor intrínseco sejam positivas, ou pelo menos nulas. Por outro lado, se os gestores aproveitam-se da supervalorização para fazer aquisições, é esperado que o nível de valorização caia para níveis adequados após completada a operação.

As implicações estabelecidas por Ma, Whidbee e Zhang (2011) vão de encontro aos estudos de Moeller, Schlingemann e Stulz (2004), Harford (2005) e Rosen (2006), que evidenciam fracos desempenhos de longo prazo após fusões e aquisições. Isso porque os retornos de longo prazo podem ser influenciados tanto pela criação ou destruição de valor em virtude da operação de fusão ou aquisição como pelas variações nos níveis de valorização da empresa. Sendo assim, os retornos de firmas adquirentes podem ser baixos ainda que a aquisição tenha gerado valor.

Uma vez que as atividades de fusão e aquisição são relacionadas com as alterações temporárias nos preços das ações, conforme observado em estudos citados, metodologias baseadas em estudos de eventos que assumem o preço de mercado como valor intrínseco podem ser viesadas ao mensurarem o impacto econômico de fusões e aquisições. O valor de mercado pode estar distorcido em relação ao valor intrínseco, devido a fatores conjunturais.

Os níveis de precificação da empresa podem causar impactos relevantes nos retornos de longo prazo após F&A. Nesta pesquisa optou-se então por utilizar o modelo de lucros residuais (*Residual Income Model – RIM*) de Ohlson (1995) como base para o valor intrínseco. Embora o modelo RIM não seja livre de potenciais problemas, possui o benefício de filtrar distorções causadas pelo valor de mercado.

2.5 Reorganizações societárias

De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2014, p. 152) as reorganizações societárias são operações realizadas pelas companhias para reordenar sua estrutura, propriedade, operações, ativos ou estrutura de capital, com o objetivo de melhorar sua eficiência operacional, aumentar a percepção de valor que o público tem da empresa etc.

A CVM (2014, p. 152) complementa que, “nos últimos anos, as reorganizações societárias estiveram em evidência no cenário econômico brasileiro e mundial”. Para este órgão fatores como “a globalização da produção e a redução de barreiras no comércio mundial” forçaram as empresas “a aumentar sua produtividade e sua participação no mercado, na tentativa, principalmente, de obter ganhos de escala”. Aproveitando-se de momentos em que a economia experimenta altas taxas de crescimento, as empresas são mais propensas a realizarem transações que envolvem reorganizações societárias (aqui entendido como todo aquele processo que envolve as fusões, incorporações, aquisições de controle, compras – F&A de modo geral), surgindo, dessa forma, bons ambientes de negócios. Nota-se existem diversos tipos de reorganizações estratégicas entre as empresas. Tais estratégicas que podem variar de relacionamentos informais até a aquisição, com o desaparecimento completo de uma delas.

É comum caracterizar os instrumentos de reorganização societária como fusões (*mergers*) e aquisições (*acquisitions*) – F&A. Grinblatt e Titman (2005, p.575) explicam que “a fusão é uma transação que combina duas empresas em uma nova empresa. A aquisição é a compra de uma empresa por outra”. Apesar da distinção formal que é estabelecida entre fusão e aquisição, os dois termos são muitas vezes usados de maneira intercambiável (GRINBLATT; TITMAN, 2005).

A partir do que foi explicitado, verifica-se que em todas as reorganizações societárias as empresas sofrerão algum tipo de impacto, seja positivo ou negativo. Logo, torna-se necessário estudar o comportamento dessas transações no mercado de capitais brasileiro.

3. Procedimentos Metodológicos

3.1 Caracterização da pesquisa

A pesquisa tomou como base o estudo bibliográfico, documental e descritivo. No quesito bibliográfico, conforme Cervo, Bervian e Da Silva (2007, p.60), procura “explicar um problema a partir de referências teóricas publicadas em artigos, livros, dissertações e teses”, consideradas fontes secundárias. Documental no que se refere à utilização de documentos como fonte de dados, informações e evidências, aqui tratados como fontes primárias, os quais “ainda não foram objeto de análise, ou que ainda podem ser reelaboradas de acordo com os propósitos da pesquisa”, segundo esclarecem Martins e Theóphilo (2009, p.55). Quanto à pesquisa descritiva, esta terá “como principal objetivo descrever características de determinada população, ou fenômeno, ou estabelecer relações entre as variáveis” (GIL, 2007). No que tange às técnicas de avaliação, a pesquisa será do tipo quantitativa.

3.2 Objeto de estudo

O objeto de estudo do presente artigo foram as firmas que realizaram reorganizações societárias no mercado de capitais brasileiro, analisando os impactos econômicos desde a publicação do fato relevante das reorganizações societárias até 36 meses após o evento da transação. Diante disso, foram pesquisados os fatos relevantes disponíveis na Comissão de Valores Mobiliários – CVM que tratavam em sua respectiva descrição sobre: reorganização societária; fusão; incorporação; e aquisição de controle. Ressalta-se que se entende como fato relevante aquilo que expõe a CVM no art. 2º da Instrução nº 358:

Contabilidade e Controladoria no Século XXI

Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. (BRASIL, 2002)

Além disso, a referida Instrução nº 358 da CVM ainda evidencia que são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros: incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas.

Complementa-se que, no estudo foram confrontados os níveis de valor de mercado das firmas com o valor obtido pelo modelo de lucros residuais (RIM) de Ohlson (1995). Baseando-se em Shleiver e Vishny (2003), Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004), Dong et al. (2006) e Ang e Cheng (2006), espera-se que as empresas tenham um alto índice (/), razão entre o valor de mercado (P) e o valor patrimonial (B). Da mesma forma é esperado um alto índice (/), razão entre o valor de mercado e valor intrínseco da firma.

3.3 Procedimentos de coleta de dados

Os dados da pesquisa foram coletados nos respectivos locais (Tabela 1):

Tabela 1 Bases utilizadas para a coleta de dados da pesquisa com base no ano de 2014

Bases	Dados
Comissão de Valores Mobiliários – CVM www.cvm.gov.br	Fatos relevantes caracterizados como reorganizações societárias; fusões; incorporações; e aquisição de controle.
BM&FBOVESPA www.bmfbovespa.com.br	Dados contábeis das companhias estudadas e algumas informações pertinentes ao mercado de capitais
Yahoo! Finanças – https://br.financas.yahoo.com	Cotações das ações e pontos do Ibovespa.
EconoInfo – http://www.econoinfo.com.br	Informações de mercado e beta das companhias.
EmpresasNet e DivExt (softwares disponibilizados pela BM&FBOVESPA)	Demonstrações financeiras padronizadas (Balanços Patrimoniais e Demonstrações de Resultados do Exercício) e composição acionária das companhias.

Fonte: elaborada pelos autores

Após filtrar todas as informações sobre fatos relevantes no período de 2008, 2009 e 2010, eliminado informações duplicadas, informações incompletas e aquelas que de alguma forma impossibilitariam a aplicação da metodologia do estudo, chegou-se ao seguinte quantitativo de observações a serem estudadas (Tabela 2).

Tabela 2 Quantidade de observações estudadas com base nos anos de 2009 e 2010

Eventos de Reorganizações Societárias		
Ano	Freq.	%
2009	17	60,7%
2010	11	39,3%
Total de Reorganizações	28	100%

Fonte: elaborada pelos autores

Cabe salientar que a escolha deste período de estudo deve-se ao fato de tentar minimizar os efeitos da harmonização contábil brasileira às Normas Internacionais de Contabilidade – IFRS, ocorrida em 2007.

3.4 Procedimentos estatísticos para estimação dos resultados

A pesquisa utilizou meios quantitativos para o processo de análise e interpretação dos dados. Por meio de procedimentos baseados em estatísticas descritivas foram organizados, sumarizados e descritos o conjunto de dados coletados. A estatística inferencial também foi utilizada para tornar possível a estimação de características das companhias que passaram por reorganizações societárias no período informado no subtópico anterior. A interpretação dos dados foi realizada com o uso de técnicas estatísticas, sendo a validação dos resultados apoiada no nível de 5% de significância estatística.

3.4.1 Valor Intrínseco (V)

Para estimar o valor intrínseco foi utilizado o modelo de lucros residuais (RIM). Ohlson (1995) expressa o valor da firma pela equação:

$$\sum [\quad] \quad (1)$$

em que:

= valor da firma i no período $t = (V)$

= patrimônio líquido (PL) no período t ;

= lucro residual no período $t+\tau$;

$R = 1+$

Sendo,

= taxa de retorno requerida ou custo do capital próprio;

Conforme observado por Galdi, Teixeira e Lopes (2008), o valor da firma resultante do modelo acima equivale ao valor contábil de seu patrimônio líquido mais o valor presente de todos os seus lucros acima da remuneração exigida pelos sócios. Portanto, pode-se reescrever a equação (1) como:

$$\sum \frac{[\quad]}{\quad} \quad (2)$$

em que:

= valor por ação da firma j no período t

= valor patrimonial por ação da firma j no período t

= esperança matemática dos resultados futuros da firma j no período t

= é o retorno sobre o patrimônio líquido da firma j no período $t+i$

= custo de capital calculado pelo Modelo CAPM

Sendo,

$$\frac{\quad}{\quad} \quad (3)$$

em que:

= lucro por ação da empresa j no período $t+i$

Para a implementação do modelo de Ohlson (1995), a soma infinita deve ser substituída por uma série finita. Assim os lucros residuais do terceiro ano foram tratados como perpétuos.

Uma vez estimado o valor V_{jt} para cada empresa j no momento t , o mesmo foi dividido pelo valor patrimonial B_{jt} . Dessa forma o valor intrínseco normalizado estimado (V_{jt}/B_{jt}) é comparável entre empresas e no tempo. Adicionalmente é utilizado o logaritmo natural de V_{jt}/B_{jt} para minimizar o impacto de assimetria e *outliers*. Assim tem-se ($\ln(V_{jt}/B_{jt})$) como o valor intrínseco da empresa j no momento t . Finalmente, condizente com a proposta de Ma, Whidbee e Zhang (2011), foi feito um procedimento para filtrar comportamentos gerais de mercado que podem impactar na variação do valor intrínseco em relação ao valor patrimonial. Foi apurado o valor intrínseco ajustado ao mercado ($\ln(V_{jt}/B_{jt}) - \ln(P_{jt}/B_{jt})$) da empresa j no momento t , subtraindo o valor bruto pela mediana das empresas da amostra [$\ln(V_{jt}/B_{jt}) - \ln(P_{jt}/B_{jt})$].

3.4.2 Níveis de valorização

Sendo P , dado pelo valor de mercado por ação da empresa j , e V o valor intrínseco (Equação 2), então o índice (V/P) reflete a diferença entre o valor atribuído pelo mercado e o valor intrínseco da firma. O índice será diferente de 1 quando o valor da empresa atribuído pelo mercado for diferente do seu valor intrínseco, estimado pelo modelo de lucros residuais (RIM). Dong et al. (2006) encontraram evidências de que a razão (V/P) possui poder explicativo sobre a questão do nível de valorização como influenciador de fusões e aquisições. Como alternativa, utilizou-se também o índice (V/P), que consiste em dividir o valor de mercado por ação da empresa j pelo valor patrimonial por ação da empresa j (PL por ação).

3.4.3 Explicação das variações no valor intrínseco – *intrinsic change*

Após calculados os índices (V/P), (V/P) e (V/P) e feitos os devidos ajustes pelo mercado – conforme explicado anteriormente, subtraindo pela mediana das razões do mercado – foram feitas regressões estatísticas em que a variável dependente é a variação no valor intrínseco (*intrinsic change*) ajustado pelo mercado [$\ln(V_{jt}/B_{jt}) - \ln(P_{jt}/B_{jt})$], desde o ano da operação até o terceiro ano após a operação [$\ln(V_{jt}/B_{jt}) - \ln(P_{jt}/B_{jt})$] [$\ln(V_{jt}/B_{jt}) - \ln(P_{jt}/B_{jt})$]. As variáveis explicativas incluem (V/P), (V/P) e (V/P) ajustadas pelo mercado e mensuradas no ano anterior à transação. Como variáveis de controle foram utilizados: os retornos por ação da empresa adquirente no ano anterior à transação ajustados pelo retorno de mercado; o tamanho relativo da operação em relação ao valor de mercado da firma no período anterior à transação; e uma variável *dummy* assumindo o valor 1 quando a transação foi realizada em 2009 e valor 0 para 2010. A utilização dessa variável *dummy* deu-se devido ao processo de harmonização contábil brasileira às Normas Internacionais de Contabilidade – IFRS a partir de 2007, impondo às companhias brasileiras que evidenciassem as suas demonstrações contábeis totalmente em acordo com as IFRS a partir de 2010. Logo, entre os anos de 2007 e 2009 as demonstrações contábeis das firmas brasileiras passaram por um momento de transição, podendo ter impactado os resultados patrimoniais das mesmas.

Ressalta-se que, devido a algumas companhias terem evidenciado prejuízo em alguns períodos da janela temporal estudada, optou-se por corrigir os logaritmos calculados. Para tanto, Ma, Whidbee e Zhang (2011, p.15) sugerem somar o valor 1 às razões $(\frac{B}{P})$, $(\frac{ROE}{LPA})$ e $(\frac{LPA}{ROE})$ e, em seguida, calcular o logaritmo. Para estes autores os resultados são similares quando se utiliza somente o logaritmo da razão. Portanto, em todo o estudo, os cálculos levaram em consideração que:

$$\ln\left(\frac{B}{P}\right), \ln\left(\frac{ROE}{LPA}\right) \text{ e } \ln\left(\frac{LPA}{ROE}\right) \approx \ln\left(\frac{B}{P} + 1\right), \ln\left(\frac{ROE}{LPA} + 1\right) \text{ e } \ln\left(\frac{LPA}{ROE} + 1\right)$$

3.4.4 Modelagem econométrica

Para complementar os resultados do estudo, foram estimadas regressões estatísticas, conforme sugerido por Ma, Whidbee e Zhang (2011, pp.8-9). Para estes autores os níveis iniciais do valor intrínseco e os valores futuros esperados, *ceteris paribus*, podem ajudar a explicar as mudanças a longo prazo do valor intrínseco (*intrinsic change*). Portanto, a utilização de regressões estimadas por Mínimos Quadrados Ordinários poderiam auxiliar na explicação de possíveis mudanças a longo prazo do valor intrínseco. Assim, foi utilizado o seguinte modelo econométrico nesta pesquisa:

$$\Delta \ln(B_i) = \alpha + \beta_1 \ln\left(\frac{B_i}{P_i}\right) + \beta_2 \ln\left(\frac{ROE_i}{LPA_i}\right) + \beta_3 \ln\left(\frac{LPA_i}{ROE_i}\right) + \epsilon_i \quad (4)$$

em que:

variação no valor intrínseco da firma i (*intrinsic change*) ajustado pelo mercado desde o ano da operação (t) até o terceiro ano após a operação $(t+3)$

variáveis explicativas $\ln\left(\frac{B_i}{P_i}\right)$, $\ln\left(\frac{ROE_i}{LPA_i}\right)$ e $\ln\left(\frac{LPA_i}{ROE_i}\right)$ da firma i ajustadas pelo mercado e mensuradas no ano anterior à transação (t)

variável de controle j da firma i

são os parâmetros da regressão

termo de erro da regressão

Os dados utilizados no modelo econométrico tratam-se de um corte transversal, onde as variáveis explicativas são do momento t e a variável dependente dada pela diferença entre t e $t+3$.

4. Resultados e Discussões

No intuito de explanar melhor os resultados iniciam-se as discussões apresentando os dados das estatísticas descritivas encontrados no estudo (Tabela 3). A princípio, optou-se por descrever o valor patrimonial da ação (B), valor de mercado da ação (P), ROE e LPA.

Verifica-se que o período que antecedeu (t_{-1}) a reorganização societária apresentou médias menores que o período pós-reorganização $(t_{+1;+3})$. A mesma característica foi encontrada para o desvio-padrão, com exceção do ROE. Esse fato pode estar relacionado às observações utilizadas no cálculo destes indicadores, haja vista que tais observações são de companhias com elevada heterogeneidade relacionadas aos distintos setores que participam e diversos tamanhos e estruturas patrimoniais.

Verificou-se que os ajustes de avaliação patrimonial e o prejuízo acumulado foram fatores que contribuíram para reduzir o valor do seu PL, tornando -o até mesmo negativo. Portanto, nestes casos se tratam de companhias que, possivelmente, no contexto do êxito em

Contabilidade e Controladoria no Século XXI

processos de reorganizações societárias, contribuem para a não criação de valor aos acionistas, tanto a curto prazo quanto a longo prazo.

Tabela 3 Estatística descritiva da amostra com base nas empresas da amostra

Valor Patrimonial por Ação (B)						
	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	N
t ₁	R\$ 7.86	R\$ 5.87	R\$ 6.72	R\$ 0.15	R\$ 24.03	28
t ₀	R\$ 8.59	R\$ 7.13	R\$ 7.76	R\$ 0.16	R\$ 31.51	28
t _[+1,+3]	R\$ 12.04	R\$ 8.02	R\$ 16.00	R\$ 0.20	R\$ 101.27	84
Valor de Mercado por Ação (P)						
	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	N
t ₁	R\$9.76	R\$9.53	R\$7.00	R\$0.99	R\$ 32.86	28
t ₀	R\$9.83	R\$8.17	R\$6.99	R\$1.04	R\$ 30.60	28
t _[+1,+3]	R\$ 14.54	R\$ 11.24	R\$ 12.96	R\$1.58	R\$ 78.59	84
ROE						
	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	N
t ₁	0.10	0.08	0.10	-0.13	0.35	28
t ₀	0.13	0.11	0.10	-0.14	0.31	28
t _[+1,+3]	0.14	0.14	0.09	-0.33	0.39	84
LPA						
	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	N
t ₁	R\$ 1.14	R\$ 0.72	R\$ 1.14	-R\$ 2.40	R\$ 8.70	28
t ₀	R\$ 1.45	R\$ 0.99	R\$ 1.97	-R\$ 1.44	R\$ 6.86	28
t _[+1,+3]	R\$ 1.73	R\$ 1.01	R\$ 2.34	-R\$ 2.09	R\$ 11.60	84

Fonte: elaborada pelos autores

Sobre o ROE e o LPA, apura-se que estes indicadores também foram positivos e condizentes com a realidade de que, ao tomar como base estes múltiplos, a reorganização societária pode ter impactado em seus valores. Também, resultados condizentes com aquilo que já era esperado, foram obtidos para os valores das ações. Percebe-se que o valor de mercado da ação apresentou resultados médios maiores que o valor patrimonial da ação. Soma-se que o valor patrimonial da ação apresenta elevada amplitude, indo de R\$0,20 a R\$101,27, ratificando certa heterogeneidade das observações estudadas.

Visando complementar as análises até aqui dispostas, foi aplicado o estudo de diferenças de médias para aferir se os resultados apresentados no período t₁ são significativamente diferentes do período que compreende t_[+1,+3]. Os resultados estão evidenciados na Tabela 4.

Tabela 4 Resultados obtidos com o teste F e teste t para diferença de médias com base nas empresas da amostra

	B	P	ROE	LPA
Teste-F para variâncias				
F	0,611	0,292	1,233	0,728
F-crítico	0,525	0,569	1,620	0,569
Teste-t para médias				
Stat-t	-1,938	-1,860	-1,922	-1,302
t-crítico	1,983	1,982	1,982	2,005

Fonte: elaborada pelos autores

Nota-se que no teste-F que o valor patrimonial da ação e o LPA apresentaram o F calculado maior que o F-crítico. Esse resultado indica que, para o teste-t, deve-se considerar que as variâncias nos valores patrimoniais das ações são diferentes antes e pós-evento. Na Tabela 3 isso está evidente, quando mostra-se o desvio-padrão quase três vezes maior (R\$16,00) em t_[+1,+3], relacionado ao período t₁ (R\$6,72). Quanto a LPA, os resultados mostraram que este indicador foi, em média, o dobro após o evento de reorganização. Diante disso, para estes dois indicadores foi utilizado o teste-t presumindo variâncias diferentes.

Assim como no teste F, para a hipótese nula de igualdade de média não ser rejeitada no teste-t, o valor calculado da estatística-t deveria estar situado entre os t-críticos. De fato isso ocorreu, evidenciando que as médias antes e pós-evento foram estatisticamente equivalentes. A princípio esperava-se que isso não ocorresse, devido à heterogeneidade da amostra.

Faz-se importante que os envolvidos nos processos de reorganizações societárias possam estimar os reais ganhos e/ou perdas a longo prazo com estas transações. Que estes envolvidos possam formar previsões a partir dos atos e fatos relacionados aos anúncios e efetivação destas transações. Consequentemente, proporcionar formas que auxiliem na evidenciação das relações entre valor intrínseco, valor de mercado e valor patrimonial para as empresas nas transações de F&A, pode ser de alta relevância para o mercado de capitais brasileiro.

Diante disso, foi utilizada a abordagem do modelo proposto por Ohlson (1995), que utiliza um rol de variáveis englobando: o valor patrimonial da ação, o ROE e o custo de capital das companhias. Este modelo, basicamente, aborda os lucros residuais para encontrar o valor intrínseco das companhias, utilizando-se de uma abordagem de ajuste a valor presente das expectativas futuras das companhias. Os resultados médios das variáveis utilizadas para o cálculo do valor intrínseco seguem na Tabela 5.

Tabela 5 Média das variáveis utilizadas na apuração do V-Ohlson com base nas empresas da amostra

Painel – A – Período pré-evento t_{-1}							
V-Ohlson	B_{t-1}	B_{t+1}	B_{t+2}	f ROE $_{t+1}$	f ROE $_{t+2}$	f ROE $_{t+3}$	R_e
R\$ 94,70	R\$ 7,86	R\$ 8,59	R\$ 13,22	18,2%	23,2%	33,4%	4,5%
Painel – B – Período do evento							
V-Ohlson	B_{t-1}	B_{t+1}	B_{t+2}	f ROE $_{t+1}$	f ROE $_{t+2}$	f ROE $_{t+3}$	R_e
R\$ 75,73	R\$ 8,59	R\$ 13,24	R\$ 9,65	23,2%	33,4%	14,4%	4,6%
Painel – C – Período pós-evento $t_{+1;+3}$							
V-Ohlson	B_{t-1}	B_{t+1}	B_{t+2}	f ROE $_{t+1}$	f ROE $_{t+2}$	f ROE $_{t+3}$	R_e
R\$ 85,71	R\$ 9,65	R\$ 10,52	R\$ 11,51	14,1%	14,1%	14,1%	4,5%

* O V-Ohlson é dado como resultado por ação

Fonte: elaborada pelos autores

Nota-se pela Tabela 5 a grande diferença entre o valor intrínseco médio e o valor patrimonial em todos os períodos. Este fato é esperado tendo em vista que o valor contábil do patrimônio líquido não reflete necessariamente o valor das empresas, apesar de possuir correlação como o mesmo. Ressalta-se que isso não torna a informação contábil irrelevante, pois a mesma continua sendo capaz de influenciar os usuários em suas decisões. Ocorre que a contabilidade, por meio de seus princípios, restringe o reconhecimento de certos valores, tais como o ágio pela expectativa de rentabilidade futura criado internamente. Além disso, a legislação brasileira também proíbe o reconhecimento de alguns efeitos econômicos que poderiam contribuir para um ajuste a valor justo do patrimônio líquido, no tocante a majoração de ativos imobilizados após reavaliação.

Torna-se importante para o investidor saber o potencial de geração de riqueza a longo prazo que a reorganização societária proporcionará. Soma-se ao exposto que, quando uma ou mais companhias disponibilizam ao mercado algum fato relevante relacionado às reorganizações societárias, o preço das ações dessas empresas pode ser impactado, positivamente ou negativamente. Além disso, a liquidez das ações pode ser seriamente impactada devido às alterações na oferta e demandas desses ativos, haja vista as incertezas sobre as reais necessidades da reorganização e, também, pela incerteza dos resultados após a sua efetivação.

Para o V-Ohlson também foram apuradas médias equivalentes pré e pós-evento de reorganização societária (F e t calculado menor que o F crítico e o t-crítico, respectivamente). Nota-se que a média dos valores intrínsecos calculados pelo modelo de Ohlson após os eventos é menor que a mesma média anterior aos eventos. Isso revela que o valor intrínseco das empresas, em média, sofreu uma redução no longo prazo, evidenciando destruição de valor. No entanto isso não ficou comprovado pelo teste de diferença de médias. Pode-se então concluir que o valor intrínseco antes e após as transações não são estatisticamente diferentes, indicando que não houve criação de valor, tampouco destruição. Ou seja, a criação de valor foi no máximo nula. Isto implica dizer que as operações de fusão e aquisição não foram capazes de criar valor. Resta saber se o nível de valorização das ações antes das operações influenciou na ausência de criação de valor a longo prazo, o que será possível analisar pelos modelos econométricos. No que tange aos modelos estimados tem-se os resultados na Tabela 6.

Tabela 6 Resultados das regressões com base nos modelos propostos nos procedimentos metodológicos

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6	
	Coef.	p-valor										
ln(P/B)	-0,87	0,002*			-1,08	0,000*			-0,56	0,041*		
ln(P/V)			0,59	0,119	0,97	0,001*					-0,25	0,544
ln(V/B)							-0,40	0,001*	0,28	0,024*	-0,46	0,005*
Dummy	-0,38	0,317	0,33	0,443	-0,16	0,604	0,03	0,933	-0,27	0,438	-0,07	0,846
ln(size)	0,17	0,186	-0,28	0,024*	0,05	0,639	-0,09	0,271	0,10	0,372	-0,02	0,851
Retorno	-49,21	0,618	101,27	0,381	11,66	0,885	101,26	0,283	21,64	0,818	86,63	0,378
Const.	-3,12	0,202	4,59	0,037*	-2,09	0,289	1,75	0,278	-1,86	0,410	0,90	0,676
R ² -Ajust.	0,32		0,07		0,57		0,35		0,44		0,33	
p-valor F	0,011*		0,230		0,002*		0,007*		0,003*		0,015*	
N	28		28		28		28		28		28	
Modelo 1.		(/)	Σ									
Modelo 2.		(/)	Σ									
Modelo 3.		(/)	(/)	Σ								
Modelo 4.		(/)	Σ									
Modelo 5.		(/)	(/)	Σ								
Modelo 6.		(/)	(/)	Σ								

* Significativo a 5%

Fonte: resultados da pesquisa

No modelo 1 foram analisados os efeitos do ln(P/B) ajustado sobre as variações no valor intrínseco das companhias três anos após as transações. O coeficiente negativo e significativo revela que quanto maior a razão P/B anterior à transação, menor tende a ser o desempenho na variação do valor intrínseco três anos após a operação. Este resultado é consistente com a expectativa de que o fraco desempenho de longo prazo de empresas fundidas está relacionado ao fraco desempenho de empresas adquirentes com alta razão P/B. Ou seja, a ausência de criação de valor, relaciona-se com a supervalorização das empresas antes das reorganizações societárias, em relação ao ser valor intrínseco.

No modelo 2, o coeficiente de ln(P/V) foi positivo, mas não significativo no nível de significância considerado. Isso demonstra que, a princípio, o nível de valorização de mercado em relação ao valor intrínseco antes das operações não foi capaz de explicar as variações no valor intrínseco de longo prazo. No entanto, na presença de ln(P/B) a variável ln(P/V) passa a ser significativa, mantendo-se positiva (modelo 3). Isso significa que ln(P/V) antes das operações está associado com aumentos nos valores intrínsecos de longo prazo.

O coeficiente negativo de ln(P/B) e positivo de ln(P/V), pode ser atribuído à sua relação com ln(V/B), pois conforme observado por Rhodes–Kropf, Robinson e Viswanathan (2005), P/B é o produto de P/V e V/B. Isso é confirmado no modelo 4 onde ln(V/B) possui coeficiente negativo. Nos modelos 5 e 6 ln(V/B) também é significativo. Quando na presença

de $\ln(V/B)$, $\ln(P/B)$ diminui e $\ln(P/V)$ perde seu poder de explicação sobre as variações no valor intrínseco, sugerindo que os valores intrínsecos anteriores às reorganizações societárias desempenham um importante papel na explicação das variações no valor intrínseco após as transações.

Estes resultados fornecem evidências de que os gestores de empresas com bons desempenhos tornam-se sujeitos a *hubris* (ROLL, 1986) e acabam se engajando em aquisições que destroem valor. Por outro lado, gestores de empresas com baixo desempenho são inclinados a fazerem aquisições mais prudentes que resultam em aumento no valor intrínseco a longo prazo.

5. Considerações Finais

O objetivo deste estudo foi investigar como os níveis de valorização de empresas adquirentes influenciam na ocorrência de fusões e aquisições, bem como na criação de valor no longo prazo. Para tanto, foram utilizados os conceitos de valor de mercado, valor patrimonial e valor intrínseco e, conseqüente as suas inter-relações, para avaliar o desempenho de longo prazo das companhias que realizaram reorganizações societárias envolvendo fusões, incorporações e aquisições de controle.

Tendo em vista que estudos internacionais, tais como Shleiver e Vishny (2003) e Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004), sugerem que fusões e aquisições podem ser motivadas por períodos de alta nas ações, buscou-se uma alternativa mensuração do impacto econômico de reorganizações societárias no valor na firma, baseando-se nas variações do valor intrínseco. Este fora calculado pelo modelo de lucros residuais (*Residual Income Model*) de Ohlson (1995).

Por meio da mensuração das variações do valor intrínseco no período de três anos após as fusões e aquisições, ficou evidenciado que tais transações não foram capazes de criar valor no longo prazo. As variações no valor intrínseco, sob o ponto de vista estatístico, foram no máximo nulas. Apesar da diminuição na média dos valores intrínsecos três anos após os eventos, não foi possível afirmar, com suporte estatístico, que houve destruição de valor na média das empresas analisadas.

Uma vez calculadas as variações no valor intrínseco, os modelos econométricos demonstraram que o nível de valorização de mercado em relação ao valor patrimonial influencia negativamente nas variações de valor intrínseco. Sendo assim, quanto maior a razão V/B , menor tende a ser a criação de valor. Ou seja, empresas com alto valor intrínseco anterior a fusões e aquisições tendem a criar menor valor. Isto fortalece a hipótese de *hubris*, pela qual os gestores podem superestimar o potencial de criação de valor de fusões e aquisições, especialmente quando suas empresas são bem sucedidas.

Em relação ao valor de mercado, em linha com a literatura consultada, os resultados sugerem que as fusões e aquisições nas empresas adquirentes que atuam no mercado de capitais do Brasil são influenciadas pelo grau de valorização da empresa no mercado em relação aos valores intrínseco e patrimonial (P/B). A exemplo do que constataram Ma, Whidbee e Zhang (2011) esta valorização interfere negativamente na criação de valor no longo prazo. Se os gestores aproveitam-se da supervalorização para fazer aquisições, é esperado que o nível de valorização caia para níveis adequados após completada a operação. Portanto, é preciso ter cautela ao utilizar o retorno de ações para avaliar decisões de reorganizações societárias, pois os retornos podem ser baixos, mesmo que a operação gere valor.

Para pesquisas futuras sugere-se a aplicação dos modelos utilizados na avaliação de setores específicos. Também é válida a utilização de estudos de casos que possam investigar com maior especificidade a criação de valor avaliada pelo valor intrínseco. As métricas de mensuração de criação de valor aqui utilizadas podem ter aplicabilidade prática na avaliação

de longo prazo de decisões empresariais específicas, bem como nas projeções de cenários para apoio a tomadas de decisões.

Referências

- Agrawal, A., & Jaffe, J. F. (2001). The post-merger performance puzzle. *Advances in Mergers & Acquisitions*, v. 1, p. 7-41.
- Ang, J. S., Cheng, Y. (2006). Direct evidence on the market-driven acquisition theory. *Journal of Financial Research*, v. 29, n. 2, p. 199-216.
- Berkovitch, E., Narayanan, M. P. (1993). Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 28, n. 03, p. 347-362.
- Bradley, M. (1983). The rationale behind interfirm tender offers: information or synergy? *Journal of Financial Economics*, 11, 183-206.
- Brasil. Comissão de Valores Mobiliários. (2002). *Texto integral da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 369/02, 449/07 e 547/14*. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas [...].
- Cervo, A. L., Bervian, P. A., Da Silva, R. (2007). *Metodologia científica*. 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall.
- Coase, R. H. (1937, November). The nature of the firm. *Economica, New Series*, vol. 4, n. 16, pp. 386-405.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2013). *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 2. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários.
- Copeland, T. E., Koller, T., Murrin, J. (2006). *Avaliação de empresas-valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas*. Pearson Makron Books.
- Dong, M. et al. (2006). Does investor misvaluation drive the takeover market? *The Journal of Finance*, v. 61, n. 2, p. 725-762.
- Galdi, F. C., Teixeira, A. J. C., Lopes, A. B. (2008). Análise empírica de modelos de valuation no ambiente brasileiro: fluxo de caixa descontado versus modelo de Ohlson (RIV). *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 19, n. 47, p. 31-43.
- Gil, A. C. (2007). *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 5. ed., São Paulo: Atlas.
- Grinblatt, M., Titman, S. (2005). *Mercados financeiros e estratégia corporativa*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman.
- Harford, J. (2005). What drives merger waves? *Journal of financial economics*, v. 77, n. 3, p. 529-560.
- Jensen, M. C. (1986) Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, may, vol. 76, nº. 2, pp. 323-329.
- Kogut, B. (1988). Joint ventures: Theoretical and empirical perspectives. *Strategic management journal*, v. 9, n. 4, p. 319-332.
- Lavie, D. (2006). The competitive advantage of interconnected firms: An extension of the resource-based view. *Academy of management review*, v. 31, n. 3, p. 638-658.

- Ma, Q., Whidbee, D. A., Zhang, A. W. (2011). Value, valuation, and the long-run performance of merged firms. *Journal of Corporate Finance*, v. 17, n. 1, p. 1-17, 2011.
- Manne, H. G. (1965, abril). Mergers and the market for corporate control. *The Journal of Political Economy*, vol. 73, n. 2., pp. 110-120.
- Martins, G. A., Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. 2.ed. São Paulo: Atlas.
- Ohlson, J. (1995). Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*. v. 11, p. 661-687.
- Palepu, K. G., Healy, P. G., Bernard, V. L. (2004). *Business analysis and valuation: using financial statements*. 3. ed. Ohio: South-Western College Publishing.
- Patrocínio, R. M., Kayo, E. K., Kimura, H. (2007, April, May and June). Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. *R. Adm.*, São Paulo, v.42, n.2, p.205-215.
- Rhodes-Kropf, M., Viswanathan, S. (2004). Market valuation and merger waves. *The Journal of Finance*, v. 59, n. 6, p. 2685-2718
- Rhodes-Kropf, M., Robinson, D. T., Viswanathan, S. (2005). Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, v. 77, n. 3, p. 561-603.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of business*, p. 197-216.
- Rosen, R. J. (2006). Merger Momentum and Investor Sentiment: The Stock Market Reaction to Merger Announcements. *The Journal of Business*, v. 79, n. 2, p. 987-1017.
- Seth, A., Song, K. P., Pettit, R. (2000). Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of U.S. firms. *Journal of International Business Studies*; Third Quarter; 31, 3.
- Seth, A., Song, K. P., Pettit, R. (2002). Richardson. Value creation and destruction in cross-border acquisitions: an empirical analysis of foreign acquisitions of US firms. *Strategic Management Journal*, v. 23, n. 10, p. 921-940.
- Shleifer, A, Vishny, R. (1989). Management entrenchment: the case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25, 123-139.
- Weston, J. F., Chung, K. S., Siu, J. A. (1998). *Takeovers, restructuring, and corporate governance*. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.

ⁱ *Hubris*: palavra de origem grega que pressupõe algo descomedido, com alusão a orgulho excessivo, presunção, arrogância ou insolência. A hipótese de *hubris* é descrita por Roll (1986), cujo artigo defende que ganhos em aquisições podem ser superestimados, isso se sequer existem.

ⁱⁱ *Takeover*: qualquer operação em que há a tomada de controle de uma entidade por outra, seja por fusão, aquisição hostil ou amigável, oferta pública, ou outras formas de reestruturações societárias.