
Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica

Gilberto de Oliveira Kloeckner

Recebido em abril/93
2ª versão novembro/93

Neste artigo é apresentada uma análise das principais razões que levam à fusão e à aquisição de empresas. Até o momento não existe qualquer teoria geral sobre esse tipo de evento, mas um conjunto de explicações que se propõem a lhe conferir legitimidade, vinculadas a aspectos específicos de algumas das teorias da empresa. O tópico seguinte apresenta resumidamente alguns aspectos relevantes dessas teorias, usados como base na derivação dos motivos que podem levar a combinações de empresas. A seguir são discutidos os motivos para fusões, as principais hipóteses derivadas que foram testadas em diferentes mercados de capitais e, finalmente, os resultados empíricos e as conclusões gerais do estudo.

FUNDAMENTOS DOS MOTIVOS PARA FUSÕES E AQUISIÇÕES

Neste tópico procurar-se-á estabelecer uma base de sustentação para os motivos que podem explicar as fusões e aquisições e não revisar, de forma completa, as teorias da empresa. Apresenta-se o racional relacionado à eficiência, examinando a separação da propriedade e do controle na organização. O elo entre estes dois itens é discutido, além de indicada a evidência empírica sobre eles.

O racional da eficiência

O racional da eficiência tem sua origem na teoria neoclássica da empresa e é fator central de alguns dos motivos para fusões e aquisições. A teoria neoclássica é discutida extensivamente em vários livros-texto de economia, a exemplo de Gravelle & Rees (1981), Varian (1984) e Kreps (1990). Como foco central, essa teoria enfatiza a existência da empresa maximizando a riqueza de seus proprietários. A empresa é vista como um conjunto de possibilidades de produção factíveis; a escolha do plano de produção, por sua gerência, deve maximizar o valor presente dos fluxos de caixa futuros. O ponto forte da teoria é sua formalização matemática, assim como a lógica subjacente que permite a derivação de relações de

Gilberto de Oliveira Kloeckner é Professor Adjunto do PPGA — Programa de Pós-Graduação em Administração e do Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul

equilíbrio como parte de uma teoria microeconômica mais abrangente sobre mercados. Entretanto, é falha no sentido de nenhuma referência ser feita sobre o porquê da existência da empresa e, também, não abordar a resolução do conflito de interesses entre os diversos grupos envolvidos: proprietários, gerentes e empregados.

Outra contribuição para o racional da eficiência é apresentada em Coase (1937). Nesse artigo seminal o autor argumentou que a alocação de recursos poderia ser feita tanto no mercado como dentro da empresa. A alocação feita no mercado ocorreria através do mecanismo de preços, enquanto, dentro da empresa, sob as ordens de um coordenador. Para Coase, "uma firma consiste de um sistema de relações que passa a existir quando o direcionamento dos recursos depende de um empresário".

A contratação das transações que ocorrem no mercado tem um custo, no qual estão envolvidos principalmente tempo, planejamento e negociação. Para alguns insumos estes custos podem ser significativos, como o caso da contratação de mão-de-obra, por exemplo, requerendo cada tarefa específica novo acordo. Por outro lado, contratos de longo prazo são arriscados, pois as características da tarefa podem mudar com o tempo. Assim, a contratação de mão-de-obra provavelmente resultará uma atividade cara, sendo menos dispendioso substituir as séries de contratos por um único, no qual, dados certos limites, a parte sob contratação aceita a autoridade do empresário e executa as suas decisões. Este, no entender de Coase, é o motivo para a existência da empresa.

Com base no argumento acima, se a produção pode ser organizada dentro de uma empresa com custos inferiores aos preços de mercado, as seguintes questões são formuladas:

- Por que toda a produção não é realizada por uma única grande firma?
- Por que ainda ocorrem transações no mercado?

As respostas a tais perguntas são encontradas na capacidade gerencial, outro ponto relevante da teoria de Coase. A argumentação do autor baseia-se na existência de retornos decrescentes devido a restrições na oferta da função empresarial. Neste sentido, a produção, ou o tamanho da empresa, expandir-se-á até o ponto em que o custo marginal de realizar uma atividade extra dentro da companhia seja igual ao seu preço de mercado.

Assimetrias em capacidades gerenciais implicariam diferentes tamanhos de empresa e dariam origem a possíveis fusões e aquisições. Assumindo que a gerência da empresa **A** pode mais eficientemente (a um

custo menor) organizar a produção do produto **X** fabricado pela companhia **B**, **A** pode adquirir **B** ou competir com ela, iniciando a produção de **X**. A companhia **A** poderá comprar **B**, mesmo com possível decréscimo na eficiência gerencial de **A** devido a sua nova capacidade de produção, se **A** produzir **X** a um custo mais baixo que **B**. Ou, então, **A** produzirá **X**, sem comprar a empresa **B**, na quantidade em que o custo marginal de **A** para produzir uma unidade extra do produto **X** seja igual ao custo marginal de **B** e ambos sejam iguais ao preço de **X** no mercado.

Os argumentos de Coase quanto à alocação de recursos dentro da empresa ser baseada na força do **faça-se** do empresário foram muito criticados por Alchian & Demsetz (1972). A crítica desses autores, contudo, não invalida a teoria de Coase (sobre o assunto ver, por exemplo, Hart, 1989). Na realidade, Alchian & Demsetz complementaram a teoria de Coase ao propiciar nova abordagem à força do **faça-se**. Alchian & Demsetz argumentaram que tal força é virtualmente inexistente. Por exemplo, um empresário pode atribuir tarefas aos seus empregados sem que, entretanto, haja certeza quanto ao seu cumprimento. O empresário não pode forçar a execução do que foi designado e, na pior das hipóteses, os trabalhadores poderão ter os seus contratos rescindidos caso as ordens não sejam cumpridas. Este é o procedimento normal utilizado pelo contratante quando não está satisfeito com os serviços prestados.

Se o argumento baseado na autoridade não parece ser suficientemente robusto para a existência da empresa, qual a verdadeira razão para a sua existência? Na concepção de Alchian & Demsetz, um time de especialistas poderá aumentar sua produtividade caso trabalhe em conjunto. As recompensas devidas aos acréscimos de produtividade dentro de uma empresa podem ser apropriadamente alocadas por um agente contratual, o monitor, substituto que Alchian & Demsetz oferecem para o empresário autoritário de Coase. O monitor tem diversas tarefas: é, por exemplo, responsável pela disciplina para evitar o comportamento de baixa cooperação por parte dos membros da equipe (para extensa discussão sobre comportamento não-cooperativo por parte dos membros de uma equipe, ver Alchian & Demsetz, 1972), medindo a produção individual e alocando a remuneração de acordo com a produtividade. O monitor atribui tarefas aos membros da equipe, revisa e rescinde contratos. De acordo com os citados autores, o monitor é benéfico aos trabalhadores que desejam aumentar sua produtividade; seu próprio incentivo para não incorrer em comportamento não-cooperativo é o de receber participação nas rendas líquidas obtidas pela equipe.

O estudo de Alchian & Demsetz não é abrangente por desconsiderar as implicações da existência do monitor no tamanho da empresa. De acordo com Hart — podendo ser estendido à teoria de Coase —, o estudo de Alchian & Demsetz falhou em responder “por que os problemas de produção conjunta e monitoramento devem ser resolvidos através da empresa e não do mercado”. Apesar das tentativas feitas por Klein, Crawford & Alchian (1978) e Williamson (1985) ao analisar a natureza dos custos de mercado, a questão do porquê produzir dentro da empresa permanece sem resposta. A questão foi considerada no trabalho de Jensen & Meckling (1976), que será discutido posteriormente, visualizando a empresa como um nexo de contratos.

A separação entre propriedade e controle

O segundo ponto a ser analisado, e que embasa os motivos para a ocorrência de fusões e aquisições, está relacionado com a separação entre a propriedade e o controle da organização. Esta separação foi analisada por Berle & Means (1932) que ressaltaram ser a teoria da empresa influenciada pelo tratado de Adam Smith (1930). Para este autor, a unidade de negócio típica era pequena, geralmente, tendo proprietário e gerente como a mesma pessoa. Se o proprietário fosse livre para perseguir seus próprios interesses, suas ações influiriam na maximização do bem-estar da sociedade através do conhecido argumento da mão invisível. Este argumento implicava que a sociedade por ações com propriedade dispersa seria ineficiente por não se poder esperar que os gerentes administrassem ativos pertencentes a outrem de forma tão competente como se fossem de sua propriedade.

Teorias baseadas na eficiência pecam por não considerar a evolução da pequena empresa de Smith para uma estrutura organizacional batizada por Berle & Means como a corporação moderna. De acordo com estes autores, a corporação moderna é o resultado do desenvolvimento de:

- sistema de fábrica, no qual crescente número de trabalhadores é colocado sob a mesma direção;
- companhia quase-pública, caracterizada por investidores que, individualmente, detêm uma pequena fração acionária.

Possuindo apenas uma fração da empresa, os acionistas não estarão aptos a exercer pressão significativa sobre o grupo gerencial a ponto de alterar seu comportamento.

Dois tipos diferentes de propriedade emergem juntamente com a corporação moderna: a propriedade

passiva e a propriedade ativa. O primeiro tipo — propriedade passiva — descreve a posição dos acionistas de uma empresa. Os acionistas são, na realidade, os proprietários da empresa. Legalmente, são os receptores do lucro líquido e não desejam, ou não podem, exercer isoladamente os seus direitos, atribuindo implícita ou explicitamente a tomada de decisão para terceiros. O segundo tipo — propriedade ativa — é caracterizado por um indivíduo ou um grupo de indivíduos, os gerentes, a quem os acionistas submetem a sua riqueza e tem a responsabilidade por sua administração.

A dicotomia da propriedade implica que os gerentes, controladores dos recursos da empresa, não são necessariamente os fornecedores de capital. Marris (1963) argumentou que, quando os gerentes não são os receptores residuais das rendas da organização, a busca do lucro institucional pode não ser um dos seus fatores motivacionais. Sugeriu que se a utilidade gerencial é função de fatores como salário, poder e *status*, ela estaria diretamente relacionada com o tamanho da empresa. Dado o baixo nível de rotatividade nos cargos de alta gerência, além de oposição gerencial às ofertas de compra da empresa que administram, Marris apresenta evidência empírica sobre este tópico, inferindo que a alta administração também está preocupada com a segurança de seu próprio emprego. Conseqüentemente, ao invés de procurar por empregos em organizações maiores, os gerentes concentrariam seus esforços no crescimento das empresas por eles administradas. Portanto, o crescimento da empresa seria o objetivo mais conveniente a ser perseguido, uma vez que agregaria tanto componentes de tamanho como de segurança. Marris concluiu que os gerentes estariam mais preocupados com a taxa de crescimento da empresa do que com sua rentabilidade.

O elo entre o racional da eficiência e a separação entre propriedade e controle

No tópico que tratou do racional da eficiência afirmou-se não haver sido apresentado um motivo que justificasse a produção ser realizada por uma empresa em vez de contratada no mercado. Entretanto, se a empresa for entendida como um nexo de contratos, “não existe razão em se tentar distinguir entre transações dentro de uma firma e aquelas entre firmas” (Hart, 1989). Jensen & Meckling (1976) visualizaram a empresa como um “nexo de relações contratuais, também caracterizada pela existência de reivindicações residuais divisíveis sobre os ativos e fluxos de caixa da organização”. Dessa forma, qualquer carac-

terização da empresa como um indivíduo não é correta e questões como "quais são os objetivos da firma" não têm sentido. Jensen & Meckling analisaram casos em que o gerente é o dono de toda a companhia (é tanto o tomador de risco quanto o agente decisor) ou apenas de parte dela, isto é, separação incompleta entre a aceitação de risco residual e a tomada de decisões. No primeiro caso, o gerente/proprietário tomará decisões para maximizar a sua utilidade. Não significa, entretanto, que maximizará o valor da sua empresa, mas que irá escolher conjunto de itens pecuniários e não-pecuniários que maximizará o seu bem-estar.

Jensen & Meckling argumentaram que quando um gerente possui parte da empresa, aumentará sua utilidade consumindo mais benefícios do que se fosse o seu único proprietário. Procederá dessa maneira porque não arcará com o custo total daquele gasto. Por exemplo, se o gerente possui $1/x$ da empresa, os outros acionistas suportarão um custo de $(1-1/x)$ para cada cruzeiro que o gerente gastar em seu próprio benefício. Ainda, é provável que seu esforço gerencial decrescerá de acordo com sua fração na propriedade porque receberá somente parte do produto do seu tempo e de sua habilidade. O monitoramento, que poderá ser realizado através da contratação de auditores, e a imposição de restrições, a exemplo de limites no processo decisório, são introduzidos para diminuir o consumo de benefícios por parte do administrador. Incentivos, principalmente na forma de participação nos lucros, são também estabelecidos com o objetivo de induzir o agente a aumentar a sua eficiência. A análise de Jensen & Meckling levou-os a concluir que os custos de monitoramento, limitação no processo decisório e incentivos **não** "ocorrerão na firma administrada para maximizar o seu valor".

Fama (1980) estendeu a análise de Jensen & Meckling ao caso em que gerentes não são necessariamente proprietários — totais ou parciais — da empresa, ou seja, procedeu à separação total entre propriedade e gerência. Argumentou que a consideração de Jensen & Meckling, sobre o gerente ser também acionista da empresa, exclui da análise duas funções distintas: administração e tomada de risco, cada qual com oportunidades e incentivos específicos.

A tese central na análise de Fama é que as empresas podem constituir formas eficientes de organizações econômicas, mesmo em situações nas quais haja completa separação entre propriedade e gerência. Tanto acionistas quanto gerentes tentariam aumentar a eficiência a partir de suas próprias perspectivas. Provavelmente, os acionistas eliminariam o risco específico do investimento (assistemático), pelo inves-

timento em várias companhias (diversificação). O monitoramento direto das empresas componentes dos seus portfólios individuais não teria sentido pelas seguintes razões:

- quantidade de tempo envolvida *vis-à-vis* a pequena participação acionária, por investidor, em cada empresa;
- irracionalidade da preocupação com o risco específico das empresas, já eliminado através do processo de diversificação.

Essencialmente, Fama visualiza os acionistas como interessados em mercado de capitais eficiente e com baixos custos de transação. Os preços das ações, refletindo a influência de decisões gerenciais sobre os fluxos de caixa futuros, sinalizarão o desempenho dos administradores. Os acionistas poderão facilmente rebalancear os seus portfólios com ações de empresas melhor administradas e que ofereçam perspectivas mais promissoras.

Os gerentes podem ser ineficientes ou administrar a empresa de forma a maximizar sua própria utilidade, expropriando a riqueza dos acionistas, e ainda assim permanecerem relativamente seguros em suas posições. Os acionistas não tentariam fazer qualquer movimento contra os maus administradores porque:

- as perdas dos acionistas não seriam significativas, uma vez que sua riqueza estaria bem-diversificada;
- os acionistas venderiam suas ações quando os preços passassem a refletir tal desempenho gerencial.

Fama também argumentou que esse comportamento, por parte dos administradores, teria pouca probabilidade de ocorrer uma vez que, na prática, os gerentes enfrentam alguns mecanismos disciplinadores, induzindo-os a interessarem-se pelo sucesso da empresa para a qual trabalham. Em primeiro lugar, o valor presente de sua remuneração futura (salários, gratificações, benefícios) é, provavelmente, função de seu desempenho atual e futuro. Em segundo lugar, o nível de competição interna e externa força-os em direção à eficiência. No âmbito interno à empresa, gerentes de nível inferior ambicionam tomar o lugar dos ineficientes, enquanto externamente o mercado de trabalho pode oferecer candidatos potenciais às posições existentes. Finalmente, a ameaça de fusões e aquisições pode ser também considerada como elemento disciplinador por haver possibilidade de gerentes perderem seus cargos na eventualidade da empresa para a qual trabalham ser comprada.

Em resumo, neste tópico considerou-se que, concebendo-se a empresa como umnexo de contratos, se torna irrelevante a discussão sobre o motivo pelo

qual a produção é realizada por ela em vez de contratada no mercado. Foi também argumentado que, mesmo em condições de separação entre propriedade e gerência, os administradores terão incentivos para buscar a maximização da riqueza dos acionistas. A seguir, apresentar-se-á alguma evidência empírica sobre esses dois tópicos e sobre o argumento encontrado em Marris (1963), já mencionado, no qual os gerentes procurariam o crescimento da empresa ao invés de sua rentabilidade.

O que os gerentes procuram: maximização do seu próprio bem-estar ou da riqueza dos acionistas?

A evidência empírica percebida no final dos anos 50 e início dos 60 suporta a argumentação de Marris (1963) de que os gerentes buscam o crescimento da empresa em vez de sua rentabilidade. As pesquisas de Roberts (1959) e McGuire, Chiu & Elbing (1962), por exemplo, detectaram correlação positiva entre a remuneração de executivos e as vendas da empresa, enquanto a remuneração dos executivos e o lucro das organizações não se mostraram relacionados.

Tais resultados foram alterados por uma série de estudos iniciada em 1970. Lewellen & Huntsman (1970) utilizaram uma amostra de 50 companhias americanas extraída da *Fortune 500* no período de 1942 a 1963. A pesquisa mostrou haver relação significativa — em nível de 1% — entre os lucros das empresas e a remuneração dos executivos, enquanto remuneração e vendas não apareceram relacionadas. Os resultados foram interpretados como consistentes com um comportamento gerencial maximizador de lucro e, conseqüentemente, as empresas poderiam ser analisadas através de modelos neoclássicos.

Trabalhando com uma amostra de 1038 executivos das maiores empresas do Reino Unido durante o período de 1969 a 1971, Cosh (1975) obteve resultados opostos aos de Lewellen & Huntsman. Argumentou que tais discrepâncias poderiam ser devidas às variáveis utilizadas nos dois estudos. Lewellen & Huntsman deflacionaram tanto a variável dependente quanto as independentes (remuneração, lucro líquido e vendas) pelo valor dos ativos líquidos, eliminando assim o efeito do tamanho da empresa de todas as variáveis, inclusive a remuneração. Nos 17 grupos industriais que compreendiam a amostra de Cosh, a remuneração dos executivos mostrou-se significativamente relacionada com o tamanho da empresa (em nível de 1%). A remuneração pôde ser associada com lucros (em nível de significância de 5%) apenas em sete dos 17 grupos industriais. O autor concluiu que os salários

dos gerentes tendem a ser mais uma função do porte da empresa do que de sua lucratividade.

Murphy (1985) criticou estudos anteriores por terem usado regressões cross-seccionais em vez de séries temporais. Com base em evidência empírica prévia que apresentou associação negativa entre o porte da empresa e o retorno de ações (Banz, 1981), além de a remuneração dos executivos ser positivamente associada com o tamanho da firma (Fox, 1980), Murphy argumentou que ao não considerarem o fator porte da empresa, provavelmente as pesquisas realizadas produziram resultados viesados. Considere-se, por exemplo, um executivo altamente remunerado por uma grande empresa com baixa rentabilidade e outro recebendo remuneração relativamente menor em uma empresa de pequeno porte altamente rentável. Assuma-se que em ambos os casos as séries temporais mostrem associação positiva entre remuneração e desempenho da ação. Se os dois conjuntos de observações forem reunidos em uma única amostra, uma regressão cross-seccional entre remuneração e desempenho da ação provavelmente produzirá associação negativa entre as duas variáveis. Assim, com base em séries temporais para uma amostra de executivos de 72 empresas americanas da *Fortune 500*, durante o período de 1964 a 1981, Murphy encontrou associação positiva e estatisticamente significativa (em nível de 1%) entre salário dos executivos e retorno das ações e entre salário de executivos e crescimento nas vendas.

Benston (1985) e Murphy (1985) demonstraram evidência adicional sobre o mesmo assunto, porém, partindo de perspectiva diferente: analisaram a associação entre o desempenho das ações e a riqueza dos executivos (remuneração + participação acionária na empresa). A amostra de Benston compreendeu diretores de 29 conglomerados americanos durante o período de 1970 a 1975 e os resultados de Murphy foram baseados na amostra anteriormente descrita. Ambos os autores concluíram que, mesmo não existindo ligação contratual entre remuneração dos executivos e resultado da empresa, a riqueza desses executivos estava diretamente associada ao desempenho da companhia, uma vez que, devido aos planos de compra de ações, os diretores passavam a ser também acionistas das organizações para as quais trabalhavam.

Portanto, tanto nos Estados Unidos quanto no Reino Unido, existe evidência empírica indicando que o crescimento empresarial pode ser importante objetivo a ser perseguido por executivos, uma vez que sua remuneração está positiva e significativamente associada ao tamanho da empresa. A correlação poderia ter sido maior caso outros fatores não-quantificáveis

— como poder e prestígio — associados à administração de uma empresa de grande porte fossem considerados.

Em resumo, foram apresentados os fundamentos dos motivos para a ocorrência de fusões entre empresas. O primeiro deles — o racional da eficiência — assume que os gerentes tomam decisões com o objetivo de maximizar o valor de mercado do patrimônio líquido da empresa. O segundo fundamento apresentado — a separação entre propriedade e controle — implica os diretores executivos tentarem maximizar sua própria utilidade, uma vez que seus atos não podem ser perfeitamente monitorados e restringidos. Essa maximização é feita através da busca do crescimento da empresa. O elo entre esses dois motivos sustenta ser provável que, mesmo em caso de separação entre propriedade e controle, os executivos ainda tentariam maximizar a riqueza dos acionistas. Estudos empíricos já discutidos demonstram existir alguma evidência quanto à utilidade dos executivos estar associada com o crescimento da empresa, assim como à sua rentabilidade. No item seguinte serão apresentadas as teorias de fusões que têm sua origem nos tópicos discutidos.

OS MOTIVOS PARA AS FUSÕES

Os motivos para fusões foram aqui agrupados segundo sua conexão com um dos seguintes pontos:

- os fundamentos das teorias da empresa — o racional da eficiência e a separação entre propriedade e controle — apresentados anteriormente;
- a aplicabilidade desses fundamentos às fusões horizontais, verticais e conglomeradas.

Este tópico é, portanto, dividido em quatro grupos:

- motivos gerais para fusões;
- motivos para fusões horizontais e verticais;
- co-seguro em fusões conglomeradas;
- motivos gerenciais.

Motivos gerais para fusões

Essencialmente, as razões aplicáveis a fusões tanto conglomeradas quanto horizontais e verticais são baseadas no racional de eficiência já enfatizado, assim como em outros argumentos econômico-financeiros. O primeiro motivo a ser examinado, expectativas assimétricas, pode implicar a quebra de uma das premissas usadas na derivação do Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM). De acordo com esse modelo, os investidores têm expectativas homogêneas acerca dos retornos das ações. Argumentos econômi-

co-financeiros, como economia de custos e assimetria entre o valor de reposição dos ativos e o valor de mercado da empresa, deram origem a impostos; fusões como alternativa ao pagamento de dividendos e recompra de ações; e custos de reposição e valor de mercado da empresa.

Expectativas assimétricas

Uma das premissas básicas em alguns modelos de equilíbrio de mercado refere-se a investidores possuírem expectativas homogêneas sobre os fluxos de caixa futuros das empresas. Esta premissa implica que os investidores baseiam suas decisões em um conjunto idêntico de oportunidades. Conseqüentemente, recebem a mesma informação de forma simultânea. O motivo para fusões agora analisado afirma que os investidores podem ter expectativas assimétricas quanto à distribuição dos fluxos de caixa futuros de algumas das empresas, não significando terem tais expectativas acerca dos fluxos de caixa futuros de todas as empresas. Logo, se o mercado de capitais for constituído por número significativo de empresas, a premissa de expectativas homogêneas pode ainda ser válida. Portanto, expectativas assimétricas podem levar os investidores a atribuírem valores diferentes a uma mesma empresa e, conseqüentemente, ocasionar uma oferta de compra.

Analisando o assunto, Gort (1969) argumentou que uma fusão ou aquisição poderia ocorrer à medida em que os proprietários de uma empresa atribuíssem a ela um valor mais baixo do que seus prováveis compradores. Dessa forma, duas condições deveriam ser satisfeitas para que se iniciasse um processo de fusão ou aquisição. Primeiramente, os diretores da empresa compradora atribuiriam um valor mais alto à empresa-alvo do que os seus proprietários. Em segundo lugar, dentro da restrição orçamentária da empresa compradora, a diferença entre os valores atribuídos deveria ser maior do que qualquer outra possibilidade de compra. De acordo com Gort, essa divergência na avaliação poderia ser gerada por perturbações econômicas. O fator mais comum estaria relacionado com as mudanças tecnológicas, as quais, aumentando em número e em velocidade, tornariam o futuro das empresas menos prognosticável. Assim, podem surgir diferentes previsões, gerando valores subjetivos a serem atribuídos a uma empresa específica.

Na mesma linha seguida por Gort, Roll (1986) propôs uma justificativa para fusões na forma de hipótese, enunciada com base nos trabalhos de Tversky & Kahneman (1978) e Kahneman & Tversky (1979), os quais mostraram que, em condições de incerteza,

os indivíduos nem sempre tomam decisões racionais. Roll considerou que as irracionalidades individuais dos agentes econômicos se anulam quando consideradas de forma agregada, na medida que estes interagem no mercado. "Pode ser argumentado que os mercados comportam-se como se fossem povoados por seres racionais. Mas um mercado povoado por seres racionais é equivalente à observação de um mercado caracterizado por um comportamento individual amplamente irracional que se cancela no agregado, deixando o rastro do único componente comportamental sistemático, a tênue linha de racionalidade que todos os indivíduos têm em comum" (Roll, 1986).

Segundo Roll, o preço de mercado de uma empresa constitui o elo racional entre os investidores. Quando uma empresa realiza uma oferta para adquirir outra, o valor oferecido é o resultado de uma avaliação realizada por um indivíduo ou um pequeno grupo de indivíduos. Tal avaliação pode não ser necessariamente correta. O preço de oferta está sujeito a erros e poderia ser mais propriamente caracterizado como variável randômica distribuída ao redor do preço de mercado verdadeiro da empresa. Entretanto, a parte observável dessa distribuição é o seu lado direito, começando a partir do preço de mercado da ação da empresa. Nenhuma oferta com preço inferior ao de mercado da ação tem probabilidade de ser observada. Se a futura aquisição ou fusão entre as empresas não trazer benefícios em termos de economias operacionais, os compradores mal-informados tenderão a pagar pelas empresas-alvo um preço acima de seu real valor, provocando impacto negativo nas ações da empresa compradora.

Roll afirmou ainda que os diretores das firmas compradoras estariam convencidos de sua avaliação estar correta. Mesmo na existência de ganhos econômicos, parte de qualquer prêmio (diferença entre a oferta de compra e o preço de mercado da ação) pode ser o produto de um erro de avaliação. Portanto, haverá transferência de riqueza do comprador para o vendedor. A predição desta hipótese é que o preço da ação da empresa-alvo deverá subir no anúncio da oferta de compra e retornará ao nível de preço anterior se a tentativa de aquisição fracassar. Se a tentativa de fusão não for antecipada pelo mercado, as empresas adquirentes sofrerão o impacto de um retorno negativo no anúncio da oferta de compra.

O efeito da taxaço nas fusões

Créditos de imposto de renda relativos a prejuízos acumulados podem constituir incentivo às fusões na medida que uma das empresas for lucrativa. Depois

da fusão, as obrigações com a Receita Federal de uma das empresas poderão ser compensadas com os créditos da outra. O efeito da taxaço sobre as fusões foi examinado em Auerbach & Reishus (1988a, 1988b). Os autores colocaram três condições para que a taxaço fosse realmente um motivo para a combinação entre empresas:

- que os créditos com a Receita Federal estivessem presentes em número substancial de fusões;
- que as empresas lucrativas deveriam se fundir com as empresas cujos prejuízos estivessem acumulados;
- que os ganhos gerados pela economia de impostos deveriam ser significativos.

A satisfação dessas três condições seria considerada um sinal de que créditos de impostos são, de fato, incentivadores de fusões.

Essas três condições foram testadas em uma amostra de 318 fusões (636 empresas) ocorridas nos Estados Unidos entre 1968 e 1983. Auerbach & Reishus afirmaram que os resultados satisfizeram as duas primeiras condições, mas não a terceira. Quanto à primeira condição, 104 das 636 empresas (tanto compradoras quanto empresas-alvo) possuíam créditos com a Receita Federal. Em 69 dos 318 casos de fusão, uma empresa rentável combinou-se com outra cujos prejuízos estavam acumulados. Foi salientado, entretanto, que em 12 casos de fusões as duas empresas apresentavam prejuízos acumulados. Os ganhos auferidos não foram considerados significativos, uma vez que os ganhos médios representavam 13,7% do valor de mercado das companhias-alvo (ou 9% quando ponderados por valores de mercado). Conseqüentemente, Auerbach & Reishus concluíram que a evidência empírica não deu o suporte necessário para considerar os créditos junto à Receita Federal como motivo para fusões.

Fusões como uma alternativa a dividendos e recompra de ações

Apresentado em Benston (1980), este motivo para fusões está baseado nas premissas:

- o valor da empresa é independente do seu dividendo (Miller & Modigliani, 1961);
- os investidores não pretendem utilizar os dividendos para consumo imediato;
- os dividendos recebidos serão reinvestidos na empresa ou em outra dentro da mesma faixa de risco.

Se a empresa **A** paga dividendos **D**, o fluxo de caixa líquido (**FCL**) para o acionista desta empresa é dado pela equação:

$$FCL = D (1 - T_p) \quad (1)$$

onde T_p é a alíquota do Imposto de Renda sobre dividendos para a pessoa física (no caso brasileiro, esta análise deve ser aplicada com cautela uma vez que as modificações fiscais introduzidas em 1988 e 1989 isentaram as pessoas físicas de tributação no recebimento de dividendos). Se a empresa **A** resolver pagar dividendos, a riqueza do seu i -ésimo acionista decrescerá numa quantidade igual a DR_i dada pela equação:

$$DR_i = D_i \times T_p \quad (2)$$

onde D_i é o valor dos dividendos pagos ao acionista i . Se as três premissas referidas forem satisfeitas, a empresa **A** poderá evitar a redução da riqueza de seus acionistas re-investindo D , total ou parcialmente, a uma taxa de retorno R' onde:

$$R' > R (1 - T_p) \quad (3)$$

sendo R a taxa de retorno de uma ação com o mesmo grau de risco que a empresa **A**. Se as possibilidades de investimento dentro da empresa **A** forem restritas, seus executivos poderão procurar oportunidades de investimento externas à empresa na forma de fusões e aquisições.

Custos de reposição e valores de mercado

Os custos de reposição dos ativos de uma empresa podem ser maiores que o seu valor de mercado. Em outras palavras, a razão Q de Tobin (Brealey & Myers (1991) apresentaram um resumo dos trabalhos empíricos relacionados com o Q de Tobin), dada pelo valor de mercado da empresa dividido pelo custo de reposição dos seus ativos, pode ser <1 para algumas empresas. Assim, estas podem ser alvo de ofertas de compra, uma vez que alguns compradores achariam economicamente atrativo adquirir ativos a preços mais baixos do que seu custo de reposição. Benston (1980) analisou a questão aventando a possibilidade de ser este um dos motivos mais importantes para fusões. Com base em dados norte-americanos do período compreendido entre 1972 e 1977, o autor demonstrou que a média da razão entre o valor contábil e o de mercado (o inverso da razão Q) de todas as empresas, cujas informações estavam registradas nos bancos de dados do *Standard and Poor's Annual Compustat* e do *Center for Research in Security Prices* da Universidade de Chicago, variava entre 1,12 e 1,92. No entendimento de Benston, tal fator poderia

explicar, ao menos parcialmente, o aumento de fusões ocorrido nos Estados Unidos durante os anos 70.

Motivos para fusões horizontais e verticais

Os argumentos apresentados a seguir aplicam-se essencialmente a fusões horizontais e verticais e têm sua origem no racional da eficiência. Serão analisados a motivação originada em economias de escala e escopo e os efeitos anticompetitivos de fusões horizontais.

A busca de economias

Duas ou mais empresas podem ser fundidas para alcançar economias de escala. De acordo com Mueller (1969) não existem outras razões para fusões que pudessem beneficiar os proprietários das empresas compradoras. Muitas economias de escala, como custos mais baixos em função de um aumento no nível de produção, por exemplo, podem ser obtidas. Os custos fixos poderão ser rateados por uma base maior e, ainda, ser obtida maior racionalização do esforço de pesquisa e desenvolvimento.

Seguindo a mesma linha, Teece (1982) sugeriu que economias de escopo poderiam constituir motivos para fusões. Tais economias surgiriam quando duas ou mais empresas pudessem dividir ou usar conjuntamente insumos específicos imperfeitamente divisíveis. Por exemplo, a empresa **A** tem uma máquina especializada cuja capacidade não está sendo totalmente utilizada, podendo, portanto, vender serviços a fim de ocupar o tempo ocioso. Dificuldades poderão surgir na negociação dessa capacidade não-utilizada, uma vez que, sendo a máquina especializada, não deverão existir muitos clientes potenciais. Neste caso, os custos de negociação da capacidade ociosa poderão ser maiores que a receita marginal obtida. A fim de evitar essa ocorrência, a empresa **A** poderá buscar o crescimento interno, sendo a possibilidade de aquisição de outras empresas um modo rápido de alcançar tal objetivo.

Outro exemplo sobre economias de escopo encontra-se na transferência de tecnologia. Uma empresa pode ter o *know-how* aplicável a uma variedade de produtos sem que, entretanto, a transferência desse *know-how* através do mercado seja uma escolha racional. No entender de Teece, "a transferência do *know-how* dentro da firma evita a necessidade de sucessivas negociações e ameniza os perigos do oportunismo: maior clareza, acordos mais fáceis, melhor controle e, portanto, a probabilidade de ocorrer uma transferência de *know-how* mais eficaz".

Assim, Teece sugeriu que poderia ser mais eficiente expandir a empresa (e o modo rápido de atingir essa expansão seria através de fusões e aquisições) e transferir a tecnologia internamente.

Fusões horizontais e efeitos anticompetitivos

Uma fusão horizontal pode ocasionar efeitos anticompetitivos devido ao aumento na concentração de mercado (Tirole (1988) apresentou uma análise desses efeitos). De acordo com Eckbo (1985) o racional da concentração de mercado "é uma implicação dos modelos de oligopólio (...) [e] o nível de concentração industrial é um índice confiável do poder de mercado da indústria. A implicação empírica é que um nível relativamente alto de concentração industrial, o qual, na existência de barreiras para a entrada, se acredita que facilita o conluio dentro da indústria ou a determinação do preço pela firma dominante, deveria estar associado com rendas monopolísticas relativamente grandes dentro de toda a indústria".

Existem duas expressões essenciais na citação de Eckbo: conluio e determinação do preço pela firma dominante, brevemente analisadas a seguir. Eckbo (1983) afirmou que o conluio entre empresas competidoras gera rendas de monopólio (ou monopsonio) ao induzir mudanças nos preços dos produtos ou em variáveis **sem preço**, como qualidade e serviço. Pressupõe-se existir um custo de monitoramento do conluio entre empresas rivais que pode ser minimizado: o conluio torna-se mais eficaz, se o número de empresas na indústria for reduzido. Quanto à determinação do preço pela empresa dominante, Stillman (1983) analisou da seguinte forma: "A demanda enfrentada pela empresa dominante torna-se menos elástica na medida que diminui a fatia de mercado das firmas secundárias. Assim, a aquisição de uma rival pela firma dominante aumenta o poder de mercado desta, medido pelo índice de Lerner e, *ceteris paribus*, resulta em um diferencial maior entre preço e custos marginais".

Os efeitos anticompetitivos das fusões horizontais foram estudados empiricamente por Ellert (1976) e Eckbo (1983) em empresas dos Estados Unidos. Ellert concluiu que a concentração industrial pode gerar ganhos acima da média de mercado para os acionistas das empresas dominantes, mas que, conforme Eckbo, esses ganhos se devem basicamente ao incremento na eficiência da firma. Ressalta-se, entretanto, que esses estudos foram realizados com dados do mercado americano e não se aplicam necessariamente à realidade brasileira.

Fusões conglomeradas e co-seguro

Uma fusão conglomerada pode gerar valor econômico pela redução do risco de insolvência. Esta redução seria alcançada através da fusão entre duas ou mais companhias com fluxos de caixa sem correlação perfeita. O risco de insolvência de empresas combinadas é menor do que o de insolvência dessas empresas em separado. Este efeito é conhecido como co-seguro. O decréscimo no risco de insolvência implica declínio no risco do emprestador, benefício que poderia ser trocado por empréstimos com taxas de juro mais baixas.

É possível argumentar-se que uma fusão conglomerada poderia ocorrer sem a efetiva combinação das empresas envolvidas. Para tanto, os investidores deveriam comprar ações dessas empresas e mantê-las em suas carteiras individuais. Mueller (1969) argumentou poderem os investidores alcançar individualmente a diversificação de modo mais eficiente, isto é, de acordo com suas preferências e a custo menor. A diversificação realizada pela firma beneficiaria somente à sua diretoria, na medida que uma empresa mais diversificada e estável teria seu risco de insolvência reduzido, aumentando, dessa maneira, o bem-estar de seus diretores. Entretanto, Levy & Sarnat (1970) afirmaram que tais conglomerados **caseiros** não criariam o valor econômico gerado por um conglomerado real. Lewellen (1971) deu suporte à argumentação de Levy & Sarnat através do seguinte exemplo: assumamos que duas empresas tenham como probabilidades associadas aos seus fluxos de caixa anuais:

CF_i		100	250	500
$P(CF_i)$		0.1	0.2	0.7

onde CF_i é o fluxo de caixa de cada empresa e $P(CF_i)$ as respectivas probabilidades de ocorrência desses fluxos de caixa. Assumamos, também, não serem os fluxos de caixa correlacionados e que cada uma das empresas tem de pagar a seus credores juros no valor de \$ 240 ao ano. A probabilidade de pelo menos uma empresa tornar-se insolvente em um ano específico é dada pela fórmula:

$$P(I) = P(I_a) \cup P(I_b) - (P(I_a) \cap P(I_b)) \quad (4)$$

onde $P(I)$ é a probabilidade de insolvência e as letras minúsculas representam as empresas. Com os números acima, $P(I)$, ou seja, a probabilidade de pelo menos uma empresa tornar-se insolvente, é igual a 0,19 (=0,1+0,1-0,1x0,1). Se as companhias submeterem-

se a um processo de fusão, os fluxos de caixa resultantes com suas respectivas probabilidades serão:

CF(a+b)		200	350	500	600	750	1000
P[CF(a+b)]		0.01	0.04	0.04	0.14	0.28	0.49

O fluxo de caixa conjunto no valor de \$ 200 poderá ser obtido somente quando os individuais forem iguais a \$ 100. Como tais fluxos são eventos independentes, a probabilidade de se obter um fluxo de caixa conjunto de \$ 200 é dada pelo produto das probabilidades individuais: $0,1 \times 0,1 = 0,01$. O fluxo de caixa conjunto de \$ 350 poderá ser obtido de duas maneiras: ou $CF_a = \$ 100$ e $CF_b = \$ 250$ ou $CF_a = \$ 250$ e $CF_b = \$ 100$. Conseqüentemente, a probabilidade de se obter um fluxo de caixa conjunto de \$ 350 é dada por: $(0,1 \times 0,2) + (0,2 \times 0,1) = 0,04$. As outras probabilidades são calculadas de forma similar. Assumindo-se que os empréstimos individuais serão convertidos em um empréstimo conjunto com a mesma taxa de juros anterior à fusão, o serviço da dívida agregado — \$ 480 (= \$ 240 + \$ 240) — tem, após a fusão, uma probabilidade de não ser pago de 0,05, igual à soma das probabilidades de obtenção de fluxo de caixa conjunto de \$ 200 (0,01) e fluxo de caixa conjunto de \$ 350 (0,04). Devido à fusão, a probabilidade de insolvência decresceu de 0,19 para 0,05 criando, desta forma, capacidade para alavancagem adicional que pode ser utilizada para beneficiar os proprietários da empresa.

Higgins (1971) afirmou que a análise efetuada por Lewellen estava incompleta e abordou o problema sob o ponto de vista dos emprestadores de capital. Higgins mostrou que tanto o valor esperado quanto a variância dos empréstimos podem aumentar com a fusão conglomerada. Dessa forma, a fim de se determinar qual das duas situações (com ou sem fusão) é mais vantajosa para os emprestadores, suas funções utilidade deveriam ser examinadas no referente ao aspecto risco *versus* retorno. Se houver decréscimo na utilidade dos emprestadores, é racional que estes se oponham à fusão.

Outra contribuição ao tema foi oferecida por Higgins & Schall (1975) e Galai & Masulis (1976) com base em dois referenciais teóricos distintos: arbitragem e modelo de precificação de opções, respectivamente. Estes autores afirmaram que uma fusão conglomerada, ao invés de incrementar, pode diminuir a riqueza dos proprietários da empresa. Por exemplo, Higgins & Schall argumentaram que se o risco de falência diminui com a fusão, o valor de mercado dos empréstimos deve aumentar. Como a fusão é conglo-

merada, não se espera que ocorram ganhos de eficiência, mantendo-se, dessa forma, o valor da empresa inalterado. Logo, se o valor da empresa continua inalterado e o de mercado dos empréstimos aumenta, o valor do patrimônio (riqueza dos proprietários) deve diminuir.

Razões gerenciais

Discutiu-se em tópico anterior que a separação entre propriedade e controle permite comportamento não-maximizador por parte da diretoria das empresas de capital aberto. Assim, podem ocorrer fusões e aquisições que impliquem o aumento do bem-estar dos diretores das empresas compradoras, mesmo que a operação de fusão ou compra cause impacto negativo no valor de mercado de suas ações. Por outro lado, as fusões podem ocorrer visando à substituição de diretores que não estejam maximizando o valor de mercado de suas empresas. Logo, as razões gerenciais são tanto conseqüência da separação entre propriedade e controle quanto do racional de eficiência. Tais razões não estão restritas a um tipo específico de fusão ou aquisição e podem ser aplicadas a fusões horizontais, verticais e conglomeradas. O mercado de controle corporativo e a teoria do fluxo de caixa livre são os tópicos afins apresentados a seguir.

Mercado de controle corporativo

O artigo seminal da literatura sobre o mercado de controle corporativo é de autoria de Manne (1965). A proposição básica do autor é que o controle corporativo constitui um ativo cuja existência independe de qualquer ganho econômico. A premissa fundamental é a existência de correlação positiva entre desempenho gerencial e preço de mercado da ação da empresa, significando que empresas ineficientemente gerenciadas, isto é, empresas nas quais a diretoria não maximiza a riqueza dos proprietários, experimentarão queda nos preços de mercado das suas ações. Se uma equipe gerencial mais competente adquirir uma empresa mal-administrada, é provável que o preço de mercado das ações da empresa-alvo aumente, proporcionando um ganho de capital aos investidores. Shleifer & Vishny (1988) combinaram a argumentação de Manne com a discussão de Jensen & Meckling (1976) sobre a teoria da agência. Shleifer & Vishny sustentaram que não existem controles internos perfeitos, nem dispositivos de participação nos lucros que forcem a diretoria de uma organização a adotar conduta maximizadora de valor. Assim, as fusões seriam um modo de remover uma diretoria que não

maximizasse a riqueza dos acionistas ou, mais provavelmente, aquelas equipes de diretores que mais se desviassem do objetivo de maximização da riqueza dos proprietários.

Os diretores das empresas adquirentes não são necessariamente maximizadores da riqueza dos acionistas. Se adotarem conduta maximizadora, o preço de oferta pela empresa-alvo será tal que a compradora capitalizará a parte do benefício oriundo da reposição da equipe gerencial da adquirida. Se os diretores da empresa compradora são maximizadores de crescimento, e têm como principal objetivo obter o controle da empresa-alvo, poderão pagar pelas ações um preço que não apenas transferirá todo o benefício da fusão para os proprietários da adquirida, mas também causará impacto negativo sobre as ações da adquirente.

Teoria do fluxo de caixa livre

Fluxo de caixa livre "é o fluxo de caixa em excesso ao requerido para financiar todos os projetos que possuem valor presente líquido positivo quando descontados ao custo de capital relevante" (Jensen, 1986). A teoria do fluxo de caixa livre foi proposta por Jensen em outra tentativa para explicar fusões. O autor assumiu que, por meio delas, os diretores buscam o crescimento da empresa. Conforme previamente discutido, poder e remuneração da diretoria parecem estar associados com o tamanho da empresa. Assim, quando há fluxo de caixa livre, os diretores podem até mesmo aceitar projetos com valor presente líquido negativo, mas que promovam o crescimento da empresa. Fusões e aquisições são duas possibilidades para utilizar esse fluxo de caixa livre e aumentar o tamanho da empresa.

Jensen sugeriu que, a fim de impedir a aceitação de projetos com valor presente líquido negativo, o fluxo de caixa livre deveria ser usado para recomprar ações ou pagar dividendos. Segundo o autor, a estrutura de capital da empresa poderia também ser modificada para aproveitar a capacidade de alavancagem não-utilizada. Novos projetos seriam financiados, em parte através de capital de terceiros, uma vez que os empréstimos aumentam o nível de monitoramento sobre a diretoria e provocam declínio em seu poder. Jensen, contudo, não abordou a questão de como induzir a diretoria a abrir mão do fluxo de caixa livre e adotar uma estrutura de capital mais alavancada.

Sumarizando, neste tópico foram apresentadas as principais razões para fusões encontradas na literatura econômico-financeira. Essencialmente, tais razões estão vinculadas ou com a busca de economias ou com o aumento da utilidade dos grupos de executivos, em

especial aqueles pertencentes às empresas compradoras. Várias hipóteses foram formuladas, permitindo o teste de teorias com dados obtidos em mercados de capitais. Essas hipóteses são apresentadas na seqüência deste artigo.

HIPÓTESES PARA TESTES COM DADOS DE MERCADOS DE CAPITAIS

As principais hipóteses relacionadas com a evidência empírica sobre fusões e aquisições podem ser reunidas em três grupos distintos. Os dois primeiros compreendem as hipóteses relacionadas a dois tópicos derivados das bases das teorias da empresa: a maximização de valor e a maximização da utilidade gerencial. O terceiro grupo de hipóteses tem como premissa que as fusões são motivadas por economias de escala ou economias de escopo e investiga qual das empresas envolvidas no processo de fusão é responsável pela fonte desses benefícios.

Hipóteses relacionadas com os fundamentos dos motivos para fusões

Essencialmente, este grupo de hipóteses está relacionado com as teorias da empresa. Duas hipóteses serão aqui apresentadas: a da maximização da riqueza e a da maximização da utilidade gerencial.

Hipótese da maximização da riqueza

Esta hipótese postula que, em processo de fusão ou aquisição, tanto os diretores da empresa compradora quanto os da empresa-alvo têm como objetivo maximizar o valor das organizações para as quais trabalham. A implicação empírica é que, em média, a fusão deve provocar efeito positivo nas ações das empresas compradora e alvo. A hipótese foi testada por, entre outros, Halpern (1973), Langtieg (1978), Kummer & Hoffmeister (1978), Asquith, Bruner & Mullins (1983) e Malatesta (1983).

Hipótese da maximização da utilidade gerencial

A hipótese da maximização da utilidade gerencial afirma que os gerentes de empresas compradoras procuram maximizar a sua própria utilidade às expensas dos proprietários de empresas adquirentes. Em geral, a utilidade gerencial está positivamente relacionada com o crescimento empresarial. Em outras palavras, quanto maior a empresa, maior a recompensa a seus diretores em termos de salários, benefícios e poder. Não são esperadas economias como resultado da fu-

são. Os diretores de empresas podem fazer ofertas de compra até o ponto em que o preço pago pela alvo cause, em média, impacto negativo nas ações das suas companhias. Assim, os ganhos para os acionistas das empresas-alvo serão compensados com as perdas dos acionistas das compradoras, não havendo expectativas de ganhos ou perdas líquidas. Testes da hipótese de maximização da utilidade gerencial podem ser encontrados nos trabalhos de Halpern (1973), Mandelker (1974), Firth (1979 e 1980) e Malatesta (1983).

Hipóteses relacionadas com a fonte dos ganhos

O segundo grupo de hipóteses está relacionado com a origem dos ganhos ocorridos em virtude de fusão ou aquisição. Estas hipóteses partem do princípio que as fusões e aquisições geram benefícios econômicos líquidos, para as partes envolvidas, e investigam a fonte de tais ganhos.

Hipótese dos ganhos operacionais

A hipótese dos ganhos operacionais, também conhecida como hipótese da estratégia operacional revisada ou hipótese da sinergia, postula que os ganhos relativos às fusões têm origem a partir de fatores operacionais, como economias de escala ou escopo, eliminação de ineficiências (por exemplo, reposição de gerentes considerados incompetentes), rendas monopolísticas, reaproveitamento de ativos e efeito de co-seguro. A fim de implementar uma nova estratégia operacional e gerar ganhos, a empresa compradora deve garantir o controle da empresa-alvo. O aspecto crítico desta hipótese é, portanto, a obtenção do controle. Vários autores testaram a hipótese, entre eles Mandelker (1974), Dodd & Ruback (1977), Langtieg (1978), Bradley (1980), Bradley, Desai & Kim (1983), Malatesta (1983), Dennis & McConnell (1986) e Huang & Walkling (1987).

A referida hipótese prediz que o resultado global para as compradoras e empresas-alvo é positivo, sendo os ganhos divididos entre as partes envolvidas. Os ganhos não são necessariamente divididos igualmente, e qualquer das empresas participantes pode não experimentar impactos sobre suas ações. Por outro lado, nada refletirão os preços de ações de empresas que tentarem, mas não conseguirem, completar a operação de fusão.

Dodd & Ruback (1977) acrescentaram que as ações das empresas que não conseguirem completar a fusão poderão sofrer perdas se houver custos relacionados com o processo de fusão (como exemplo, publicidade, coleta de informações, despesas legais). Bradley, Desai & Kim (1983) também previram re-

tornos negativos nas cotações de empresas compradoras que não conseguirem consumir o processo, se a empresa-alvo for adquirida por um competidor. O impacto negativo pode ser resultado tanto de custos associados com o processo de aquisição, quanto da queda para uma posição de desvantagem competitiva. Assumindo-se que o mercado de capitais é eficiente, tal desvantagem é imediatamente refletida nos preços das ações das empresas envolvidas.

Hipótese da informação nova

Testada por Dodd & Ruback (1977) e Bradley, Desai & Kim (1983) esta hipótese postula ser a informação nova liberada para o mercado durante o processo de fusão e não os ganhos operacionais combinados que afetam os preços das ações. Bradley, Desai & Kim argumentaram que a hipótese da informação nova pode assumir duas formas diferentes:

- a empresa-alvo pode possuir um ativo cujo valor exato não é conhecido pelo mercado (Bradley, Desai & Kim denominaram esta hipótese de "sentado na mina de ouro");
- a informação nova força a empresa-alvo a adotar uma estratégia operacional que atribua maior valor à empresa (por exemplo, o mercado vem a saber que a equipe gerencial da empresa-alvo é ineficiente. Bradley, Desai & Kim chamaram esta variante de "chute nas calças").

Nenhuma das duas formas requer que a empresa-alvo seja efetivamente comprada para que o preço de suas ações sofra reavaliação em bolsa de valores. Tal reavaliação deverá ser permanente uma vez que a informação não desaparece com o tempo.

A hipótese da informação nova prediz que as empresas-alvo receberão retornos anormais positivos no anúncio do processo de fusão. Por outro lado, como é a informação liberada para o mercado que gera os ganhos e não a troca de controle, a empresa que tentar uma aquisição e fracassar no seu intento não deverá ser afetada se a empresa-alvo for comprada por um competidor (exceto pelos custos associados com o processo de compra).

Hipótese da divisão dos ganhos

A terceira hipótese está relacionada com a distribuição dos ganhos entre as empresas participantes de um processo de fusão. Originalmente formulada por Halpern (1973), chamada por Mandelker (1974) de a hipótese do mercado de aquisições perfeitamente competitivo e, mais tarde, ampliada tanto por Asquith

(1983) quanto por James & Wier (1987), em sua forma mais desenvolvida postula que a combinação de ativos pertencentes a empresas distintas gera ganhos. Se os ativos são específicos de uma empresa-alvo como, por exemplo, um recurso natural ou uma organização gerenciada de forma ineficiente, a competição do lado dos potenciais compradores fará com que a adquirida capture a maior parte dos benefícios da fusão. Se os recursos são específicos da empresa compradora, como a habilidade de produzir informação relativa ao valor potencial de empresas-alvo, então a adquirente deverá receber a maior parcela dos ganhos. Quando os recursos não forem específicos a uma das empresas, e os ganhos puderem ser obtidos pela combinação de ambas, estes serão provavelmente divididos entre os acionistas das companhias envolvidas.

Resumo das predições

No quadro 1 são resumidas as predições das diferentes hipóteses relativas aos efeitos que fusões provocam sobre os preços de mercado das ações de empresas envolvidas.

Quadro 1

Hipóteses e Efeitos Sobre os Preços das Ações de Empresas Compradora e Alvo

Hipótese	Comprador	Alvo
Maximização da riqueza	+	+
Maximização da utilidade gerencial	-	+
Ganhos Operacionais		
Empresas envolvidas em fusões	+	+
Empresas participantes em tentativas de fusões que não deram certo	-	-
Informação Nova		
Empresas envolvidas em fusões	+	+
Empresas participantes em tentativas de fusões que não deram certo	s.e.	+
Divisão dos Ganhos		
Ativos específicos da empresa-alvo	s.e.	+
Ativos específicos da empresa compradora	+	s.e.
Ativos pertencentes a ambas as empresas	+	+

Legenda:

- + efeito positivo
- efeito negativo
- s.e. sem efeito

RESULTADOS EMPÍRICOS

Neste tópico são apresentados os resultados obtidos em testes de fusões e aquisições no mercado de capitais dos Estados Unidos (quadro 2) e do Reino Unido (quadro 3), mensurando a reação dos preços de ações envolvidas em fusões e aquisições que têm como data-evento ou o anúncio (público) do início do processo ou a sua consumação. Tais resultados são essenciais para a aceitação ou a rejeição das hipóteses apresentadas na seção anterior.

Em primeiro lugar, a hipótese de maximização da riqueza prevê reação positiva, tanto nos preços das ações da empresa compradora quanto nos da empresa-alvo, durante um processo de aquisição. Essa previsão é consistente com a maioria dos estudos empíricos, a exemplo de Halpern (1973), Kummer & Hoffmeister (1978), Asquith, Brunner & Mullins (1983) e Bradley, Desai & Kim (1988). Entretanto, as pesquisas de Langtieg (1978) e Dodd (1980) não lhe deram sustentação.

A maior parte da evidência empírica parece dar suporte às hipóteses de maximização da riqueza e de ganhos operacionais.

A hipótese seguinte — maximização da utilidade gerencial — pressupõe que os diretores da empresa compradora estão interessados no seu crescimento. Essa pressuposição implica estarem inclinados a pagar um preço pela empresa-alvo que seja até superior ao eventual benefício gerado pela fusão entre as organizações, podendo vir a provocar impacto negativo no preço das ações da compradora. Grande parte dos estudos sobre o assunto, como os de Bradley, Desai & Kim (1988), Franks & Harris (1989) e Limmack (1990), rejeita tal hipótese, embora existam algumas pesquisas de autores como Firth (1979 e 1980) e Dodd (1980) que lhe deram suporte.

A previsão da hipótese dos ganhos operacionais (ou sinergia) é que a reação conjunta dos preços das ações das empresas compradora e alvo será positiva. Esta hipótese foi sustentada por Halpern (1973), Mandelker (1974), Kummer & Hoffmeister (1978),

Quadro 2

Efeito Sobre os Preços das Ações, ao Redor e Depois da Data-Evento

Parte A: Empresas nos Estados Unidos (Compradoras e Alvo) Participantes de Fusões e Aquisições Consumadas

Estudo (ano)	Compradora		Alvo	
	Ao redor	Depois	Ao redor	Depois
Halpern (1973)	+	n.d.	+	
Mandelker (1974)	+	-	+	
Ellert (1976)	+	n.d.	+	
Dodd & Ruback (1977)	+	-	+	
Langtieg (1978)	-	-	+	
Kummer & Hoffmeister (1978)	+	n.d.	+	
Bradley (1980)	+	n.d.	+	
Jarrell & Bradley (1980)	+	n.d.	+	
Dodd (1980)	-	n.d.	+	
Asquith (1983)	+	-	+	
Schipper & Thompson (1983)	+	n.d.	n.d.	
Asquith, Bruner & Mullins (1983)	+	n.d.	+	
Malatesta (1983)	+	-	+	
Dennis & McConnell (1986)	+	n.d.	+	
Huang & Walkling (1987)	n.d.	n.d.	+	
Bradley, Desai & Kim (1988)	+	n.d.	+	

Parte B: Empresas nos Estados Unidos (Compradoras e Alvo) Participantes de Fusões e Aquisições Não-Consumadas

Estudo (ano)	Compradora		Alvo	
	Ao redor	Depois	Ao redor	Depois
Dodd & Ruback (1977)	+	-	+	-
Kummer & Hoffmeister (1978)	n.d.	n.d.	+	n.d.
Bradley (1980)	-	n.d.	+	n.d.
Dodd (1980)	-	n.d.	+	n.d.
Asquith (1983)	+	-	+	-
Bradley, Desai & Kim (1983)	-	_*	+	_*
		+**		-**

Legenda:

- + efeito positivo
- n.d. não-disponível
- efeito negativo
- * empresa-alvo subsequentemente adquirida por empresa competidora
- ** empresa-alvo não-adquirida

Quadro 3

Efeito Sobre os Preços das Ações, ao Redor e Depois da Data-Evento

Parte A: Empresas no Reino Unido (Compradoras e Alvo) Participantes de Fusões e Aquisições Consumadas

Estudo (ano)	Compradora		Alvo	
	Ao redor	Depois	Ao redor	Depois
Firth (1976)	-	n.d.	+	
Franks, Broyles & Hecht (1977)	+	-	+	
Firth (1979)	-	-	+	
Firth (1980)	-	e.n.	+	
Barnes (1984)	e.n.	-	n.d.	
Dodds & Quek (1985)	n.d.	+	n.d.	
Franks & Harris (1989)	+	+/-	+	
Limmack (1990)	+	-	+	

Parte B: Empresas no Reino Unido (Compradoras e Alvo) Participantes de Fusões e Aquisições Não-Consumadas

Estudo (ano)	Compradora		Alvo	
	Ao redor	Depois	Ao redor	Depois
Firth (1980)	-	+	+	+
Limmack (1990)	+	-	+	+

Legenda:

- + efeito positivo
- n.d. não disponível
- efeito negativo
- e.n. efeito nulo
- +/- efeito positivo e negativo, dependendo do intervalo considerado

Bradley (1980), Dennis & McConnell (1986), Bradley, Desai & Kim (1988), Franks & Harris (1989) e Limmack (1990). Uma alternativa à hipótese dos ganhos operacionais — a hipótese da informação nova — foi sugerida por Bradley, Desai & Kim (1983). Afirmaram que, se a fonte dos ganhos numa fusão é a informação sobre a empresa-alvo, e não as melhorias operacionais que poderão ser geradas pela combinação das empresas, então as que não forem compradas deverão manter os retornos anormais recebidos ao redor da data-evento. Ainda, empresas compradoras que não conseguirem consumir a aquisição da empresa-alvo não devem sofrer impacto negativo nos preços de

suas ações caso esta seja posteriormente comprada por uma concorrente. Os resultados obtidos por Bradley, Desai & Kim foram contrários àquelas previsões, corroborando a hipótese dos ganhos operacionais.

A hipótese da divisão dos ganhos postula que se uma empresa-alvo possui ativos específicos como, por exemplo, um recurso natural de valor, então as adquirentes iriam competir para obter o seu controle e os proprietários da adquirida receberiam a maior parte dos benefícios da aquisição. Por outro lado, se a empresa compradora possuir um ativo específico que possa ser combinado com qualquer empresa-alvo, dentre um conjunto delas, então os proprietários da adquirente deverão receber a maior parte dos benefícios da aquisição. Halpern (1973) verificou que os ganhos eram igualmente divididos entre empresas compradoras e alvo, enquanto Mandelker (1974) e Asquith (1983) concluíram que os recursos pertenciam unicamente às empresas-alvo.

CONCLUSÃO

Neste artigo foram apresentadas as principais causas que podem levar à combinação (fusão ou aquisição) de empresas. Foram também enunciadas as hipóteses decorrentes do referencial teórico e testadas em diversos trabalhos empíricos nos Estados Unidos e no Reino Unido. Verificou-se que, ao redor da data-evento, tanto as empresas compradoras quanto as alvo obtêm retornos positivos. Há, entretanto, alguma

evidência como em Dodd (1980) e Firth (1980) demonstrando retornos negativos ao redor da data-evento para as empresas compradoras. De forma geral, por vários meses após a data-evento, as empresas compradoras recebem retornos anormais negativos. Para tal fenômeno ainda não foi proposta explicação adequada.

Sintetizando, a maior parte da evidência empírica parece dar suporte às hipóteses de maximização da riqueza e de ganhos operacionais. Assim, os resultados apresentados podem conduzir às seguintes conclusões:

- os diretores, tanto de empresas compradoras quanto de empresas-alvo, geralmente procuram maximizar a riqueza dos proprietários da organização para a qual trabalham;
- a geração de ganhos operacionais parece ser a motivação para fusões e aquisições;
- a hipótese da maximização da utilidade gerencial não recebeu sustentação empírica.

Mesmo que o verdadeiro fator motivador dos gerentes seja a maximização da própria utilidade, procuram, de forma geral, maximizar a riqueza dos acionistas, promovendo fusões compatíveis com o racional da eficiência. Esta conclusão corrobora a argumentação de Fama (1980), discutida no item "O elo entre o racional da eficiência e a separação entre propriedade e controle", no qual os mecanismos de mercado forçam os gerentes a serem, em princípio, maximizadores da riqueza dos proprietários. ♦

RESUMO

No presente artigo objetiva-se abordar as diversas razões comumente apresentadas na literatura econômico-financeira, consideradas como motivadoras para fusões e aquisições de empresas. Esses motivos originam hipóteses testadas nos mercados de capitais dos EUA e da Inglaterra. Grande parte dos resultados empíricos deu suporte à maximização da riqueza dos acionistas e dos ganhos operacionais como fatores de motivação para a ocorrência de fusões e aquisições. A hipótese de maximização da utilidade gerencial, entretanto, não obteve sustentação nos mercados analisados.

Palavras-chave: fusões e aquisições, motivos para fusões e aquisições, evidência empírica sobre fusões e aquisições

ABSTRACT

This paper examines several reasons commonly presented in the economic and finance literature which are considered as motives for mergers and acquisitions. These reasons originated hypotheses which were tested in the American and British capital markets. The major part of the empirical results supported both the maximization of shareholders' wealth and the operational gains as supporting factors for mergers and acquisitions. On the other hand, the maximization of management utility was not supported by the empirical tests.

Uniterms: mergers and acquisitions, reasons for mergers and acquisitions, empirical evidence on mergers and acquisitions

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALCHIAN, Armen A. & DEMSETZ, Harold. Production, information costs, and economic organization. *American Economic Review*, v.62, n.5, p.777-795, Dec. 1972.
- ASQUITH, Paul. Merger bids, uncertainty, and stockholder returns. *Journal of Financial Economics*, v.11, n.1-4, p.51-83, Apr. 1983.
- ASQUITH, Paul; BRUNNER, Robert; MULLINS, Jr., David W. The gains to bidding firms from merger. *Journal of Financial Economics*, v.11, n.1-4, p.121-139, Apr. 1983.
- AUERBACH, Alan J. & REISHUS, David. The impact of taxation on mergers and acquisitions. In: AUERBACH, Alan J. (ed.) *Mergers and acquisitions*. Chicago/London, University of Chicago, 1988a. p.69-85.
- AUERBACH, Alan J. & REISHUS, David. The effects of taxation on the merger decision. In: AUERBACH, Alan J. (ed.) *Corporate takeovers: causes and consequences*. Chicago/London, University of Chicago, 1988b. p. 157-187.
- BANZ, Rolf W. The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, v.9, n.1, p.3-18, Mar. 1981.
- BARNES, Paul. The effect of a merger on the share price of the attacker, revisited. *Accounting and Business Research*, v.15, p.45-49, Winter 1984.
- BENSTON, George J. *Conglomerate mergers: causes, consequences and remedies*. Washington, American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1980.
- BENSTON, George J. The self-serving management hypothesis: some evidence. *Journal of Accounting and Economics*, v.7, p.67-84, Apr. 1985.
- BERLE, Jr., Adolf A. & MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. New York, MacMillan, 1932.
- BRADLEY, Michael. Interfirm tender offers and the market for corporate control. *Journal of Business*, v.53, n.4, p. 345-376, Oct. 1980.
- BRADLEY, Michael; DESAI, Anand; KIM, E. Han. The rationale behind interfirm tender offers: information or synergy? *Journal of Financial Economics*, v.11, n.1-4, p.183-206, Apr. 1983.
- _____. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, v.21, n.1, p.3-40, May. 1988.
- BREALEY, Richard A. & MYERS, Stewart C. *Principles of corporate finance*. 4. ed. New York, McGraw-Hill, 1991.
- COASE, R.H. The nature of the firm. *Economica*, v.4 (New Series), n.16, p.386-405, Nov. 1937.
- COSH, Andrew. The remuneration of chief executives in the United Kingdom. *Economic Journal*, v.85, n.337, p.75-94, Mar. 1975.
- DENNIS, Debra K. & McCONNELL, John J. Corporate mergers and security returns. *Journal of Financial Economics*, v.16, n.2, p.143-187, Jun. 1986.
- DODD, Peter. Merger proposals, management discretion and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, v.8, n.2, p.105-137, Jun. 1980.
- DODD, Peter & RUBACK, Richard. Tender offers and stockholder returns: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v.5, n.3, p.351-373, Dec. 1977.
- DODDS, J.C. & QUEK, J.P. Effect of mergers on the share price movement of the acquiring firms: a UK study. *Journal of Business Finance & Accounting*, v.12, p.285-296, Summer 1985.
- ECKBO, B. Espen. Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, v.11, n.1-4, p.241-273, Apr. 1983.
- _____. Mergers and the market concentration doctrine: evidence from the capital market. *Journal of Business*, v.58, n.3, p.325-349, Jul. 1985.
- ELLERT, James C. Mergers, antitrust law enforcement and stockholder returns. *Journal of Finance*, v.31, n.2, p.715-732, May 1976.
- FAMA, Eugene F. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, v.88, n.2, p.288-307, Apr. 1980.
- FIRTH, Michael. *Share prices and mergers: a study of stock market efficiency*. Westmead, England, Saxon House, 1976.
- _____. The profitability of takeovers and mergers. *Economic Journal*, v.89, n.354, p.316-328, Jun. 1979.
- FIRTH, Michael. Takeovers, shareholders returns, and the theory of the firm. *Quarterly Journal of Economics*, v.94, n.2, p.235-260, Mar. 1980.
- FOX, Harland. *Top executive compensation*. New York, Conference Board, 1980.
- FRANKS, J.R.; BROYLES, J.E.; HECHT, M.J. An industry study of the profitability of mergers in the United Kingdom. *Journal of Finance*, v.32, n.5. p.1513-1525, Dec. 1977.
- FRANKS, J. R. & HARRIS, Robert S. Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience 1955-85. *Journal of Financial Economics*, v.23, n.2, p.225-249, Aug. 1989.
- GALAI, Dan & MASULIS, Ronald W. The option pricing model and the risk factor of stock. *Journal of Financial Economics*, v.3, n.1/2, p.53-81, Jan./Mar. 1976.
- GORT, Michael. An economic disturbance theory of mergers. *Quarterly Journal of Economics*, v.83, n.4, p.624-642, Nov. 1969.
- GRAVELLE, Hugh & REES, Ray. *Microeconomics*. London/New York, Longman, 1981.
- HALPERN, Paul J. Empirical estimates of the amount and distribution of gains to companies in mergers. *Journal of Business*, v.46, n.4, p.554-575, Oct. 1973.
- HART, Oliver. An economist's perspective on the theory of the firm. *Columbia Law Review*, v.89, p.1757-1774, Nov. 1989.

- HIGGINS, Robert C. A pure financial rationale for the conglomerate merger: discussion. *Journal of Finance*, v.26, n.2, p.543-545, May 1971.
- HIGGINS, Robert C. & SCHALL, Lawrence D. Corporate bankruptcy and conglomerate merger. *Journal of Finance*, v.30, n.1, p.93-113, Mar. 1975.
- HUANG, Yen-Sheng & WALKLING, Ralph A. Target abnormal returns associated with acquisition announcements: payment, acquisition form, and managerial resistance. *Journal of Financial Economics*, v.19, n.2, p.329-349, Dec. 1987.
- JAMES, Christopher M. & WIER, Peggy. Returns to acquirers and competition in the acquisition market: the case of banking. *Journal of Political Economy*, v.95, n.2, p.355-370, Apr. 1987.
- JARRELL, Gregg A. & BRADLEY, Michael. The economic effects of federal and state regulations of cash tender offers. *Journal of Law and Economics*, v.23, p.371-407, Oct. 1980.
- JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, v.76, n.2, p.323-329, May 1986.
- JENSEN, Michael C. & MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, n.4, p.305-360, Oct. 1976.
- KAHNEMAN, Daniel & TVERSKY, Amos. Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, v.47, n.2, p.263-291, Mar. 1979.
- KLEIN, Benjamin; CRAWFORD, Robert; ALCHIAN, Armen. Vertical integration, appropriable rents and the competitive contracting process. *Journal of Law and Economics*, v.21, p.297-326, Oct. 1978.
- KREPS, David M. *A course in microeconomic theory*. New York, Harvester Wheatsheaf, 1990.
- KUMMER, Donald R. & HOFFMEISTER, J. Ronald. Valuation consequences of cash tender offers. *Journal of Finance*, v.33, n.2, p.505-516, May 1978.
- LANGTIEG, Terence C. An application of a three-factor performance index to measure stockholder gains from merger. *Journal of Financial Economics*, v.6, n.4, p.365-383, Dec. 1978.
- LEVY, Haim & SARNAT, Marshall. Diversification, portfolio analysis and the uneasy case for conglomerate mergers. *Journal of Finance*, v.25, n.4, p.795-802, Sep. 1970.
- LEWELLEN, Wilbur G. A pure financial rationale for the conglomerate merger. *Journal of Finance*, v.26, n.2, p.521-537, May 1971.
- LEWELLEN, Wilbur G. & HUNTSMAN, Blaine. Managerial pay and corporate performance. *American Economic Review*, v.60, n.4, p.710-720, Sep. 1970.
- LIMMACK, R.J. Corporate mergers and shareholder wealth effects: 1977-1986. Versão revisada de artigo apresentado em 1989 na NINTH INTERNATIONAL FINANCE CONFERENCE, Paris, 1990.
- MALATESTA, Paul H. The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms. *Journal of Financial Economics*, v.11, n.1-4, p.155-181, Apr. 1983.
- MANDELKER, Gershon. Risk and return: the case of merging firms. *Journal of Financial Economics*, v.1, n.4, p.303-335, Dec. 1974.
- MANNE, Henry G. Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, v.73, n.4, p.110-120, Apr. 1965.
- MARRIS, Robin. A model of the managerial enterprise. *Quarterly Journal of Economics*, v.77, n.2, p.185-209, May 1963.
- MCGUIRE, Joseph W.; CHIU, John S.Y.; ELBING, Alvar O. Executive incomes, sales and profits. *American Economic Review*, v.52, n.4, p.753-761, Sep. 1962.
- MILLER, Merton H. & MODIGLIANI, Franco. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, v.34, n.4, p.411-433, Oct. 1961.
- MUELLER, Dennis C. A theory of conglomerate mergers. *Quarterly Journal of Economics*, v.83, n.4, p.643-659, Nov. 1969.
- MURPHY, Kevin J. Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, v.7, p.11-42, Apr. 1985.
- ROBERTS, David R. *Executive compensation*. Glencoe, Ill., Free Press, 1959.
- ROLL, Richard. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, v.59, n.2, part 1, p.197-216, Apr. 1986.
- SCHIPPER, Katherine & THOMPSON, Rex. Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, v.11, n.1-4, p.85-119, Apr. 1983.
- SHLEIFER, Andrei & VISHNY, Robert W. Value maximization and the acquisition process. *Journal of Economic Perspectives*, v.2, n.1, p.7-20, Winter 1988.
- SMITH, Adam. *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. 5 ed. London, Methuen, 1930.
- STILLMAN, Robert. Examining antitrust policy towards horizontal mergers. *Journal of Financial Economics*, v.11, n.1-4, p.225-240, Apr. 1983.
- TEECE, David J. Towards an economic theory of the multiproduct firm. *Journal of Economic Behavior and Organization*, v.3, p.39-63, Mar. 1982.
- TIROLE, Jean. *The theory of industrial organization*. Cambridge, MIT Press, 1988.
- TVERSKY, Amos & KAHNEMAN, Daniel. Judgment under uncertainty: heuristics and biases. In: DIAMOND, Peter & ROTHSCCHILD, Michael (ed.). *Uncertainty in economics: readings and exercises*. New York, Academic Press, 1978. p.17-34.
- VARIAN, Hal R. *Microeconomic analysis*. 2 ed. New York/London, W. W. Norton, 1984.
- WILLIAMSON, Oliver E. *The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting*. New York, Free Press, 1985.