

FUSÕES E AQUISIÇÕES SOB ALENTE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA: ANÁLISE SOCIOMÉTRICA E BIBLIOMÉTRICA DOS AUTORES DE REFERÊNCIA INTERNACIONAL

MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE LENS OF CORPORATE GOVERNANCE: SOCIOMETRIC AND BIBLIOMETRIC ANALYSIS OF INTERNATIONAL REFERENCE AUTHORS

TOIGO, Leandro Augusto¹
LAVARDA, Carlos Eduardo Facin²

RESUMO: Este estudo objetiva identificar os sistemas relacionais existentes entre os autores prolíficos e mais referenciados nas pesquisas sobre Fusões e aquisições sob a lente da Governança Corporativa em âmbito internacional. Quanto aos aspectos metodológicos, realizou-se análise bibliométrica e sociométrica com 103 artigos de periódicos internacionais das bases de pesquisa ISI *Web Knowledge* e SCOPUS. A população definida para a pesquisa consistiu em publicações que abordavam em seu título, resumo e palavras-chave as expressões “*corporate governance*” and “*mergers and acquisitions*”, referentes à subárea “*business management accounting*”, dos anos de 1996 a 2013. Para a obtenção das figuras representativas da estrutura da rede de coautores e seus indicadores, foi empregado o *software* UCINET® 6. Foi também formada a nuvem de palavras com os *abstracts* dos artigos baixados por meio do programa WORDLE®, disponível *on-line*. Como resultados observou-se que as publicações sobre o tema começaram a surgir a partir de 2004; e os 14 autores mais prolíficos detêm 38,83% do total dos achados, isso demonstra concentração das publicações em um grupo pequeno de autores. Sob a análise sociométrica, constata-se que houve um fortalecimento das redes de coautoria nos últimos 9 anos, tendo como base 2013. Conclui-se que a discussão sobre o tema é distribuída sobre pequenos grupos isolados de pesquisadores que são afiliados de um número concentrado de instituições de ensino norte-americanas, canadenses e inglesas.

Palavras-chave: Governança corporativa. Fusões e Aquisições. Bibliometria. Sociometria. Periódicos internacionais.

ABSTRACT: *This study aims to identify existing relational systems between prolific and most referenced authors in research on mergers and acquisitions through the lens of corporate governance at the international level. As for the methodological aspects, there was bibliometric and sociometric analysis of 103 papers in international journals of research ISI Web Knowledge and SCOPUS. The defined population for research consisted of publications that addressed in its title, abstract and keywords the terms "corporate governance" and "mergers and acquisitions", referring to sub-area "business management accounting", the years 1996 to 2013. Obtaining representative figures of the structure of the co-authors network and its*

¹ Fundação Universidade Regional de Blumenau – FURB. E-mail: leandrotoigo@yahoo.com.br

² Fundação Universidade Regional de Blumenau – FURB. E-mail: clavarda@furb.br



indicators, it used the software UCINET® 6. It also formed the word cloud with abstracts of papers downloaded through WORDLE® program available online. As a result, it was observed that publications on the subject began to appear from 2004, and the 14 most prolific authors holds 38.83% of the total findings, it shows concentration of publications in a small group of authors. Under the sociometric analysis, it appears that there was a strengthening of co-authorship networks in the last nine years based on 2013. It is concluded that the discussion on the subject is distributed on small isolated groups of researchers who are affiliated to a number concentrate of US, Canadian and English educational institutions.

Keywords: *Corporate governance. Mergers and acquisitions. Bibliometrics. Sociometry. International journals.*

1 INTRODUÇÃO

A literatura contemporânea sugere vários motivos para conduzir as empresas a decisões de investimento, sendo um dos principais o crescimento da companhia. Segundo Singh e Montgomery (1987), as empresas podem crescer e expandir-se seguindo basicamente por duas formas: crescimento interno com o próprio lucro e por meio de Fusões e Aquisições (F&A). O processo de crescimento interno pode ser mais longo e custoso do que a compra do negócio já estabelecido (SINGH; MONTGOMERY, 1987). A decisão de fusão e aquisições, segundo Gitman (1997) objetiva predominante maximizar a riqueza dos proprietários, o que será refletido no preço da ação da adquirente.

O processo de fusões e aquisições teve a década de 1980, como um período marcante nos Estados Unidos. O contexto histórico de fusões e aquisições é também marcado relação com a governança corporativa das empresas envolvidas. As mudanças ocorridas na governança corporativa nas décadas de 1980 a 1990 tiveram como explicação um contexto histórico relacionado com a insegurança e ineficiência do mercado de capitais, conforme abordado por pesquisadores como Jensen (1986, 1988), Donaldson (1994), Kaplan e Stein (1993), Poterba e Samwick (1996); Gompers e Metrick (2001) e Holmstrom e Kaplan (2001).

De acordo com Kaplan e Stein (1993), a primeira metade da década de 1980 foi o período em que essas empresas experimentaram melhoria nos lucros operacionais (tanto em termos absolutos e em relação ao seu setor econômico) e em alguns padrões de comportamento financeiro. No entanto, na segunda metade, o rumo foi inesperado e os resultados são de que cerca de 1/3 das companhias que realizaram fusões e aquisições depois de 1985, solicitaram moratória de suas dívidas, algumas em grandes volumes (KAPLAN; STEIN, 1993). Assim,



constatou-se que esses padrões de comportamento produziram questionamentos sobre a real existência de ganhos e eficiência.

Donaldson (1994) fornece perspectiva sobre a década de 1980, mencionando que o poder de comando da empresa passou dos gestores para os acionistas, devido ao aumento da quantidade de acionistas institucionais. Poterba e Samwick (1996) abordam que em 1970, a propriedade individual caiu de 70%, para 60% em 1980, e em 1994 alcançou 48%, e Gompers e Metrick (2001) apresentam dados sobre o período de 1980 a 1996: grandes investidores institucionais aumentaram suas cotas de ações de empresas norte-americanas, sendo de menos de 30% para mais de 50%.

Um dos primeiros estudos que relacionou relatou fusões e aquisições e governança corporativa foi de Holmstrom e Kaplan (2001), que abordam que as aquisições de 1980 foram caracterizadas pelo uso frequente da alavancagem, pois as companhias adquirentes compravam as outras companhias por meio de recurso próprio ou empréstimo, sem emitir novas ações ao mercado de capitais, essas aquisições eram denominadas de *Leveraged buyouts* (LBOs).

As LBOs foram associadas a três grandes mudanças na Governança corporativa (HOLMSTROM; KAPLAN, 2001): incentivos aos gestores, disciplina financeira e monitoramento realizado pelos investidores da adquirente. Diante disso, verifica-se que no Brasil ocorreu um aumento no número de fusões e aquisições ao longo dos anos tanto entre as companhias nacionais como entre as companhias internacionais (BRUNHARA, 2013).

As fusões e aquisições consistem em uma forma de disseminar as melhores práticas de governança corporativa (PAGANO ET AL, 2002). Reese e Weisbach (2002) relatam que as empresas de países com fraca proteção ao investidor muitas vezes são vendidas a compradores de países com forte proteção dos investidores. Rossi e Volpin (2004) abordam que a melhor proteção do investidor está correlacionada a um mercado ativo para fusões e aquisições. Porque La Porta et al. (2000) argumenta que um mercado ativo para fusões e aquisições é o resultado de um regime de governança corporativa com forte proteção do investidor.

Tem-se observado uma crescente evolução na quantidade de estudos sobre fusões e aquisições e governança corporativa. Uma das formas de se avaliar a produção científica é por meio da análise bibliométrica, que, por sua vez, tem como objeto o estudo de referências bibliográficas e as publicações das pesquisas científicas.



Diante deste breve relato de alguns estudos empíricos que seguem este tema, emerge-se o problema de pesquisa: Quais os sistemas relacionais existentes entre os autores prolíficos e mais referenciados nas pesquisas sobre Fusões e Aquisições societárias sob a lente da Governança Corporativa em âmbito internacional de 1996 a 2013? O objetivo do estudo é identificar sistemas relacionais entre os autores prolíficos e referenciados nas pesquisas sobre fusões e aquisições, sob a lente da Governança Corporativa em âmbito internacional.

A justificativa do estudo está na considerável produção sobre o tema em periódicos internacionais, ao passo que não foram encontrados até o momento estudos que demonstrem perfil bibliométrico ou sociométrico sobre o tema. A definição do período de pesquisa ocorreu devido aos primeiros estudos que surgiram sobre Fusões/aquisições e Governança Corporativa. Tal estudo ganha importância ao possibilitar a identificação desses autores e centros de estudos de referência internacional, bem como os assuntos mais discutidos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção objetiva apresentar os principais resultados de estudos que iniciará a abordagem do tema relacionado à governança corporativa e fusões e aquisições; e o foco está no incremento de governança gerado nesse tipo de investimento que proporciona proteção aos acionistas.

2.1 Governança Corporativa nas Fusões/aquisições

Posteriormente à década de 1980, pesquisadores também apresentaram estudos tratando sobre o aumento das características dos mecanismos de governança corporativa relacionado às fusões e aquisições, são eles: Coffee (1999), La Porta et al. (2000), Rossi e Volpin (2004), Ben-Amar e André (2006), Chen, Harford e Li (2007), Boubakri e Dionne (2008), Wang e Xie (2009), Vikas et al. (2009), KPMG (2013) e Kriek e Kaio (2014).

Coffee (1999) aborda que as companhias de países com melhor proteção aos investidores acabam comprando empresas de países com proteção mais fraca. E ainda, que aquelas companhias que procuram crescer em tamanho em uma escala global são suscetíveis a eleger as melhores práticas de governança corporativa, amplamente observados pelos Estados Unidos e que buscam minimizar os conflitos sociais entre gestores e acionistas.



La Porta et al. (2000) analisaram as regras legais que abrangem a proteção dos acionistas, a origem dessas regras, bem como a qualidade de sua aplicação em 49 países. Os resultados evidenciam que os países de *common law* têm geralmente a melhor proteção legal dos seus investidores, países franceses apresentam os piores níveis, países alemães e escandinavos apresentam proteção legal de nível médio. Os autores abordam também que, um mercado mais ativo para fusões e aquisições é o resultado de um regime de governança corporativa com forte proteção dos investidores.

Avaliando companhias de 49 países diferentes, Rossi e Volpin (2004) evidenciaram que o volume de fusões e aquisições é significativamente maior em países com melhores padrões de contabilidade e uma proteção mais forte para os acionistas, e a probabilidade de uma oferta em dinheiro diminui com o menor nível de proteção dos acionistas no país comprador. Em negócios internacionais, os alvos são países com pior proteção de investidores em relação aos países de seus adquirentes, sugerindo que as transações internacionais desempenham um papel importante de governança corporativa, melhorando o grau de proteção dos investidores nas empresas que são adquiridas.

Ben-Amar e André (2006) investigaram a relação entre a estrutura de propriedade e aquisições de empresa e o desempenho das ações. Os pesquisadores observaram que, no período do anúncio de aquisições, as companhias apresentam retornos anormais positivos de longo prazo, e isso foi observado em uma amostra de 327 operações de aquisições de companhias canadenses no período de 1998-2002. E ainda que, mecanismos de governança corporativa também têm uma influência positiva sobre o desempenho da empresa adquirente.

Além disso, os retornos anormais positivos são maiores para as empresas familiares. Os pesquisadores verificaram também que, a separação entre propriedade e controle tem um impacto negativo no desempenho das ações. Esses resultados sugerem que a separação de controle e propriedade não é visto como algo que destrói valor das companhias obtidos por meio de fusões e aquisições, ou seja, os investidores não observam que as famílias no controle das companhias buscam obter benefícios privados, em detrimento dos acionistas minoritários.

Chen, Harford e Li (2007) defendem a hipótese de que os investidores institucionais vão se especializar em monitorar e influenciar os esforços corporativos. Usando decisões de aquisição que revelam monitoramento, os pesquisadores evidenciam que *holdings* com participações concentradas e investidores institucionais estão relacionados com o maior retorno



anormal das ações do período pós-fusão das companhias norte-americanas estudadas. Além disso, a presença desses investidores irá afastar as ofertas de prováveis compradores ruins. Os pesquisadores concluíram que os investidores institucionais monitoram os esforços das empresas adquiridas ou investidas ativamente.

Pesquisando empresas norte-americanas, Boubakri e Dionne (2008) mencionam que, mecanismos de governança corporativa são determinantes do desempenho positivo das ações a longo prazo de empresas adquirentes. Como resultados os pesquisadores observam que as fusões e aquisições geram maior valor para as ações a longo prazo, e os retornos anormais positivos são positivos e significativos após três anos.

Os pesquisadores também abordam que as fusões e aquisições em outros países geram maior retorno das ações do que no mercado de capitais interno. Por fim, mecanismos internos de governança corporativa, como a independência do conselho de administração e participação acionária do CEO são relevantes para o retorno anormal e positivo das ações a longo prazo dos adquirentes.

Wang e Xie (2009) também pesquisaram companhias norte-americanas e constatam que as aquisições de empresas com má governança corporativa por parte das empresas com boa governança corporativa geram retorno das ações anormais e positivos. Os pesquisadores também abordam que, o efeito de sinergia de governança corporativa é compartilhado pelos acionistas-alvo e acionistas-adquirentes, em que ambos os retornos aumentam com a diferença de direitos de acionistas entre o adquirente e o alvo.

Vikas et al. (2009) constataram que as fusões no Japão tem a dúbia distinção de não criação de riqueza para os acionistas das empresas-alvo, em nítido contraste com o que ocorre em grande parte do resto do mundo. Usando uma amostra de 91 fusões no período de 1982 a 2003, os pesquisadores evidenciaram várias características distintivas do mercado de incorporação no Japão: Fusões tendem a ser anticíclica e parecem ser impulsionadas principalmente pelas preocupações dos credores.

No Brasil, o estudo de Kriek e Kayo (2014) relata a governança corporativa e o retorno das ações nos eventos de fusões e aquisições. Os autores realizaram um estudo de eventos com empresas que passaram por fusões e aquisições de 2000 a 2012 e buscaram entender como os retornos anormais das empresas variavam de acordo os mecanismos de governança que as empresas adotavam.



Para isso, investigaram dois grupos: o primeiro com baixo nível de governança corporativa (Tradicional); o segundo com alto nível de governança corporativa (Novo Mercado). Como resultado, encontraram evidências de que companhias com maior nível de governança corporativa produziam retornos anormais maiores que aquelas com menor nível de governança corporativa, de forma estatisticamente significativa, corroborando a hipótese de que a governança corporativa possui efeitos positivos nos retornos em casos de fusão e aquisição.

As fusões e aquisições no mercado de capitais brasileiro vêm crescendo significativamente nos últimos 20 anos. Elas passaram de 175 em 1993 para 796 operações anuais em 2013, e o crescimento maior ocorreu depois de 2002: de 350 a 796 operações, com maior participação de capital estrangeiro, com destacável participação de companhias norte-americanas (KPMG, 2013).

De modo geral, os resultados dos estudos apontam que houve um aumento do nível ou da adoção de práticas de governança nas fusões e aquisições, buscando demonstrar aos investidores do mercado de capitais que as fusões e aquisições não eram mais operações arriscadas e vinculadas a desempenhos inseguros.

3 METODOLOGIA

Para atender ao objetivo de identificar os sistemas relacionais existentes entre os autores prolíficos e mais referenciados nas pesquisas sobre Fusões e Aquisições sob a lente da Governança Corporativa em âmbito internacional, classifica-se a pesquisa como descritiva com perspectiva longitudinal e documental.

A bibliometria pode ser explicada como um estudo sobre os aspectos quantitativos da produção, disseminação e do uso da informação registrada, e os primeiros estudos foram realizados por Pritchard em 1969 (BALANCIERI, 2004). Fonseca (1986) complementa que a bibliometria consiste na aplicação da estatística à bibliografia.

Os primeiros estudos bibliométricos na área contábil foram publicados a partir da década de 80 e 90, sendo observados os mais impactantes em 2000. Deste então, o número de publicações desse tipo de estudo vem crescendo devido ao aumento expressivo dos programas de pós-graduação *strictu sensus* criados que, conseqüentemente, geram aumento no número de produção científica na área, não apenas no Brasil, mas no exterior (LEITE FILHO, 2006).



A análise de redes sociais está voltada para o estudo dos atores ou entidades sociais que interagem uns com os outros e que estas interações podem ser avaliadas em uma única estrutura ou esquema (WASSERMAN; GALASKIEWICZ, 1994). Walter e Silva (2008) complementam enfatizando que os processos sociais são explicados pelas redes sociais de coautoria que unem autores e instituições.

Para Didriksson (2003), o conhecimento sobre as redes sociais pode auxiliar na compreensão dos processos de interação entre os autores e como ocorre a geração de conhecimento entre eles. Scott (2008) argumenta que a pesquisa na área contábil pode ser influenciada pela matriz de relacionamentos interinstitucionais, pela rede de relacionamentos de coautoria, e também pela associação que cada autor faz sobre a sua realidade socialmente construída e aos seus conceitos em fase de construção.

A população definida para a pesquisa consiste nas publicações de artigos em periódicos internacionais que abordavam em seu título, resumo e palavras-chave a expressão “*corporate governance*” and “*mergers and acquisitions*”, proveniente das bases de dados ISI *Web Knowledge* e SCOPUS, referentes à subárea “*business management accounting*”, dos anos de 1996 a 2013. Como resultado da pesquisa foram obtidos 103 artigos. Foi definido a pesquisa dos periódicos a partir de 1996 devido a esse ano ter sido encontrado o primeiro artigo relacionado à expressão anterior. Ambas as bases foram definidas devido a suas relevantes abrangências globais.

Inicialmente foi realizado o *download* de todos os artigos científicos e elaborado um banco de dados para a análise bibliométria e sociométrica mediante tabulação em planilha eletrônica. As informações coletadas foram: nome do artigo, tema do artigo, ano de publicação, nome do periódico, nome dos autores, número de citações na base pesquisada até 21 de junho de 2014, nome das instituições dos autores e número de obras das referências do artigo. Essas informações foram obtidas por meio da análise de conteúdo, considerando o título, resumo, palavras-chave e referências dos artigos pesquisados.

Quanto à geração das figuras representativas da estrutura da rede e seus indicadores empregou-se o *software* UCINET® 6, destacando os laços encontrados entre os atores principais no período analisado. Quanto à identificação do tema principal dos artigos aplicou-se a análise de conteúdo, que segundo Bardin (1979, p. 46) objetiva “a manipulação de mensagens (conteúdo e expressão desse conteúdo), para evidenciar os indicadores que



permitam inferir sobre outra realidade que não a da mensagem”. A elaboração da nuvem de palavras foi realizada com o programa WORDLE®, disponível *on-line*.

4 RESULTADOS E ANÁLISE

Nesta seção apresentam-se a descrição e análise dos resultados da pesquisa, e serão apresentados inicialmente alguns levantamentos bibliométricos, tais como: número de artigos publicados por ano referente aos dois temas conjuntos, número de publicações por periódico, número de publicações por autor, afiliações dos autores, nacionalidade das afiliações e os artigos mais citados. Logo após, é feito um recorte temporal da rede de coautoria de todo o período pesquisado e a nuvem de palavras dos *abstracts*.

O *download* dos artigos foi realizado das bases de dados ISI *Web Knowledge* e SCOPUS, referentes aos anos de 1996 a 2013, e foram obtidos 103 artigos que foram tabulados em planilha eletrônica de dados. Por meio da contagem de artigos foi obtido o Quadro 1, que representa a produção de artigos por ano.

Quadro 1 – Número de artigos por ano

Ano	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	Total
Nº	1	2	0	0	1	3	0	0	8	5	6	3	9	16	9	19	8	13	103

Fonte: Dados da pesquisa

Pelo exposto no Quadro 1, verifica-se que as publicações sobre os temas conjuntos “*corporate governance*” and “*mergers and acquisitions*” não eram representativas até o ano de 2003. A partir de então, houve um salto de produtividade chegando a oito artigos em 2004, depois desse ano, a produção foi crescendo gradativamente até chegar ao patamar de 13 artigos em 2013. Dessa forma, infere-se a ocorrência de algum fato entre os anos de 2002 e 2003 relacionado aos temas que tenha impulsionado as publicações internacionais.

Em seguida, no Quadro 2, destacam-se os periódicos que mais publicaram sobre o tema no período analisado, essa busca procura definir quais são os periódicos de referência internacional sobre o assunto, lembrando que todos são provenientes da subárea “*business management accounting*”.

Quadro 2 – Número de publicação por periódico

Nome do periódico	Número de publicações
1 - <i>Corporate Ownership and Control</i>	10
2 - <i>Journal of Corporate Finance</i>	9
3 - <i>Journal of Financial Economics</i>	8



4 - <i>Corporate Governance</i>	5
5 - <i>Journal of Banking and Finance</i>	5
6 - <i>Strategic Management Journal</i>	4
7 - <i>Journal of Multinational Financial Management</i>	3
8 - <i>ADB Economics Working Paper Series</i>	2
9 - <i>International Review of Economics and Finance</i>	2
10 - <i>International Business Review</i>	2
11 - <i>European Financial Management</i>	2
12 - <i>Pacific Basin Finance Journal</i>	2
13 - <i>Journal of International Business Studies</i>	2
14 - <i>Journal of Real Estate Finance and Economics</i>	2
15 - <i>Review of Financial Studies</i>	2

Fonte: Dados da pesquisa.

Pela análise do Quadro 2, verifica-se que total de 103 artigos encontrados 60 deles estão entre os 15 periódicos mais prolíficos sobre o tema conjunto. Consta-se também que três periódicos, sendo eles: *Corporate Ownership and Control*, *Journal of Corporate Finance* e *Journal of Financial Economics* possuem 26, 21% de todos os artigos encontrados, portanto, pode-se tê-los como referências, levando em conta também que, existem outros periódicos que apresentam razoável quantidade de publicações.

Para complementar esta análise anterior foi elaborado o Quadro 3, que apresenta os 14 autores mais produtivos, foram considerados apenas autores que apresentaram dois ou mais artigos publicados nas bases de dados ISI *Web Knowledge* e SCOPUS. A busca pelos autores mais produtivos está relacionada à identificação dos autores de referência sobre o tema conjunto.

Quadro 3 – Número de publicações por autor

Nº	Nome do autor	Vínculo universitário	Número de publicações
1	Renneboog, Luc	<i>Tilburg University, Center, Tilburg, Netherlands</i>	5
2	Alba, Joseph Dennis	<i>Nanyang Technological University, School of Humanities and Social Sciences, Singapore City, Singapore</i>	4
3	Park, Donghyun	<i>Economics and Research Department Manila, Manila, Philippines</i>	4
4	Wang, Peiming	<i>Auckland University of Technology, Faculty of Business and Law, Auckland, New Zealand</i>	4
5	Goergen, Marc	<i>European Corporate Governance Institute, Brussels, Belgium</i>	3
6	Dutta, Shantanu	<i>University of Ontario Institute of Technology, Faculty of Business and IT, Oshawa, Canada</i>	3
7	Zhu, PengCheng	<i>University of the Pacific, California, Eberhardt School of Business, Stockton, United States</i>	3
8	Ghosh, Chinmoy	<i>University of Connecticut, Department of Finance, Storrs, United States</i>	2
9	Jog, Vijay M.	<i>Carleton University, Sprott School of Business, Ottawa, Canada</i>	2



Nº	Nome do autor	Vínculo universitário	Número de publicações
10	Cornett, Marcia Millon	<i>Bentley University, Department of Finance, Waltham, United States</i>	2
11	Martynova, Marina	<i>Tilburg University, Tilburg, Netherlands</i>	2
12	Petrova, Milena	<i>Syracuse University, Whitman School of Management, Syracuse, United States</i>	2
13	Saadi, Samir	<i>Queen's University, Kingston, Queen's School of Business, Kingston, Canada</i>	2
14	Tehraniyan, Hassan	<i>Boston College, Finance Department, Chestnut Hill, United States</i>	2

Fonte: Dados da pesquisa

Pela análise do Quadro 3, observa-se que os 14 autores mais prolíficos publicaram 40 artigos, ou seja, 38,83% do total encontrado e isso demonstra que a produção de artigos de referência está concentrada. Ou seja, a produção científica sobre o tema é restrita a um pequeno grupo de autores/pesquisadores, sendo que o mais produtivo é o autor *Luc Renneboog* que publicou cinco artigos no recorte temporal analisado.

Na mesma linha, buscou-se também a identificação das Universidades, Colégios e Departamentos que proporcionam apoio de pesquisa para os autores em suas publicações, assim, foi construído o Quadro 4 que apresenta as afiliações dos autores. Foram consideradas apenas as instituições de ensino que apresentaram duas ou mais publicações.

Quadro 4 – Afiliações dos artigos

Nº	Instituições de ensino superior	País de origem	Número de publicações
1	<i>Nanyang Technological University</i>	Singapura	5
2	<i>Tilburg University</i>	Holanda	5
3	<i>Auckland University of Technology</i>	Nova Zelândia	4
4	<i>University of Sheffield</i>	Reino Unido	3
5	<i>University of Ontario Institute of Technology</i>	Canadá	3
6	<i>Syracuse University</i>	Estados Unidos	3
7	<i>Economics and Research Department Manila</i>	Filipinas	3
8	<i>Arizona State University</i>	Estados Unidos	2
9	<i>University of the Pacific</i>	Estados Unidos	2
10	<i>University of Washington Seattle</i>	Estados Unidos	2
11	<i>Carleton University</i>	Canadá	2
12	<i>Texas Tech University at Lubbock</i>	Estados Unidos	2
13	<i>Universita Bocconi</i>	Itália	2
14	<i>University of Connecticut</i>	Estados Unidos	2
15	<i>Cardiff University</i>	Reino Unido	2
16	<i>University of Ottawa</i>	Canadá	2
17	<i>Boston College</i>	Estados Unidos	2
18	<i>American University of Sharjah</i>	Emirados Árabes	2
19	<i>Bentley University</i>	Estados Unidos	2

Fonte: Dados da pesquisa.



Pela análise do Quadro 4, nota-se que as Instituições de ensino que publicaram acima de um artigo formam um grupo de 19 entidades, e elas possuem juntas 50 publicações, ou seja, 48,54% dos artigos encontrados. Assim, observa-se que há concentração em poucas entidades, que, por sua vez, não se distanciam muito entre si em relação ao número de publicações. Verifica-se também que existe a predominância de instituições de ensino superior de países europeus e norte-americanos. Para complementar esta análise foi elaborado o Quadro 5 que apresenta a nacionalidade das afiliações.

Quadro 5 – Nacionalidade das afiliações

Nº	País	Número de publicações
1	Estados Unidos	48
2	Reino Unido	14
3	Canadá	12
4	Holanda	7
5	Itália	5
6	Japão	5
7	Singapura	5
8	França	4
9	Nova Zelândia	4
10	Filipinas	4
11	Bélgica	3
12	Coréia do Sul	3
13	Austrália	2
14	Grécia	2
15	China	2
16	Alemanha	2
17	Portugal	2
18	Espanha	2
19	Emirados Árabes	2

Fonte: Dados da pesquisa.

No Quadro 5 foram considerados apenas países que tiveram duas ou mais publicações, assim, verifica-se que as instituições de ensino situadas nos Estados Unidos são as mais prolíficas sobre o tema conjunto, na sequência vem Reino Unido e Canadá. As Instituições de ensino dos três primeiros países juntos são responsáveis por 74 artigos, ou seja, 71,84% das publicações. Este é um indício forte da concentração das publicações por país, e também isso reflete as suas preocupações com a Governança corporativa e fusões/aquisições nos ambientes corporativos.

Outro levantamento realizado foi a contagem de citações dos artigos selecionados; no Quadro 6 foram considerados apenas os 15 artigos mais citados das bases de dados ISI *Web*



Knowledge e SCOPUS; o número de citações apresentado é o resultado da soma de ambas as bases. Além do nome do artigo e quantidade de citações, no Quadro 6 foram evidenciados também o ano, o nome do periódico e o(s) autor(es).

Quadro 6 – Artigos mais citados

Nº	Nome do artigo	Ano	Nome do periódico	Autor(es)	Número de citações
1	<i>Cross-country determinants of mergers and acquisitions</i>	2004	<i>Journal of Financial Economics</i>	Rossi, S.; Volpin, P.F.	198
2	<i>The costs of entrenched boards</i>	2005	<i>Journal of Financial Economics</i>	Bebchuk, L.A.; Cohen, A.	187
3	<i>Monitoring: Which institutions matter?</i>	2007	<i>Journal of Financial Economics</i>	Chen, X.; Harford, J.; Li, K.	129
4	<i>The decline of takeovers and disciplinary managerial turnover</i>	1997	<i>Journal of Financial Economics</i>	Mikkelsen, W.H.; Partch, M.M.	108
5	<i>The choice of payment method in European mergers and acquisitions</i>	2005	<i>Journal of Finance</i>	Faccio, M.; Masulis, R.W.	102
6	<i>Power dependence, diversification strategy, and performance in keiretsu member firms</i>	2004	<i>Strategic Management Journal</i>	Kim, H.; Hoskisson, R.E.; Wan, W.P.	72
7	<i>Separation of ownership from control and acquiring firm performance: The case of family ownership in Canada</i>	2006	<i>Journal of Business Finance and Accounting</i>	Ben-Amar, W.; André, P.	61
8	<i>Market valuation of joint ventures: Joint venture characteristics and wealth gains</i>	1997	<i>Journal of Business Venturing</i>	Park, S.H.; Dongcheol, K.	52
9	<i>Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias</i>	2007	<i>European Financial Management</i>	Doukas, J.A.; Petmezas, D.	44
10	<i>Let's make a deal! How shareholder control impacts merger payoffs</i>	2005	<i>Journal of Financial Economics</i>	Moeller, T.	39
11	<i>The role of human resource management in cross-border mergers and acquisitions</i>	2004	<i>International Journal of Human Resource Management</i>	Aguilera, R.V.; Dencker, J.C.	35
12	<i>Spillover of corporate governance standards in cross-border mergers and acquisitions</i>	2008	<i>Journal of Corporate Finance</i>	Martynova, M.; Renneboog, L.	34
13	<i>Governance mechanisms in Spanish banks. Does ownership matter?</i>	2004	<i>Journal of Banking and Finance</i>	Crespí, R.; García-Cestona, M.A.; Salas, V.	32
14	<i>Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals</i>	2009	<i>Journal of International Business Studies</i>	Aybar, B.; Ficici, A.	27
15	<i>What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment?</i>	2009	<i>Journal of Corporate Finance</i>	Martynova, M.; Renneboog, L.	25

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base no Quadro 6, nota-se a representativa importância de quatro publicações, sendo: a primeira com 198 citações e intitulada "*Cross-country determinants of mergers and acquisitions*" de 2004; a segunda com 187 citações e denominada "*The costs of entrenched*

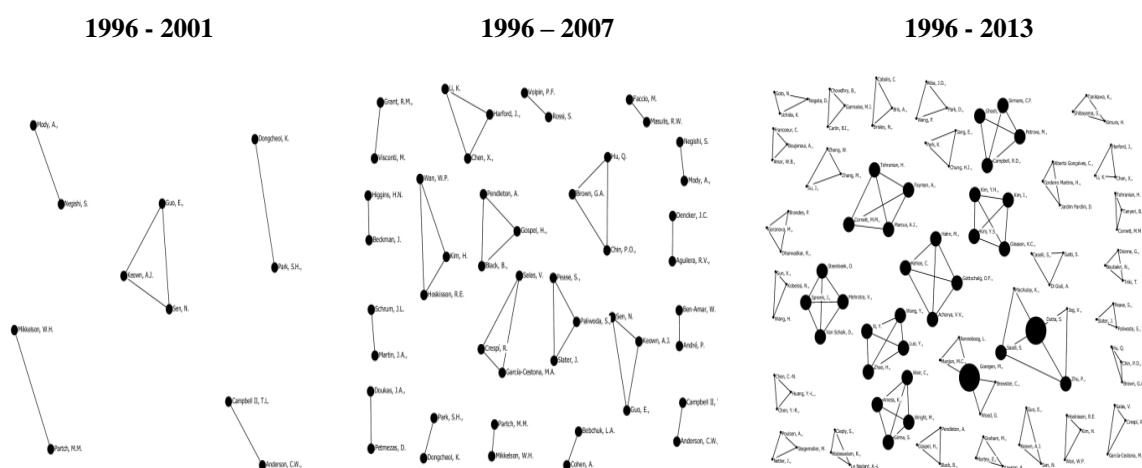
boards" de 2005; a terceira com 129 citações e intitulada "Monitoring: Which institutions matter?" de 2007 e a quarta com 108 citações e denominada "The decline of takeovers and disciplinary managerial turnover" de 1997.

Verifica-se que o ponto em comum entre os quatro artigos mais citados é que eles foram publicados em um mesmo periódico, que, por sua vez, é norte-americano, no caso o "Journal of Financial Economics" que possui JCR de 3,424.

Após a realização de todas as análises bibliométricas até então, realiza-se a partir desse ponto uma série de avaliações sociométricas para complementar este estudo. Com todos os artigos baixados, foram extraídas informações sobre seus coautores e inseridos no *software* UCINET® 6, que gerou as figuras representativas da estrutura da rede de coautoria e seus indicadores de laços encontrados entre os atores principais.

A primeira análise sociométrica realizada foi obtida por meio da Figura 1, que apresenta três recortes temporais de nove anos do intervalo total de 1996 a 2013. Foram retiradas dos três períodos de análise autores que não formaram laços, e ainda, do último período foram retirados os autores que formavam laços duplos devido ao excesso de pequenas redes que prejudicam a análise sociométrica.

Figura 1 – Recorte temporal das redes de coautoria



Fonte: Dados da pesquisa

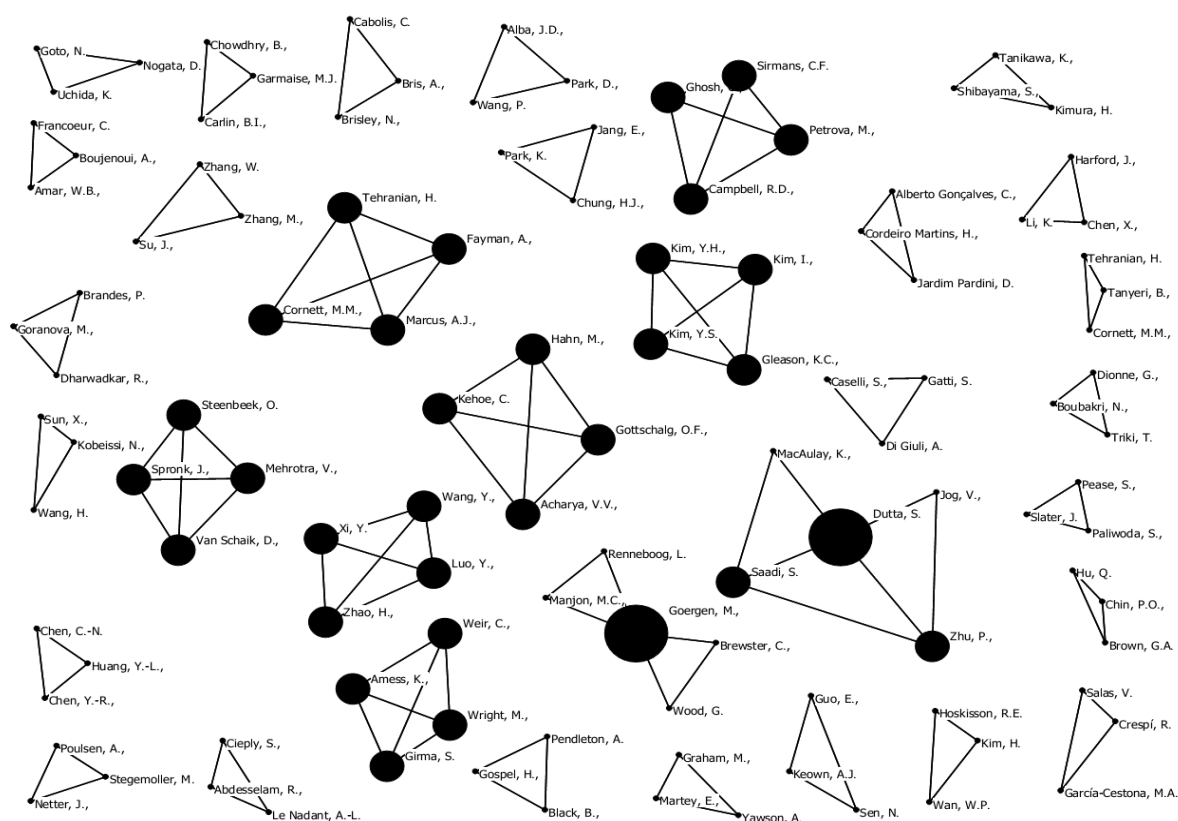
Pelos recortes temporais apresentados na Figura 1, constata-se que no primeiro período entre 1996 e 2001 ocorreu a formação de pequenos laços. Já no segundo recorte de tempo que



avaliou o período de 1996 a 2007, percebeu-se um representativo aumento dos laços duplos e triplos, com maior ocorrência deste último.

No terceiro período de 1996 a 2013, além dos laços duplos e triplos, verificou-se a ocorrência representativa de pequenas redes de coautoria com representativo grau de centralidade. Verifica-se também que, as redes que apresentaram grau de centralidade no último recorte não tiveram influência dos dois primeiros recortes. Para melhorar a visualização do terceiro recorte apresenta-se a Figura 2, a seguir.

Figura 2 - Redes de coautoria sobre Governança Corporativa e Fusões/Aquisições



Fonte: Dados da pesquisa.

Pela Figura 2, verifica-se a ocorrência de pequenas redes com representativo grau de centralidade, entretanto isoladas. A ocorrência de várias redes isoladas indica a formação de pequenos grupos de estudos, que, por sua vez, buscam avanços em suas pesquisas; entretanto, isso pode significar a redundância dos achados empíricos os grupos. O ideal seria a ocorrência de uma rede única ligando as pequenas redes apresentadas na Figura 2. A interligação das pequenas redes em uma rede única poderia sinalizar que o conhecimento científico estaria sendo



compartilhado por mais pessoas, e mais pesquisadores focados em um único ponto proporcionaria maior avanço para o tema de governança corporativa e fusões/aquisições.

Por último, foi elaborado a nuvem de palavras e para isso utilizou-se o programa WORDLE®, disponível *on-line*. Com os *abstracts* dos artigos analisados foi obtido um texto único que foi inserido no WORDLE e o resultado foi obtido na Figura 3, a seguir.

Figura 3 – Nuvens de palavras sobre Governança corporativa e Fusões/aquisições



Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se, pela Figura 3, que as principais expressões que surgiram na nuvem de palavras, além das expressões principais "Fusões/aquisições" e "Governança Corporativa", foram: evidências, propriedade, investimento, mercado, empresa, controle, desempenho. Tais palavras representam as expressões mais utilizadas pelos artigos explorados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com o objetivo de identificar os sistemas relacionais existentes entre os autores prolíficos e mais referenciados nas pesquisas sobre Fusões e aquisições sob a lente da Governança Corporativa em âmbito internacional entre 1996 e 2013. Assim, realizou-se um estudo bibliométrico e sociométrico com artigos das bases de dados ISI *Web Knowledge* e SCOPUS. Foram identificados porque continham as expressões "*corporate governance*" and "*mergers and acquisitions*".



Os 103 artigos foram baixados, tabulados e inseridos no *software* UCINET® 6, para gerar as figuras representativas da estrutura da rede de coautorias. E, por último, foi formada a nuvem de palavras com os *abstracts* dos artigos por meio do programa WORDLE®, disponível *on-line*.

Como resultados, observou-se que as publicações sobre governança corporativa e fusões/aquisições não eram representativas até 2003, a partir de 2004 houve um salto de produtividade crescendo gradativamente até 2013 com 13 publicações nas bases pesquisadas.

Os periódicos que mais publicaram sobre o tema foram: *Corporate Ownership and Control*, *Journal of Corporate Finance* e *Journal of Financial Economics*, que, por sua vez, apresentaram 26, 21% de todos os artigos encontrados, assim, podem ser considerados como referências para futuros estudos. Verifica-se também que os 14 autores mais prolíficos detêm 38,83% do total de publicações encontradas, isso demonstra relativa concentração de publicações em um grupo pequeno de autores.

Observando as instituições de ensino superior verifica-se a predominância de entidades de países europeus e norte-americanos. Quanto aos artigos mais citados verificou-se os seguintes: 1) *Cross-country determinants of mergers and acquisitions*; 2) *The costs of entrenched boards*; c) *Monitoring: Which institutions matter?*; d) *The decline of takeovers and disciplinary managerial turnover*. Sendo que, todos eles foram publicados no "*Journal of Financial Economics*".

Sob a análise sociométrica, constata-se que houve um fortalecimento das redes de coautoria nos últimos 9 tendo como base o ano de 2013, e os autores que haviam se destacado até 2001 ou até 2007 não foram os mesmos que se consolidaram em 2013.

O ponto mais importante da pesquisa foi a análise das redes de coautoria de todo o período, ou seja, de 1996 a 2013 que se verificou a existência de pequenas redes isoladas que demonstram a formação de pequenos grupos de estudos, que, por sua vez, não contribuem de forma eficaz para o avanço das descobertas na área, já que nesses pequenos grupos ocorre a redundância do conhecimento.

A organização ideal dessas pequenas redes seria a ocorrência de ligações entre os seus membros formando uma grande rede; pois, assim, o conhecimento estaria sendo compartilhado por mais pessoas, portanto, mais pesquisadores focados em um único ponto proporcionaria maior avanço para o tema sobre governança corporativa e fusões/aquisições.



Quanto às limitações da pesquisa relata-se que, pode ter sido deixado de relacionar estudos que não foram capturados pelas expressões utilizadas neste estudo, tais como: temas relacionados a determinados mecanismos de governança nas fusões e aquisições, ou outros termos utilizados para referendar governança corporativa. E, ainda, pode ter sido deixado de lado algum estudo relevante que não tenha apresentado muitos laços.

Sugere-se para futuros estudos um aprofundamento sobre os resultados encontrados dos artigos baixados, numa perspectiva temporal e evolutiva de discussão. Outra possibilidade de estudo seria identificar características dos centros de pesquisas que mais se destacaram neste estudo, de forma a perceber características que os tornam referências na pesquisa sobre governança corporativa e fusões/aquisições.

RERERÊNCIAS

BALANCIERI, R. **Análise de redes de pesquisa em uma plataforma de gestão em ciência e tecnologia: uma aplicação à plataforma Lattes** (Doctoral dissertation, Universidade Federal de Santa Catarina), 2004.

BARDIN, L. (1979). **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70.

BEN-AMAR, W.; ANDRÉ, P. Separation of ownership from control and acquiring firm performance: The case of family ownership in Canada. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 33, n. 3-4, p. 517-543, 2006.

BOUBAKRI, N.; DIONNE, G.; TRIKI, T. Consolidation and value creation in the insurance industry: The role of governance. **Journal of Banking & Finance**, v. 32, n. 1, p. 56-68, 2008.

BRUNHARA, A. J. O processo de internacionalização da Totvs: estudo de caso da aquisição da mexicana Sipros e as aderências às teorias à luz do modelo de Whitelock (2002). **InternexT-Revista Eletrônica de Negócios Internacionais da ESPM**, v. 8, n. 2, p. 99-112, 2013.

CHEN, X.; HARFORD, J.; LI, K. Monitoring: Which institutions matter?. **Journal of Financial Economics**, v. 86, n. 2, p. 279-305, 2007.

COFFEE, J. The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. **Northwestern University Law Review** 93, 641-708, 1999.

DIDRIKSSON, A. **La sociedad del conocimiento desde la perspectiva latinoamericana**. Memorias Del IV Encuentro de Estudios Prospectivos Región Andina: Sociedad, Educación y Desarrollo: Medellín, 2003.

DONALDSON, G. **Corporate Restructuring**. Boston. Harvard Business School Press, 1994.



FONSECA, E. N. **Bibliometria – Teoria e Prática**. São Paulo: Cultrix, 1986.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. Harbra, 1997.

GOMPERS, P. METRICK, A. Institutional Investors and Equity Prices. **Quarterly Journal of Economics**, 2001.

HOLMSTROM, B.; KAPLAN, S. N. **Corporate Governance and Merger Activity in the US: Making Sense of the 1980s and 1990s**. National bureau of economic research, 2001.

JENSEN, M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. **American Economic Review**, v. 76, p. 323-329, 1986.

JENSEN, M. Takeovers: Their Causes and Consequences. **Journal of Economic Perspectives**, v. 2, p. 21-48, 1988.

KAPLAN, S.; STEIN, J. The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in The 1980s. **Quarterly Journal of Economics**, 1993.

KPMG - Cutting Through Complexity. **Pesquisa de Fusões e Aquisições 2013 – 4º trimestre**: Espelho das transações realizadas no Brasil, 2013. Disponível em: https://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigo_sepublicacoes/Documents/Fusoes%20e%20Aquisicoes/2013/FA-4-trimestre-2013.pdf. Acesso em: 05 mar. 2015.

KRIECK, P. A.; KAYO, E. K. Teoria da Agência e Governança Corporativa: Um Estudo de Evento em Fusões e Aquisições de 2000 a 2012. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, p. 1-17, 2014.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Agency problems and dividend policies around the world. **Journal of Finance**, v. 55, p. 1-33, 2000.

LEITE FILHO, G. A. Padrões de produtividade de autores em periódicos e congressos na área de contabilidade no Brasil: um estudo bibliométrico. **In Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, São Paulo: FEA/USP, v. 6, p. 01-14, 2006.

PAGANO, M.; ROELL, A.; ZECHNER, J. The geography of equity listing: Why do companies list abroad? **Journal of Finance**, v. 57, P. 2651–2694, 2002.

POTERBA, J.; SAMWICK, A. Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption. **Brookings Papers on Economic Activity**, v. 2, p. 295-357, 1996.

REESE, W.; WEISBACH, M. Protection of minority shareholder interests, cross-listing in the United States, and subsequent equity offerings. **Journal of Financial Economics**, v. 66, P. 65–104, 2002.

ROSSI, S.; VOLPIN, P. F. Cross-country determinants of mergers and acquisitions. **Journal of Financial Economics**, v. 74, n. 2, p. 277-304, 2004.



SCOTT, W. R. **Institutions and Organisations**. Sage, Thousand Oaks, CA, 2001.

SINGH, H.; MONTGOMERY, C. A. Corporate acquisitions strategies and economic performance. **Strategic Management Journal**, Chichester , v .8, n.4, p.377-386, July/Aug. 1987.

VIKAS, M. et al. **Creditor-Focused Corporate Governance: evidence from Mergers and Acquisitions in Japan**. Center for Economic Institutions, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, 2009.

WALTER, S. A.; SILVA, E. D. Visão baseada em recursos: um estudo bibliométrico e de redes sociais da produção científica da área de estratégia do EnANPAD 1997-2007. In: EnANPAD, **Anais...**, **32**, 2008.

WANG, C.; XIE, F. Corporate governance transfer and synergistic gains from mergers and acquisitions. **Review of Financial Studies**, v. 22, n. 2, p. 829-858, 2009.

WASSERMAN, S.; GALASKIEVICZ, J. **Advances in social network analysis: Research in the social and behavioral sciences**. Sage, 1994.