

Criação de Valor em Fusões e Aquisições além de Fronteiras: Uma análise empírica do caso brasileiro

Maria Pia de Siqueira Garcia
Adriana Bruscatto Bortoluzzo
Dirk Michael Boehe
Hsia Hua Sheng

**Criação de Valor em Fusões e Aquisições além de Fronteiras:
Uma análise empírica do caso brasileiro**

Maria Pia de Siqueira Garcia

Adriana Bruscato Bortoluzzo¹

Dirk Michael Boehe²

Hsia Hua Sheng³

Resumo

Este artigo tem como objetivo investigar se as aquisições realizadas por empresas brasileiras fora do país nos últimos 15 anos têm gerado valor a seus acionistas. Além disso, é realizada uma análise empírica dos fatores determinantes desse sucesso, com base nas teorias institucional, sociocultural e de aprendizagem organizacional. Os resultados do estudo são condizentes com a teoria e contribuem para a literatura e para a comunidade empresarial ao indicar que de fato as investidas além de fronteiras de companhias do Brasil criam valor – o qual é positivamente impactado quando a distância cultural entre os países da adquirida e adquirente é baixa ou média e quando o ambiente institucional no qual a empresa alvo se encontra é desenvolvido. Já a relação entre as experiências anteriores das brasileiras em fusões ou aquisições internacionais e o desempenho de uma nova aquisição fora do país segue o formato de U-invertido, conciliando resultados divergentes encontrados na literatura. Estes resultados enfatizam a relevância de se considerar a experiência com fusões e aquisições da empresa compradora além das características institucionais dos seus países alvo.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições Além de Fronteiras. Internacionalização. Geração de valor. Teoria Institucional. Aprendizagem Organizacional.

¹ Insper Instituto de Ensino de Pesquisa

² b Business School - University of Adelaide

³ Escola de Administração de Empresas de São Paulo - Fundação Getúlio Vargas

Abstract

This study aims to investigate whether the cross-border acquisitions made by Brazilian companies over the past 15 years have created value to their shareholders. Drawing on Institutional, Socio-cultural and Organizational Learning theories, this study develops and empirically tests several hypotheses on the determinants of M&A performance. The results are in line with these theories and contribute to the literature as well as to the business community as they demonstrate that the cross-border acquisitions of Brazilian companies do create value. Value creation is positive when the cultural distance between the acquiring and acquired companies is low to medium and when the institutional context in which the acquired company operates is developed. We also find that the relationship between the previous experience of acquiring companies in international M&As and the performance of a new cross-border operation follows an inverted-U shape. This result reconciles the contradictory findings from previous research. Our results suggest that studies on international M&As must include the M&A experience of the acquiring firm as well as the institutional characteristics of its target countries.

Keywords: Cross-border M&A. Internationalization. Value creation. Institutional Theory. Organizational Learning.

1 Introdução

As fusões e aquisições (F&As) além de fronteira são um fenômeno de cada vez maior importância na sociedade contemporânea (LUO & TUNG, 2007). Entre 1997 e 2007, aproximadamente 90% dos investimentos estrangeiros diretos do mundo foram resultado de fusões e aquisições “além de fronteiras”, ou seja, aquelas nas quais a empresa adquirente e a adquirida estão sediadas em países distintos. Considerando apenas o ano de 2007, o valor dessas transações bateu os USD 2,1 trilhões ou 47% de todas as fusões e aquisições verificadas no mundo. No Brasil, mais de 30% dos casos registrados envolveram empresas estrangeiras (UNCTAD, 2008).

As fundações teóricas do estudo de fusões e aquisições além de fronteiras tradicionalmente se baseavam em perspectivas econômicas, tais como a economia dos custos de transação e o “*Eclectic Paradigm*” (*Ownership-Location-Internalization advantages*), dado que as análises existentes investigavam o fenômeno, sobretudo enquanto investimento estrangeiro direto (SHIMIZU et al., 2004). Com o passar dos anos, no entanto, a evolução natural do tema passou da análise de seus antecedentes e motivadores para a análise de seus processos e resultados. Assim, cada vez mais o foco migrou para a

visão baseada em recursos e para a perspectiva de aprendizagem organizacional (BARKEMA & VERMEULEN, 1998).

Teorias com base institucional e sociocultural, que analisam o impacto de distância cultural, de diferenças regulatórias e de contingências institucionais em eventos de reestruturação societária são cada vez mais numerosas atualmente (NADOLSKA & BARKEMA, 2007; GUBBI et al., 2009; LIN et al., 2009; REUS & LAMONT, 2009; DIKOVA, SAHIB & WITTELOOSTUIJN, 2010), dado que as análises mais tradicionais, de foco financeiro-econômico e de mercado têm se mostrado insuficientes para capturar toda a complexidade inerente a uma aquisição além de fronteiras (KING et al., 2004).

Apesar de sua importância, poucos trabalhos são focados em F&A além de fronteiras no mercado emergente. Lin et al. (2009) analisaram estatísticas e casos focados na China e na Índia; Cartwright e Schoenberg (2006) mencionam o fato de estudos longitudinais de F&As também serem pouco comuns e sempre situados em países desenvolvidos. Camargos e Barbosa (2008) analisaram de fusões e aquisições no Brasil e outros estudos abordam algum aspecto qualitativo do evento, como o processo de integração das empresas.

Este estudo visa preencher a lacuna existente na literatura sobre o tema no contexto brasileiro, tendo como objetivo verificar empiricamente se as fusões e aquisições realizadas por empresas nacionais dos países emergentes no exterior de 1994 até 2008 geraram valor a seus acionistas, bem como analisar fatores determinantes desse eventual sucesso. A escolha de diferentes métricas contábeis como *proxies* de desempenho financeiro de longo prazo foi feita de forma a contornar o problema da falta de correlação entre variáveis financeiras (comumente operacionalizadas pelo CAR, ou *cumulative abnormal return*, que mede a soma das diferenças entre o retorno esperado de uma ação e seu retorno de fato verificado) e desempenho percebido *ex-post facto* (SCHOENBERG, 2006).

2 Referencial Teórico

2.1 A criação de valor em fusões e aquisições

O conceito de criação de valor, no contexto deste estudo, se baseia na ideia de Jensen e Ruback (1983) de que o valor criado por meio de uma aquisição terá um efeito positivo na performance integral de uma firma, uma vez que a obtenção de sinergias se traduzirá em melhorias de custos e receitas claramente refletidas nas demonstrações financeiras consolidadas da mesma – as quais, uma vez divulgadas e analisadas, resultarão em movimentos positivos no preço de uma ação e conseqüente retorno ao acionista.

Assim, a criação de valor será analisada no nível organizacional e no grau de eficiência do mercado de controle corporativo. Por meio do desempenho da entidade resultante da fusão de duas empresas, acima e além do valor gerado pela transação em si. A mesma será definida como a variação no desempenho de uma empresa ocorrido durante o período relevante para a execução do plano de negócios relacionado à aquisição realizada.

O fato é que ainda não existe consenso na literatura de F&As a respeito de seus efeitos sobre a criação de valor para uma companhia que adote estes tipos de operações como estratégia de crescimento e/ou internacionalização. Enquanto alguns estudos encontram associações positivas entre estes eventos e o desempenho de companhias que os realizam, outros observam uma deterioração dos resultados da adquirente e há ainda aqueles que não conseguem encontrar relação alguma (KING et al., 2004). A seguir serão discutidos alguns estudos que corroboram com cada tipo de relação entre fusões e aquisições e criação de valor.

2.2. A vertente dos resultados positivos e nulos

Os artigos da literatura sobre F&As que encontram associações positivas entre estes eventos e o desempenho das companhias que os realizam comumente se baseiam nos conceitos de captura de sinergias via “*parenting advantage*”⁴, recursos complementares ou capacidade absorptiva como *core* de seus modelos (*Ibid.*)

Healy, Palepu e Ruback (1992), por exemplo, argumentam que há quase uma unanimidade de que os acionistas de empresas adquiridas se beneficiam por fusões e aquisições, o que é evidenciado pelo prêmio que recebem pela venda de suas ações. Já em relação aos adquirentes, o estudo dos preços de suas ações em *takeovers* indica que eles geralmente não perdem nem ganham, enquanto o valor patrimonial combinado das duas empresas costuma aumentar como resultado de uma transação desse tipo.

Construindo com base no estudo acima citado, Capron e Pistre (2002) argumentam que aquisições são uma “benção mista” para os acionistas das adquirentes, até mesmo quando conseguem criar sinergias. Corroborando com grande parte da literatura, as autoras comentam que o retorno médio para os adquirentes de sucesso é nulo, enquanto os benefícios de sinergia costumam ser capturados pelos acionistas das adquiridas (um retorno de mais de 30% em média).

⁴ *Parenting Advantage* se refere à idéia de que negócios agregados obtêm um desempenho superior àquele que conseguiriam alcançar se fossem entidades separadas e independentes.

No caso mais específico de F&As além de fronteiras, Hagendorff e Voss (2010) argumentam que a diversificação geográfica resultante desta estratégia de internacionalização possui valor para um investidor na medida em que possibilita o aproveitamento de imperfeições de mercado, sobretudo a expansão dos ativos “informacionais” que uma empresa detém.

Dessa forma, as F&As internacionais proporcionam às empresas, principalmente àquelas de países emergentes, o acesso a recursos-chave estratégicos que podem não estar disponíveis em seus mercados domésticos, melhorando sua competitividade de forma geral (LUO & TUNG, 2007). Além disso, a possível transferência de *status* e reputação da empresa adquirida para a adquirente ajuda a última a superar os típicos problemas de *liability of foreignness* e *liability of newness* que encontra nos mercados globais. Tudo isso faz com que as F&As entre organizações de países emergentes e aquelas de países mais desenvolvidos tenham um potencial superior de gerar valor (GUBBI et al., 2009).

2.3. A vertente dos resultados negativos

Contrastando as ideias descritas acima, Datta e Puia (1995) realizaram um estudo integrando as teorias de Custos de Transação, da Visão Baseada em Recursos e de Diferenças Culturais, reportando que as fusões e aquisições internacionais em média não geram valor para os adquirentes – alinhando-se aos resultados de estudos sobre fusões e aquisições nacionais nos EUA.

Grande parte dos estudos que encontram relações negativas entre F&As e criação de valor se baseia na Teoria de Agência para explicar que o conflito de interesses entre executivos (agentes) e acionistas (principais) faz com que os primeiros busquem maximizar sua própria utilidade, em detrimento dos interesses dos acionistas de uma empresa. Como resultado, os agentes incentivariam a compra de empresas por motivos diversos ao comumente aceito de maximização do valor da companhia, figurando em um caso de irracionalidade econômica. Essa motivação negativa de alguns executivos, como forma de aumentar seus próprios ganhos, é intitulada de “*managerialism*” e é utilizada como uma das principais justificativas nos casos de F&As que destroem valor (SETH, SONG & PETTIT, 2000).

Outra explicação frequentemente encontrada na literatura se baseia nos altos prêmios pagos pelas ações de empresas adquiridas. Similarmente, Capron e Pistre (2002) sugerem a possibilidade da presença de múltiplos compradores potenciais no mercado de controle corporativo gerar tal competição pelos recursos da empresa alvo, que qualquer retorno anormal potencial de uma fusão seja anulado pela elevação do preço pago pela empresa adquirida, resultante do processo competitivo.

Além dessas explicações, questões relacionadas à realidade pós-aquisição das empresas são sugeridas na literatura como fontes de fracasso das investidas. O gerenciamento eficaz de aquisições internacionais, em específico, parece ser ainda mais difícil, com grande parte dessas aquisições não cumprindo as expectativas inicialmente atribuídas à operação (REUS & LAMONT, 2009). Fatores inibidores da obtenção de valor com aquisições, nestes casos, são caracterizados por dificuldades no processo de integração entre as empresas adquirente e adquirida, sejam elas resultantes da falta de experiência da adquirente, de diferenças de gestão e cultura entre ambas ou da falta de complementaridade entre seus ativos.

Na mesma linha de análise, Moeller e Schlingemann (2005) observam em seu estudo que os retornos de ações são negativamente impactados nos casos de “diversificação global”, o que indica que F&As internacionais não geram valor aos acionistas das adquirentes – os quais podem, de acordo com a teoria financeira, diversificar e diluir seu risco por conta própria de forma mais eficaz do que aquela obtida por meio da diversificação direta de suas empresas.

Portanto, há falta de consenso na literatura em relação a criação de valor em fusões e aquisições. As medidas utilizadas para avaliar desempenho pode ser uma das explicações dessas discordâncias. Zollo e Meier (2008) analisam as diferentes métricas utilizadas na literatura para representar o desempenho dessas operações. Apesar da imensa quantidade de pesquisas realizadas, há pouca ou nenhuma concordância dentro e entre as disciplinas de análise utilizadas (sejam elas baseadas em gestão estratégica, finanças corporativas ou comportamento organizacional) a respeito de como medir a performance de uma aquisição.

3 Construção das Hipóteses

Além da questão tradicional da sinergia, a literatura já existente sobre fusões e aquisições além de fronteiras divide os fatores que influenciam seu resultado em três grandes grupos: (i) fatores específicos da firma e sua indústria, tais como experiência prévia em F&As enquanto multinacional, experiência prévia local, diversidade do portfólio de produtos, estratégia de internacionalização; intensidade tecnológica, de marketing e da força de vendas; (ii) fatores específicos à transação, tais como o grau de relação entre as empresas, a forma de pagamento da operação e o processo de integração pós-evento; e (iii) fatores específicos ao contexto institucional (ou aos países da adquirente e adquirida), tais como seu crescimento, suas instituições e sua cultura específica – além de diferenças idiossincráticas entre as culturas desses países (SHIMIZU et al., 2004).

3.1 Fator Sinergia

A hipótese da sinergia propõe que as aquisições ocorrem quando o valor da empresa resultante é maior do que a soma dos valores de suas empresas constituintes. Este valor adicional, também conhecido como ganho de sinergia pode ser decorrente de diversos fatores como um aumento de eficiência operacional (tais como economias de escala e de escopo), aumento de poder de mercado, obtenção de novos conhecimentos e desenvolvimento via aprendizagem de novas competências ou ainda alguma forma de ganho financeiro (SETH et al., 2000).

A fonte de valor em F&As internacionais sinérgicas está na capacidade de se praticar a “internalização reversa”, ou seja, de se adquirir competências e recursos em outros países para empregá-los de forma valiosa em seus mercados domésticos. Neste caso, a combinação das “*expertises*” de ambas as empresas tende a criar novas oportunidades de investimento e produção para a companhia resultante. Tal efeito é ilustrado no estudo de Salis (2008) sobre empresas de manufatura adquiridas por estrangeiros na Eslovênia, o qual mostra que o principal ganho dessas aquisições além de fronteiras resulta do fluxo reverso de recursos que é estabelecido (das afiliadas externas para a empresa adquirente) – o que sugere a busca de ativos (de alta tecnologia e *know-how* principalmente) como orientação central de investimentos estrangeiros diretos no país.

Assim, a hipótese de sinergia que caracteriza esse estudo tem como premissa a ideia de que executivos tomam decisões com o objetivo de aumentar o valor econômico de suas empresas e, além disso, de que possuem de fato a capacidade cognitiva para criar esse valor.

Com base na teoria exposta acima, constrói-se a primeira hipótese do artigo:

Hipótese 1: *“As fusões e aquisições além de fronteiras criam valor de longo prazo para a empresa adquirente.”*

3.2 Fator Aprendizado

Experiência é uma fonte primária de aprendizagem nas organizações (BARKEMA & VERMEULEN, 1998). Diversos são os estudos que abordam os efeitos das experiências passadas de uma empresa em uma nova investida, dado que tanto a experiência individual quanto a organizacional podem ser necessárias para minimizar problemas de integração (KING et al., 2004).

De acordo com Kusewitt (1985), o fato de alguns estudos demonstrarem que altas taxas de aquisições levam a desempenho superior devido à maior experiência, enquanto outros sugerem que este

mesmo fator pode gerar uma “indigestão corporativa”, pode ser solucionado ao se acreditar que ambas as visões estão corretas por existir uma relação ótima entre taxa de aquisições e performance do adquirente. Esta relação teria o formato de U-invertido, por inicialmente se mostrar positiva e, a partir de um ponto de “saturação” corporativa, começar a cair.

A queda desta curva poderia ser explicada, entre outros fatores, pela perda de controle e dificuldade de coordenação interna resultante de múltiplas aquisições. Hitt *et al.* (1998), em seu estudo sobre os atributos de sucesso e fracasso nas aquisições de empresas dos Estados- Unidos, citam exemplos de empresas (HBO, Ashland Oil, Cooper Industries e Datapoint, entre outras) que realizaram diversas aquisições subsequentes em períodos curtos de tempo e, como resultado, seus executivos não foram capazes de focar suas energias nem nas avaliações e negociações necessárias para se adquirir as novas empresas, nem nas atividades requisitadas para efetivamente integrar as empresas já adquiridas nas operações de seus negócios.

Devido à operacionalização comumente atribuída ao conceito de experiência, por meio do número de F&As anteriores de uma empresa, as noções de experiência e taxa de aquisições se confunde – o que pode explicar a falta de consenso sobre seu efeito no desempenho pós-aquisição. De forma a tentar solucionar esta lacuna e com base na teoria desenvolvida acima, constrói-se a segunda hipótese do artigo:

Hipótese 2: *“Existe uma relação de U-invertido entre experiência em aquisições além de fronteiras e criação de valor de longo prazo para a empresa adquirente”.*

3.3 Fator Ambiente Institucional Formal

A ideia dos efeitos do nível das nações sobre o comportamento individual e organizacional é central no estudo de negócios internacionais. Acadêmicos têm criado conceitos e medidas dos efeitos de um país por meio da análise de características do ambiente nacional que, eles acreditam, são capazes de discriminar países e explicar a variação entre diferentes nações no comportamento organizacional.

De forma geral, os arranjos institucionais são específicos a cada país e são utilizados como base de exploração de efeitos intra-nações. Esses arranjos costumam evoluir dentro dos limites do ambiente socioeconômico e são estabelecidos como resultado das interações sociais que capturam diferentes aspectos de uma nação, tais como suas normas culturais, seu conhecimento social, suas regras e regulamentos, entre outros fatores (*Ibid.*). Como consequência, eles acabam por definir o

contexto social no qual as organizações atuam, bem como o modelo comportamental no qual se inserem.

No caso das aquisições, o potencial dos negócios é ainda mais sensível ao grau de eficiência dos mercados, sobretudo dos mercados financeiro e de controle corporativo, os quais afetam diretamente os custos envolvidos na transação. Transparência de informações financeiras, previsibilidade, *enforcement* de contratos, liquidez do mercado acionário e a presença de intermediários financeiros especializados, tipicamente encontrados em ambientes institucionais desenvolvidos, diminuem a complexidade de se analisar (ou de realizar uma *due diligence*), negociar, construir contratos e adquirir uma empresa estrangeira (MEYER *et al.*, 2008)).

Outra possível análise do papel do ambiente institucional no caso de fusões e aquisições internacionais de empresas brasileiras se fundamenta na Visão baseada em recursos. Esta análise prega que ambientes institucionais mais avançados, com maior competição e mercados focados no consumidor, podem oferecer um potencial superior de aprendizagem para estratégias de expansão internacional (LUO & TUNG, 2007).

Por outro lado, pode-se argumentar que ambientes institucionais mais desenvolvidos, justamente pela presença de um mercado de controle corporativo forte, tendem a aumentar a competição por empresas e, assim, a alargar os prêmios a serem pagos em uma aquisição. Neste caso, a geração de valor potencial para a empresa adquirente seria em parte consumida pelo custo incremental pago à adquirida: isto é o que prega a hipótese de “*hubris*” no contexto de fusões e aquisições (SETH *et al.*, 2000). No entanto, Gubbi *et al.* (2009) propõem que empresas de países emergentes utilizam essa forma de internacionalização para adquirir ativos estratégicos de mercados diversos de forma a superar suas desvantagens (de “*latecomer*” e de “*foreignness*”) e se tornar mais competitivas durante períodos de transição institucional. Tais vantagens – somadas ao potencial de aprendizagem e acesso a ativos informacionais valiosos – mais do que compensariam os altos prêmios pagos por empresas de ambientes desenvolvidos.

Mercados internacionais desenvolvidos, por fim, também oferecem melhor variedade e qualidade de recursos e competências intangíveis dos quais uma empresa de um país emergente necessita de forma a se renovar e se capacitar para resolver problemas cada vez mais complexos (GUBBI *et al.*, 2009).

Assim, com base na teoria exposta acima, constrói-se a terceira hipótese do artigo:

Hipótese 3: *“Fusões e aquisições além de fronteiras cuja empresa adquirida seja baseada em um país de ambiente institucional desenvolvido criarão mais valor do que aquelas cujos alvos se localizem em ambientes institucionais menos evoluídos”.*

3.4 Fator Ambiente Institucional Informal

Além do impacto do ambiente institucional formal do país da empresa adquirida, toda aquisição internacional também está sujeita a diferenças culturais entre as partes que se fundem. Assim, de acordo com Stahl e Voigt (2008), a habilidade de uma empresa criar valor pela exploração de ativos intangíveis em culturas distantes é determinada por sua capacidade de superar e de se utilizar dessa distância. Isto porque a distância cultural impacta tanto o estímulo de geração de sinergias e aprendizagem e o potencial de transferência de conhecimentos e competências quanto os custos de transação relacionados à diversificação geográfica e ao contato intra-cultural.

Com níveis crescentes de distância cultural, os valores organizacionais, os estilos de gestão e suas práticas tendem a variar significativamente, produzindo conflitos entre os recursos existentes resultantes da ambiguidade e do choque cultural (MOROSINI et al., 1998). Incompatibilidade e problemas de implementação quando do processo de integração em aquisições de culturas muito distantes podem acabar prejudicando a aprendizagem e a realização de sinergias (HAGENDORFF & VOSS, 2010).

Hagendorff e Voss (2010) argumentam que o valor atribuído por investidores aos ativos intensivos em conhecimento disponíveis quando de uma F&A além de fronteiras é diretamente afetado pelo papel moderador da distância cultural no compartilhamento e na aprendizagem dessas informações entre a subsidiária e a multinacional. Os autores propõem, assim, que níveis médios de diversidade cultural entre as partes que se fundem afetam positivamente o valor potencial dos intangíveis a serem compartilhados, uma vez que valores comuns entre funcionários facilitam a interação, a troca de recursos e a aprendizagem. Para níveis altos de disparidade cultural, entretanto, os custos de transação tendem a atrapalhar a transferência eficiente de competências e, assim, a reduzir o valor da diversificação geográfica.

Portanto, parte-se da ideia de que níveis baixos e médios de distância cultural são benéficos para o desempenho de fusões e aquisições e que, contrariamente, quando a distância se torna alta, o desempenho é negativamente impactado, de forma a elaborar a quarta hipótese do estudo:

Hipótese 4: “*Fusões e aquisições além de fronteiras caracterizadas por níveis baixos e médios de distância cultural tendem a gerar mais valor do que aquelas caracterizadas por altos níveis de distância cultural*”.

4 Metodologia

4.1 Amostra e Dados

De forma a responder os questionamentos deste estudo, foi construída uma amostra de 127 empresas brasileiras de capital aberto, dos segmentos de indústria e comércio, das quais 25 empresas realizaram ao menos uma fusão ou aquisição além de fronteiras entre 1994 e 2008, resultando em 67 transações em que o percentual das ações detidas pela adquirente após a transação foi superior a 50%.

Os dados de F&A além de fronteiras apresentaram uma concentração de operações a partir de 2006 (57% das F&A), com bastante representatividade de países da América (do Sul, principalmente – devido à proximidade geográfica e linguística, entre outros fatores) e em setores de atuação diversos com concentração em Siderurgia e Metalurgia (20%), Alimentos Processados (18%) e Petróleo, Gás e Biocombustíveis (13%).

As informações da amostra de 102 empresas brasileiras dos setores de indústria e comércio que não fizeram F&A além de fronteiras foram tomadas a cada ano, de forma que uma mesma empresa entrou com os dados em diversos anos no período analisado, resultando num painel com 482 observações.

Os dados contábeis das empresas utilizados no trabalho foram em sua totalidade de natureza secundária, advindos de relatórios financeiros e estudos de mercado, retirados da Bloomberg e devidamente ajustados para a construção das séries de retornos e índices necessários.

4.2 Escolha das Variáveis

Variáveis Dependentes

O modelo teórico proposto tem como variável resposta de interesse a criação de valor em fusões e aquisições além de fronteiras. Sua operacionalização se deu com base em duas variáveis de natureza contábil e foco de longo prazo: *Operating ROA* (*return on assets*) e *ROIC* (*return on invested capital*), ambas calculadas para um período de 48 meses. Estas variáveis são diretamente impactadas

por eventos de F&A, seja por meio de melhorias operacionais e de gestão ou por uma correta alocação dos recursos da companhia (ZOLLO & MEIER, 2008).

Como *proxies* de desempenho financeiro pós-fusão, as variáveis ΔROA e $\Delta ROIC$ foram criadas de forma a medir as variações nas métricas de retorno dos ativos e de retorno do capital investido, respectivamente, calculadas para a empresa adquirente entre os anos -1 e 2 (sendo 0 o ano de concretização da aquisição), em relação a um grupo de empresas da mesma indústria (BRUSH, 1996), conforme a fórmula abaixo:

$$\Delta ROA = (ROA_{i,t+2} - ROA_{c,t+2}) - (ROA_{i,t-1} - ROA_{c,t-1}) \text{ e}$$

$$\Delta ROIC = (ROIC_{i,t+2} - ROIC_{c,t+2}) - (ROIC_{i,t-1} - ROIC_{c,t-1}),$$

em que $ROA_{i,t+2}$ e $ROA_{i,t-1}$ representam o retorno dos ativos da empresa adquirente i nos anos $t+2$ e $t-1$, respectivamente, e $ROA_{c,t+2}$ e $ROA_{c,t-1}$ representam o retorno médio dos ativos das demais empresas da amostra do mesmo setor e de tamanho semelhante, nos anos $t+2$ e $t-1$, respectivamente.

A correção das variáveis pela média de seus setores de atuação foi feita de forma a controlar os efeitos macroeconômicos e setoriais do ambiente competitivo que impactam simultaneamente o desempenho de todas as empresas de uma mesma indústria (DELONG & DEYOUNG, 2007).

É importante ressaltar que se optou pela variável dependente $\Delta ROIC$ no modelo para verificação da hipótese 1 uma vez que o ROIC considera em seu cálculo o valor do capital investido na companhia, mostrando-se mais sensível a casos de aquisições de empresas ao ponderar o valor desembolsado para a compra. Por outro lado, para verificação das hipóteses 2 a 4, escolheu-se a variável ΔROA operacional como resposta, uma vez que esta reflete mais especificamente os impactos da aquisição nas operações da empresa, sendo diretamente influenciada por ganhos advindos de sinergias e melhores práticas.

Variáveis Explicativas

O modelo para verificação da hipótese 1 foi construído com apenas uma variável explicativa de interesse: Fusão ou Aquisição Além de Fronteiras (CBMA), operacionalizada por meio de uma *dummy* indicadora das companhias da amostra que fizeram F&A além de fronteiras.

O modelo para verificação das hipóteses 2 a 4 utilizou três variáveis independentes, de forma a medir o impacto de algumas características das empresas envolvidas em uma fusão ou aquisição além de fronteiras em seu desempenho: Experiência Internacional (Exp Inter), Ambiente Institucional (Amb Inst) e Distância Cultural (Dist Cult).

A variável experiência em fusões e aquisições internacionais é baseada no artigo de Nadolska e Barkema (2007), sendo operacionalizada pelo número de aquisições completadas pelas empresas, fora de seus países de origem, de 1980 (primeiro ano para o qual foi possível obter informações para a base de dados) até a data do anúncio da transação em questão. Esta variável foi incluída no modelo tanto em sua forma linear quanto quadrática de forma a testar a hipótese 2, a qual prevê a existência de uma relação em formato de U-invertido entre experiência em F&As além de fronteiras e o desempenho da empresa.

Os componentes do “*Economic Freedom Index*”, desenvolvido pela *Heritage Foundation* foram utilizados como *proxies* da força das instituições de suporte ao mercado em um país, sendo incluídos apenas aqueles índices que mais refletem a eficiência de um mercado: *business freedom*, *trade freedom*, *investment freedom*, *financial freedom* e *property rights*. Assim, para cada país e ano presentes na amostra, foi calculada a média dos valores obtidos para os cinco índices de liberdade econômica do país da adquirida. Por fim, utilizou-se uma variável dummy que indica se o país foi classificado como “de ambiente institucional desenvolvido”, ou seja, se a média dos índices utilizados foi superior a 70.

A variável distância cultural foi operacionalizada com base no índice de Kogut e Singh (KOGUT & SINGH, 1988), amplamente disseminado em estudos sobre internacionalização, que é baseado nas notas atribuídas às quatro dimensões culturais de uma nação: distância hierárquica (ou PDI, de *Power Distance Index*), individualismo, masculinidade e índice de controle da incerteza (ou UAI, de *Uncertainty Avoidance Index*). A validade desses construtos já foi extensamente demonstrada na literatura, sendo o índice de Kogut e Singh utilizado em estudos sobre formas de entrada em um novo país, efeitos de aprendizagem organizacional e desempenho de aquisições com base em vendas e retornos de mercado (HAGENDORFF & VOSS, 2010).

A medida de distância cultural é dada pela média aritmética das diferenças de valor entre cada dimensão cultural do país da empresa adquirente e da adquirida, ajustando-a pela variância de cada distribuição associada a uma dimensão cultural em particular. Novamente, criou-se uma variável *dummy* que indica se os países envolvidos na aquisição possuem elevado nível de distância cultural, isto é, se o valor da medida de distância cultural foi superior ao valor do terceiro quartil da distribuição amostral.

Variáveis de Controle

Para testar a hipótese um foram incluídas no modelo quatro variáveis de controle identificadas como fatores relevantes que poderiam levar uma empresa a fazer uma F&A internacional e que, se não

controladas, podem influenciar o desempenho financeiro da mesma: crescimento de vendas (Cresc Vend); crescimento de despesas operacionais (Cresc Desp Oper) , tamanho da empresa (*Market Cap*) e excesso de caixa (Exc Caixa).

Para testar as hipóteses 2 a 4 foram incluídas três variáveis de controle: subsidiária de multinacional (Subsidiária), possibilidade de entrada em novos mercados por meio da aquisição (Novo_Merc) e tamanho da empresa (Vendas).

4.3 Modelos

Para testar as hipóteses do estudo, houve a necessidade de trabalhar com dois modelos diferentes, um para verificar se empresas que realizam fusões e aquisições além de fronteiras criam valor de longo prazo para seus acionistas e outro para identificar os possíveis fatores determinantes desse valor gerado em F&A além de fronteira.

Conforme sugerem Salis (2008) e Bollen e Brand (2010), se as características que determinam o bom desempenho de uma firma forem também determinantes cruciais de aquisições no exterior, então os resultados de um modelo que apenas compare médias de performance de grupos de empresas que realizaram e que não realizaram F&A internacional serão viesados, uma vez que o impacto de uma aquisição pode ser superestimado e, conseqüentemente, criar uma expectativa excessiva em relação aos efeitos dessa operação para uma empresa do país.

De forma a minimizar um possível viés e incluir a heterogeneidade das empresas no modelo, para a verificação da hipótese 1, optou-se pela regressão com dados em painel utilizando a amostra geral das 127 empresas brasileiras que fizeram ou não uma F&A além de fronteira. Esta técnica combina dados de corte transversal com séries temporais e permite que as características específicas de cada empresa que impactam seu desempenho financeiro sejam consideradas.

O modelo de regressão com dados em painel é dado por

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{it1} + \beta_2 x_{it2} + \dots + \beta_k x_{itk} + a_i + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, \dots, n \text{ e } t = 1, \dots, T,$$

em que a_i representa o efeito não observado da empresa i e ε_{it} representa o erro aleatório da empresa i no tempo t . A regressão foi rodada tanto com efeitos fixos, quanto com aleatórios, sendo feita a escolha entre os modelos *a posteriori*, por meio do teste de Hausman.

Para a verificação das hipóteses 2 a 4 utilizou-se um modelo de regressão linear múltipla utilizando apenas a amostra de 25 empresas que realizaram as 67 F&A além de fronteiras no período

analisado. De forma a corrigir o viés de seleção do modelo, dado que a amostra das transações além de fronteiras não possui caráter aleatório, optou-se pela utilização do procedimento de Heckman (1979).

A correção de Heckman é realizada em dois estágios: no primeiro, é formulado um modelo *probit* para avaliar a probabilidade de uma empresa realizar fusão ou aquisição internacional de acordo com determinadas variáveis explicativas (neste caso, foram utilizadas as variáveis de controle do modelo para verificação da hipótese 1, uma vez que a literatura as reconhece como possíveis determinantes da decisão de aquisição além de fronteiras). No segundo estágio, o viés de seleção é corrigido por meio da inclusão de um regressor adicional na equação de regressão linear múltipla dos determinantes do desempenho de uma F&A internacional: a variável razão inversa de Mills, calculada por meio de uma transformação nas probabilidades individuais do modelo *probit*.

A Tabela 1 resume a operacionalização das variáveis dependentes, explicativas e de controle inclusas nos dois modelos do estudo.

Tabela 1 - Variáveis dependentes, explicativas e de controle utilizadas nos modelos.

	H1: Regressão com Dados em Paineis	H2 a H4: Regressão Linear Múltipla com correção de Heckman
Variável Dependente	Δ ROIC: variação no ROIC (retorno sobre o capital investido) da empresa adquirente, entre os anos -1 e +2 (sendo 0 o ano da aquisição), ajustada para a média da indústria	Δ ROA: variação no ROA (retorno dos ativos) da empresa adquirente, entre os anos -1 e +2 (sendo 0 o ano da aquisição), ajustada para a média da indústria
Variáveis Explicativas	CBMA: <i>dummy</i> que assume o valor 1 sempre que a empresa realizou fusão ou aquisição além de fronteiras (<i>Cross-Border M&A</i>) no ano em questão	<u>Exp Inter</u> : número de fusões e/ou aquisições além de fronteiras realizadas pela adquirente até a data da operação em questão
		<u>Amb Inst</u> : <i>dummy</i> que assume o valor 1 quando o país da adquirente possui ambiente institucional formal desenvolvido
		<u>Dist Cult</u> : <i>dummy</i> que assume o valor 1 para níveis altos de distância cultural entre os países das empresas adquirente e adquirida
Variáveis de controle	Cresc_Vend: variação percentual nas vendas da empresa entre os anos t-3 e t-1, sendo t o ano em questão	<u>Subsidiária</u> : <i>dummy</i> que assume valor 1 sempre que a empresa adquirente for subsidiária no Brasil de companhia estrangeira
	Cresc_Desp_Oper: variação percentual nas despesas operacionais da empresa (em relação às vendas) entre os anos t-3 e t-1, sendo t o ano em questão	<u>Novo Merc</u> : <i>dummy</i> que assume o valor 1 sempre que a F&A tiver possibilitado o acesso da adquirente a um mercado previamente fechado (por barreiras comerciais) para ela
	Mkt_Cap: logaritmo do valor de mercado da empresa, calculado pelo valor de suas ações multiplicado pelo	<u>Vendas</u> : logaritmo das vendas (em R\$ milhões) da empresa adquirente

número de ações em circulação no último dia de cada ano	
Exc_Caixa: proporção de “caixa e investimentos de curto prazo” para vendas da empresa, em %.	

5 Resultados

A Tabela 2 apresenta uma análise descritiva da amostra referente à primeira hipótese do estudo. Conforme é possível notar, as empresas que realizaram fusão ou aquisição além de fronteiras apresentaram valor médio superior tanto na variável de desempenho ΔROA , quanto no $\Delta ROIC$, comparadas às que não passaram por essa experiência. Por outro lado, seu desvio-padrão também é maior – indicando a alta variabilidade de desempenho preconizada na literatura entre empresas que realizam esse tipo de operação.

Conforme esperado, tanto o crescimento das despesas operacionais, quanto o excesso de caixa e o tamanho das empresas se mostraram superiores nos casos de organizações que realizaram alguma aquisição no período analisado. O maior crescimento de vendas de empresas que realizaram F&A internacional pode ser explicado pelo fato de empresas em crescimento possuírem mais recursos e eficiência operacional que lhe permitam expandir seus negócios para novos mercados; ou pelo fato de adquirirem outras empresas fora de sua nação de origem justamente para manterem taxas ao menos constantes de expansão via aumento da base de seus clientes potenciais.

Tabela 2: Análise descritiva das variáveis utilizadas no modelo de dados em painel para teste da Hipótese 1

Variável	Não realizaram CBMA		Realizaram CBMA		Total	
	Média	Desvio padrão	Média	Desvio padrão	Média	Desvio padrão
DROIC	-0,10	6,36	1,37	7,84	-0,04	9,10
DROA	0,13	4,03	2,01	9,02	0,50	5,67
Cresc_Vendas (%)	0,22	0,64	0,85	1,01	0,30	0,34
Cresc_Desp_Oper (%)	0,05	0,15	0,15	0,80	0,07	0,24
Exc_Caixa (%)	0,11	0,53	1,93	5,06	0,16	0,16
Mkt_Cap	6,50	12,15	11,27	12,85	7,44	13,18

Os resultados dos modelos de dados em painel e de regressão com correção de Heckman encontram-se na Tabela 3. Segundo o teste de Hausman, o modelo de regressão com efeitos aleatórios é mais apropriado para verificação da hipótese 1.

Tabela 3: Resultados dos modelos de regressão com dados em painel e de regressão com a correção de Heckman

Variáveis Explicativas e de Controle		Variável Dependente		
		ΔROIC		ΔROA
		Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Heckman
CBMA	H ₁	4,68** (1,99)	6,61*** (2,04)	
Exp_Inter	H ₂			0,89 (0,90)
Exp_Inter2	H ₂			-0,13* (0,07)
Amb_Inst	H ₃			6,77*** (2,51)
Dist_Cult	H ₄			-8,95*** (2,66)
Cresc_Vendas		-2,09 (1,91)	-2,67* (1,40)	
Cresc_Desp_Oper		-4,48** (2,32)	-1,79 (2,08)	
Exc_Caixa		-2,15 (3,43)	6,61*** (2,04)	
Mkt_Cap		-0,001* (0,0006)	0,09 (0,14)	
Subsidiaria				-6,99*** (2,38)
Novo_Merc				-3,87 (2,48)
Vendas				1,23** (0,61)
D1994_1995				-8,21** (3,92)
D1996_1997				-16,59* (9,05)
D1998_1999				-8,80*** (3,64)
D2000_2001				-10,31*** (3,59)
D2002_2003				-11,24*** (3,68)
D2004_2005				-6,46 (4,49)
D2006_2007				-7,43** (3,46)
Constante				3,61 (6,28)
Lambda				0,34*
R-quadrado		24%	8%	33%
Observações		482	482	67
Teste de Hausman		p-valor = 0,97		

Notas: Entre parênteses estão os erros padrões com correção para heterocedasticidade de White. *Estatisticamente significativo ao nível de 10%, ** ao nível de 5%, *** ao nível de 1%.

A variável explicativa de interesse para verificação da hipótese 1, CBMA, representativa da realização de fusão ou aquisição além de fronteiras, mostrou-se relevante ao nível de 1% no modelo de efeitos aleatórios e apresentou sinal de acordo com o esperado, ou seja, existem evidências estatísticas de que a realização de fusão ou aquisição além de fronteiras de fato cria valor de longo prazo para os acionistas da adquirente, sustentando a hipótese 1 do estudo.

De acordo com as hipóteses construídas, esperavam-se sinais positivos para os coeficientes das variáveis de experiência internacional e ambiente institucional. Já ao se analisar o quadrado da experiência internacional, esperava-se encontrar um coeficiente negativo, indicando, em conjunto com a forma linear da variável, a relação de U-invertido entre experiência e desempenho de uma empresa adquirente. Por fim, a variável utilizada para medir distância cultural deveria possuir um sinal negativo, indicando que altos níveis da mesma reduziram a performance de uma aquisição.

Conforme se pode constatar pela Tabela 3, todas as variáveis explicativas do modelo para verificação das hipóteses 2 a 4 apresentaram coeficientes de acordo com os sinais esperados e se mostraram relevantes, exceto a forma linear da variável de experiência internacional. Assim, todas as hipóteses propostas pelo estudo foram sustentadas pela análise empírica dos dados.

Além disso, é de se notar que o coeficiente da variável *lambda*, relacionada à correção de Heckman, é estatisticamente significativo, o que sugere a necessidade de sua inclusão para correção do viés de seleção do modelo. Já o sinal da variável, positivo, indica que fatores latentes, não inclusos na equação de desempenho, aumentam a probabilidade de uma empresa realizar uma fusão ou aquisição internacional e, ao mesmo tempo, melhoram seu desempenho.

Em relação à hipótese 2, dado que o coeficiente da variável *Exp_Inter* em sua forma linear possui sinal positivo e, em sua forma quadrática, sinal negativo, sustenta-se que a relação entre experiência internacional e desempenho tenha formato de U-invertido. Utilizando-se os coeficientes do modelo e calculando-se o ponto máximo da parábola, o desempenho das F&A além de fronteira cresce até a realização da terceira F&A e a partir daí começa a ocorrer queda no desempenho com o aumento do número de transações pela empresa adquirente.

A hipótese 3, cuja ideia central é a de que ambientes institucionais mais desenvolvidos trariam melhores resultados a uma F&A internacional, é suportada por uma significância estatística e pelo sinal positivo de seu coeficiente, o qual indica que instituições desenvolvidas contribuem em proporção superior a instituições menos desenvolvidas para a geração de valor. Já com base no coeficiente da

distância cultural e em sua significância estatística, sustenta-se a hipótese 4, ou seja, para níveis altos de distância cultural entre dois países, o resultado de uma aquisição internacional seria inferior ao verificado no caso de distâncias médias e altas.

Em relação às variáveis de controle incluídas no modelo, observou-se que tanto a entrada em novos mercados resultante de uma aquisição, quanto o fato da adquirente ser subsidiária de uma multinacional estrangeira reduzem o desempenho de uma aquisição internacional, ainda que apenas a segunda variável tenha se mostrado relevante. Já a métrica utilizada para representar o tamanho das empresas indicou que corporações maiores apresentam retornos superiores em suas investidas internacionais àqueles verificados por organizações menores.

6 Conclusão

Este estudo teve como objetivo analisar a criação de valor resultante de fusões e aquisições além de fronteiras no contexto das empresas brasileiras. Além disso, foram explorados possíveis fatores determinantes desse desempenho positivo sob a ótica de teorias alternativas que vêm ganhando importância na literatura sobre o tema, dado que análises de cunho mais econômico e financeiro, encontradas na maior parte dos estudos existentes, parecem não captar toda a complexidade atrelada a esse tipo de operação.

Este estudo contribuiu para a literatura sobre a criação de valor em “*cross-border M&As*” ao abordar o contexto de um país emergente de cada vez maior relevância no contexto mundial e ainda pouco explorado. Os resultados encontrados por meio da análise empírica do contexto brasileiro representam uma nova evidência que contradiz boa parte dos estudos existentes na literatura, ao verificar que a realização de F&As além de fronteiras gerou valor aos acionistas das empresas que se utilizaram dessa estratégia de internacionalização, ao prover retornos acima da média das indústrias em que se encontram. Tal resultado pode ser explicado pela captura de valiosas sinergias por meio do acesso a recursos-chave estratégicos, a ganhos de escopo e escala, do aumento de poder de mercado, da obtenção de novos conhecimentos e da superação da *liability of foreignness* e *liability of newness*.

No tocante ao efeito da experiência da adquirente em F&AS internacionais no desempenho de uma nova investida, sugeriu-se uma relação de U-invertido entre ambas, uma vez que a operacionalização do construto “experiência” comumente é feito por meio do número de F&As anteriores, o que faz com que um alto nível de experiência também possa representar uma alta taxa de operações realizadas em um curto período de tempo. Neste caso, a partir de certo ponto, o desempenho

da empresa adquirente tenderia a cair, devido ao excesso de aquisições simultâneas e a consequente dificuldade de coordenação e integração das mesmas. Esta relação foi confirmada pelos dados, representando uma importante contribuição para a literatura que encontrava relações positivas e relações negativas sem uma explicação para o motivo da divergência. Ao encontrar evidências preliminares para uma curva U invertida, este estudo sugere que os resultados divergentes na literatura existente podem ser conciliados. Possivelmente, estudos anteriores focavam em empresas em diferentes estágios de internacionalização.

No caso do impacto do ambiente institucional da empresa adquirida, em seu aspecto formal, pode-se dizer que há praticamente um consenso na literatura. Para empresas de países emergentes, claramente existem grandes oportunidades ao se adquirir organizações situadas em países desenvolvidos, principalmente devido ao potencial de internalização de melhores práticas e ativos informacionais valiosos. Assim, era de se esperar que a relação entre o grau de desenvolvimento do ambiente institucional da empresa adquirida e a criação de valor resultante da aquisição neste contexto fosse positiva – o que se mostrou verdadeiro.

Por fim, a hipótese relacionada ao aspecto informal das instituições, sua cultura, foi construída com base nas últimas contribuições à literatura oriundas de estudos que buscam, como este, explicar resultados contraditórios. O estudo segregou níveis “baixos a médios” de distância cultural de níveis altos, pois se acredita que níveis altos sempre geram resultados inferiores aqueles gerados pela distância baixa e média entre culturas. A evidência empírica proveu suporte a esta ideia, figurando como uma possível alternativa de operacionalização da variável.

Os resultados do estudo trazem implicações gerenciais que não devem ser relevadas. Torna-se clara a necessidade de executivos analisarem previamente as características das empresas alvo em diversos aspectos – sobretudo em relação a questões comumente negligenciadas pelas áreas responsáveis por aquisições dentro das organizações: questões como o ambiente institucional formal e informal na qual a empresa alvo se insere. Isso porque, conforme a análise empírica evidencia, o desempenho de longo prazo de um investimento dessa natureza pode ser substancialmente impactado por fatores não-financeiros da adquirida.

Pode-se citar como limitação do trabalho a falta de dados disponíveis a respeito de algumas das variáveis utilizadas no modelo (como, por exemplo, medidas culturais para o Paraguai) e de boa parte das fusões e aquisições internacionais realizadas por empresas brasileiras, devido ao fato de as mesmas possuírem capital fechado – bem como de muitas informações relevantes a respeito das aquisições não serem obrigatoriamente divulgadas no mercado brasileiro (tais como o valor da operação, por exemplo, ou relatórios financeiros das empresas adquiridas).

Além disso, sabe-se que o modelo proposto considera apenas algumas variáveis determinantes do desempenho de F&As internacionais – não tendo a pretensão de ser exaustivo nesse sentido por focar em apenas alguns aspectos teóricos que foram julgados altamente relevantes no contexto analisado. Diversos estudos, embasados em teorias distintas, identificam outros possíveis fatores, em diferentes níveis de análise, que igualmente parecem impactar na criação de valor de uma F&A internacional e que, portanto, também devem ser considerados tanto por acadêmicos quanto por gestores no estudo sobre o tema.

7 Referências

BARKEMA, H.G.; VERMEULEN, F. International expansion through start-up or acquisitions: a learning perspective. *Academy of Management Journal*, v. 41, p. 7-26, 1998.

BOLLEN, K.A.; BRAND, J.E. A General Panel Model with Random and Fixed Effects: A Structural Equations Approach. *Social Forces*, v.89, n.1, p.1-34, 2010.

BRUSH, T. H. Predicted change in operational synergy and post-acquisition performance of acquired businesses. *Strategic Management Journal*, v.17, n.1, p. 1-24, 1996.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Criação de Valor e Sinergias Operacionais. *Revista de Administração de Empresas*, v. 49, n. 2, p. 206-220, 2009.

CAPRON, L.; PISTRE, N. When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*, v. 23, p. 781-794, 2002.

CARTWRIGHT, S.; SHOENBERG, R. Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities. *British Journal of Management*, v. 17, p. S1-S5, 2006.

DATTA, D.; PUIA, G. Cross-border acquisitions: an examination of the influence of relatedness and cultural fit on shareholder value creation in U.S. acquiring firms. *Management International Review*, v. 35, n.4, p. 337-359, 1995.

DELONG, G.; DEYOUNG, R. Learning by observing: Information spillovers in the execution and valuation of commercial bank M&As. *Journal of Finance*, v. 62, n. 1, p. 181-216, 2007.

DIKOVA, D.; SAHIB, P.R.; WITTELOOSTUIJN. Cross-border acquisition abandonment and completion: The effect of institutional differences and organizational learning in the international business service industry, 1981-2001. *Journal of International Business Studies*, v. 41, p. 223-245, 2010.

GUBBI, S.R.; AULAKH, P.S.; RAY, S.; SARKAR, M.; CHITTOOR, R. Do international acquisitions by emerging-economy firms create shareholder value? The case of Indian firms. *Journal of International Business Studies*, v.41, n.3, p. 397-418, 2009.

HAGENDORFF, J.; VOSS, H. Cultural Distance and the Value Effects of Global Diversification. Working paper, 2009.

HEALY, P.M.; PALEPU, K.G.; RUBACK, R.S. Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, v. 31, p. 135-175, 1992.

Heckman, J. J. Sample Selection Bias as a Specification Error. *Econometrica*, v. 47, n. 1, p. 153-161, 1979.

HITT, M.; HARRISON, J.; IRELAND, R.D.; BEST, A. Attributes of Successful and Unsuccessful Acquisitions of US Firms. *British Journal of Management*, v.9, n.2, p.91-114, 1998.

JENSEN, M. C.; RUBACK, R.S. The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, v. 11, p. 5-50, 1983.

KING, D.R.; DALTON, D.R.; DAILY, C.M.; COVIN, J.G. Meta-analyses of Post-Acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators. *Strategic Management Journal*, v. 25, p.187-200, 2004.

KUSEWITT, J.B. An Exploratory Study of Strategic Acquisition Factors Relating to Performance. *Strategic Management Journal*, v.6, p.151-169, 1985.

LIN, Z. J.; PENG, M. W.; YANG, H.; SUN, S. L. How do networks and learning drive M&As? An institutional comparison between China and the United States. *Strategic Management Journal*, v. 30, p. 1113-1132, 2009.

LUO, Y.; TUNG, R.L. International expansion of emerging market enterprises: A springboard perspective. *Journal of International Business Studies*, v.38, n.4, p. 481-98, 2007.

MEYER, K. E.; ESTRIN, S.; BHAUMIK, S. K.; PENG, M. W. Institutions, Resources and Entry Strategies in Emerging Economies. *Strategic Management Journal*, v. 30, p.61-80, 2009.

MOELLER, S.B.; SCHLINGEMANN, F.P. Global Diversification and Bidder Gains: A Comparison between Cross-Border and Domestic Acquisitions. *Journal of Banking and Finance*, v. 29, n.3, p.533-564, 2005.

MOROSINI, P.; SHANE, S.; SINGH, H. National Cultural Distance and Cross-Border Acquisition Performance. *Journal of International Business Studies*, v. 29, p. 137-158, 1998.

NADOLSKA, A.; BARKEMA, H.G. Learning to internationalise: the pace and success of foreign acquisitions. *Journal of International Business Studies*, v. 38, p. 1170-1186, 2007.

REUS, T.H.; LAMONT, B.T. The double-edged sword of cultural distance in international acquisitions. *Journal of International Business Studies*, v. 40, p. 1298-1316, 2009.

SALIS, S. Foreign Acquisition and Firm Productivity: Evidence from Slovenia. *The World Economy*, v.31, n.8, p.1030-1048, 2008.

SCHOENBERG, R. Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics. *British Journal of Management*. v. 17, p.361-370, 2006.

SETH, A.; SONG, K.P.; PETTIT, R. Synergy, Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives for Foreign Acquisitions of U.S. Firms. *Journal of International Business Studies*, v. 31, n.3, p. 387-405, 2000.

SHIMIZU, K.; HITT, M.A.; VAIDYANATHAN, D.; PISANO, V. Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. *Journal of International Management*, v. 10, p. 307-353, 2004.

STAHL, G.K.; VOIGT, A. Do cultural differences matter in mergers and acquisitions? A tentative model and examination. *Organization Science*, v.19, n.1, p.160-176, 2008.

UNCTAD. *World Investment Report 2008*. New York: United Nations Conference on Trade and Development, 2008.

ZOLLO, M.; MEIER, D. What Is M&A Performance? *Academy of Management Perspectives*, v.22, n.3, p. 55-77, 2008.