

# ARTIGOS

Submetido em 26.02.2012. Aprovado em 25.09.2013

Avaliado pelo sistema *double blind review*. Editor Científico: Mário Sacomano Neto

DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020140606>

## DESEMPENHO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES CROSS BORDER: ANÁLISE EMPÍRICA DO CASO BRASILEIRO

*Performance in cross-border mergers and acquisitions: an empirical analysis of the Brazilian case*

*Desempeño de fusiones y adquisiciones cross border: análisis empírico del caso brasileño*

### RESUMO

Este artigo tem como objetivo investigar se as aquisições realizadas por empresas brasileiras fora do País nos últimos 15 anos têm aumentado o desempenho financeiro dessas empresas. Além disso, é realizada uma análise empírica dos fatores determinantes desse sucesso, com base nas teorias institucional, socio-cultural e de aprendizagem organizacional. Os resultados indicam que, de fato, as investidas *cross border* de companhias do Brasil melhoram o desempenho, que é positivamente impactado quando a distância cultural entre os países da adquirida e da 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, enfatizando 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 *cross border*, internacionalização, desempenho financeiro, teoria institucional, aprendizagem organizacional.

### ABSTRACT

*This study aims to investigate whether the cross-border acquisitions made by Brazilian companies over the past 15 years have improved their financial performance. 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 demonstrate that the cross-border acquisitions of Brazilian companies improve their financial performance. Financial performance tends to be positive if the cultural distance between the countries of the acquiring and acquired companies is low to medium and if 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. These findings suggest that studies on international M&As should 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, financial performance, institutional theory, organizational learning.

### RESUMEN

*Este artículo tiene como objetivo investigar si las adquisiciones realizadas por empresas brasileñas fuera del País en los últimos 15 años han aumentado el desempeño financiero de esas empresas. Además, se realiza un análisis empírico de los factores determinantes de ese éxito, con base en las teorías institucional, sociocultural y de aprendizaje organizacional. Los resultados indican que, de hecho, las sociedades cross border de compañías de Brasil mejoran el desempeño, que es positivamente impactado por la distancia cultural entre los países de la adquirida y de la adquirente que es baja o mediana y sobre el ambiente institucional en el cual la empresa blanco se encuentra que es desarrollado. Ya la relación entre las experiencias anteriores de las brasileñas en fusiones o adquisiciones internacionales y el desempeño de una nueva adquisición fuera del País sigue el formato de U invertido, enfatizando la relevancia de considerar la experiencia con fusiones y adquisiciones de la empresa compradora además de las características institucionales de sus países blanco.*

**PALABRAS CLAVE** | Fusiones y adquisiciones *cross border*, internacionalización, desempeño financiero, teoría institucional, aprendizaje organizacional.

**ADRIANA BRUSCATO BORTOLUZZO**  
adrianab@insper.edu.br

Professora do Instituto de Ensino e Pesquisa – São Paulo – SP, Brasil

**MARIA PIA DE SIQUEIRA GARCIA**  
mariapiagarcia@hotmail.com

Mestre em Administração de Empresas pelo Instituto de Ensino e Pesquisa – São Paulo – SP, Brasil

**DIRK MICHAEL BOEHE**  
dirk.boehe@adelaide.edu.au  
Professor da Business School,  
University of Adelaide – Adelaide,  
Austrália

**HSIA HUA SHENG**  
hsia.sheng@fgv.br  
Professor da Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas – São Paulo – SP, Brasil

## INTRODUÇÃO

As fusões e aquisições (F&As) *cross border* são um fenômeno de importância cada vez maior na sociedade contemporânea (Luo & Tung, 2007). Entre 1997 e 2007, aproximadamente 90% dos investimentos estrangeiros diretos do mundo foram resultado de F&As *cross border*, ou seja, aquelas nas quais as empresas adquirente e 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 F&As verificadas no mundo. No Brasil, mais de 30% dos casos registrados envolveram empresas estrangeiras (United Nations Conference on Trade and Development [UNCTAD], 2008).

As fundações teóricas do estudo de F&As *cross border* tradicionalmente se baseavam em perspectivas econômicas, tais como a economia dos custos de transação e o *eclectic paradigm* (*ownership-locational-internalization advantages*) (Shimizu, Hitt, Vaidyanathc, & Pisano, 2004). Com o passar dos anos, 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 (Dikova, Sahib, & Witteloostuijn, 2010; Gubbi, Aulakh, Ray, Sarkar, & Chittoor, 2010; Lin, Peng, Yang, & Sun, 2009; Nadolska & Barkema, 2007; Reus & Lamont, 2009), 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 *cross border* (King, Dalton, Daily, & Covin, 2004).

Apesar de sua importância, poucos trabalhos são focados em F&A *cross border* no mercado emergente. Cartwright e Schoenberg (2006) mencionam o fato de estudos longitudinais de F&As também serem pouco comuns e sempre situados em países desenvolvidos. Os estudos focados no mercado emergente só começaram surgir nos últimos anos. Gubbi et al. (2010) examinaram o processo de criação de valor nas aquisições internacionais realizadas pelas empresas indianas. Lin et al. (2009) analisaram estatísticas e casos focados na China e na Índia; Abybar e Ficici (2009) estudaram a criação de valor em aquisições promovidas por empresas multinacionais de vários países emergentes.

Este estudo visa preencher a lacuna existente na literatura sobre o tema no contexto brasileiro, tendo como objetivo verificar empiricamente se as F&As realizadas por empresas nacionais no exterior, de 1994 até 2008, aumentaram o desempenho financeiro dessas empresas, bem como analisar fatores determinantes desse eventual sucesso. O estudo utiliza métricas contábeis como *proxies* de desempenho financeiro e con-

clui que as empresas brasileiras que realizaram F&A *cross border* no período apresentaram desempenho médio superior às que não realizaram tal negócio. Além disso, observa-se que o ambiente institucional e a distância cultural do país da adquirida influenciam o desempenho das F&As *cross border* e que a experiência internacional em F&As da empresa adquirente possui uma influência em formato de U-invertido no desempenho.

## DESEMPENHO FINANCEIRO EM FUSÕES E AQUISIÇÕES

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

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 esses tipos de operações como estratégia de crescimento e/ou internacionalização.

Os artigos da literatura sobre F&As que encontram associações positivas entre esses eventos e o desempenho das companhias que os realizam comumente se baseiam nos conceitos de captura de sinergias via *parenting advantage*. O aumento de preços de ações de empresas adquiridas demonstra essa valorização (Healy, Palepu, & Ruback, 1992). Capron e Pistre (2002) argumentam que aquisições são uma benção mista (*mixed blessing*) para os acionistas das adquirentes, isto é, o retorno pode ser positivo ou negativo para os adquirentes; no entanto, quando adquirentes conseguem criar sinergias, há criação de valor. No caso mais específico de F&As *cross border*, Hagendorff e Voss (2010) argumentam que a diversificação geográfica resultante dessa estratégia de internacionalização possui valor para um investidor na medida em que possibilita o aproveitamento de imperfeições de mercado, sobretudo a expansão dos ativos “informativos” 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 modo 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* (desvantagem para competir

em um novo país) e *liability of newness* (risco maior de fracassar comparado com empresas já estabelecidas) que encontra nos mercados globais (Eden & Miller, 2004).

Contrastando o efeito positivo descrito 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 F&As internacionais, em média, não geram valor para os adquirentes, alinhando-se aos resultados de estudos sobre F&As nacionais nos EUA. O problema de agência entre executivos (agentes) e acionistas (principais), intitulada *managerialism*, também é utilizada como uma das principais justificativas nos casos de F&As que destroem valor (Seth, Song, & Pettit, 2000).

Além dessas explicações, há outras questões que são apontadas como fontes de fracasso das investidas. A competição entre múltiplos compradores potenciais de controle pode gerar altos prêmios pagos pelas ações de empresas adquiridas (Capron & Pistre, 2002), ineficiência de gestão em relação à realidade pós-aquisição das empresas (Reus & Lamont, 2009), e, por fim, as diferentes medidas utilizadas para avaliar desempenho podem ser uma das explicações dessas discordâncias (Zollo & Meier, 2008).

## CONSTRUÇÃO DAS HIPÓTESES

Além da questão tradicional da sinergia, a literatura já existente sobre F&As *cross border* 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 como 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 da adquirida), tais como seu crescimento, suas instituições e sua cultura específica – além de diferenças idiossincráticas entre as culturas desses países (Shimizu et al., 2004).

### 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. Esse valor adicional, também conhecido como ganho de sinergia, pode ser decorrente de diversos fatores, como aumento de eficiência operacional (como econo-

mias de escala e de escopo), aumento de poder de mercado, obtenção de novos conhecimentos e desenvolvimento por meio de aprendizagem de novas competências ou, ainda, alguma forma de ganho financeiro (Seth et al., 2000). Camargos e Barbosa (2009) também encontraram F&As de empresas brasileiras que resultaram em sinergia operacional e criaram valor para acionistas.

A fonte de valor em F&As internacionais sinérgicas está na capacidade de se praticar a “internalização reversa”, ou seja, de se adquirirem competências e recursos em outros países para empregá-los de maneira valiosa em seus mercados domésticos. Nesse 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 *cross border* 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.

A hipótese de sinergia que caracteriza este estudo tem, assim, como premissa a ideia de que executivos tomam decisões com o objetivo de aumentar o desempenho financeiro a partir da criação de sinergias (Hill & Hoskisson, 1987) e, além disso, possuem, de fato, a capacidade cognitiva para criar essas sinergias.

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

H1: “As fusões e aquisições *cross border* aumentam o desempenho financeiro da empresa adquirente”.

### 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 esse 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 desempenho do adquirente. Essa 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 dessa curva poderia ser explicada, entre outros fatores, pela perda de controle e dificuldade de coordenação interna resultante de múltiplas aquisições. Hitt, Harrison, Ireland e Best (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, e, como resultado, seus executivos não foram capazes de focar suas energias nem nas avaliações e negociações necessárias para se adquirirem 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 confundem, o que pode explicar a falta de consenso sobre seu efeito no desempenho pós-aquisição. De modo a tentar solucionar essa lacuna e com base na teoria desenvolvida acima, constrói-se a segunda hipótese do artigo:

H2: “Existe uma relação de U-invertido entre experiência em aquisições *cross border* e o desempenho financeiro da empresa adquirente”.

## Fator ambiente institucional formal

A ideia dos efeitos do ambiente institucional das nações sobre o comportamento individual e organizacional é central no estudo de negócios internacionais (Peng, Wang, & Jiang, 2008). Acadêmicos têm criado conceitos e medidas dos efeitos de um país por meio da análise de características do ambiente institucional nacional que, eles acreditam, são capazes de discriminar países e explicar a variação entre diferentes nações no comportamento organizacional.

De modo geral, os arranjos institucionais são específicos a cada país e são utilizados como base de exploração de efeitos intranações. 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. Como consequência, eles acabam por definir o contexto social no qual as organizações atuam, bem como o modelo comportamental no qual se inserem (Scott, 1995).

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 presença de intermediários financeiros especializados, tipicamente encontrados em ambientes institucionais desenvolvidos, diminuem a complexidade de analisar (ou de realizar uma *due diligence*), negociar, construir contratos e adquirir uma empresa estrangeira (Meyer, Estrin, Bhaumik, & Peng, 2009).

Outra possível análise do papel do ambiente institucional no caso de F&As internacionais de empresas brasileiras fundamenta-se na visão baseada em recursos (VBR). Essa 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. Nesse caso, desempenho financeiro potencial para a empresa adquirente seria, em parte, consumido pelo custo incremental pago à adquirida: isso é o que prega a hipótese de *hubris* no contexto de F&As (Seth et al., 2000). Gubbi et al. (2010), no entanto, propõem que empresas de países emergentes utilizam essa forma de internacionalização para adquirir ativos estratégicos de mercados diversos, de modo a superar suas desvantagens (de *latecomer* e de *foreignness*) e tornarem-se 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 para se renovar e se capacitar para resolver problemas cada vez mais complexos (Gubbi et al., 2010).

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

H3: “Fusões e aquisições *cross border* cuja empresa adquirida seja baseada em um país de ambiente institucional desenvolvido gerarão desempenho financeiro maior do que aquelas cujos alvos se localizem em ambientes institucionais menos evoluídos”.

## 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. 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, pois 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 intracultural.

Com níveis crescentes de distância cultural, os valores, 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, Shane, & Singh, 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 ocorre uma F&A *cross border* 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 baixos e 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.

Parte-se, portanto, da ideia de que níveis baixos e médios de distância cultural são benéficos para o desempenho de F&As e que, contrariamente, quando a distância se torna alta, o desempenho é negativamente impactado, de modo a elaborar a quarta hipótese do estudo:

H4: “Fusões e aquisições *cross border* caracterizadas por níveis baixos e médios de distância cultural tendem a gerar desempenho financeiro maior do que aquelas caracterizadas por altos níveis de distância cultural”.

## METODOLOGIA

Nesta seção, apresenta-se a metodologia de coleta dos dados e como foram selecionadas as variáveis e modelos econométricos utilizados para atender aos objetivos da pesquisa.

## Amostra e dados

Para responder aos questionamentos deste estudo, foram coletadas as informações de todas as F&As *cross border* realizadas por empresas compradoras brasileiras de capital aberto, dos segmentos de indústria e comércio, entre 1994 e 2008, da base de dados *Mergers & Acquisitions Database* da Thomson Reuters. Filtrando somente as transações em que o percentual das ações detidas pela adquirente após a transação foi superior a 50%, obteve-se um total de 67 negociações realizadas por 25 empresas brasileiras distintas.

Os dados de F&As *cross border* apresentaram uma concentração de operações a partir de 2006 (57% das F&As), 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%). Mais detalhes sobre a amostra de F&A *cross border* podem ser encontrados na Tabela 1.

Para testar a Hipótese 1, foram selecionadas todas as empresas brasileiras de capital aberto, dos segmentos de indústria e comércio, que não fizeram F&A *cross border* entre 1994 e 2008. No sentido de obter uma maior homogeneização dos grupos de empresas que fizeram e que não fizeram F&As *cross border* em relação ao setor em que atuam, foram escolhidas, para a amostra de empresas que não fizeram F&As internacionais, somente aquelas com mesmo código SIC das 25 empresas que fizeram pelo menos uma F&A internacional, resultando numa amostra de 102 empresas no ano de 2008. As informações dessas empresas foram tomadas a cada ano, de 1994 a 2008, de modo que uma mesma empresa entrou com os dados em diversos anos no período analisado, resultando num painel desbalanceado 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, obtidos da Bloomberg e devidamente ajustados para a construção das séries de retornos e índices necessários.

## Escolha das variáveis

As variáveis foram selecionadas de acordo com a literatura disponível, e a operacionalização dos constructos foi realizada de acordo com a disponibilidade de dados.

## Variáveis dependentes

O modelo teórico proposto tem como variável resposta de interesse a criação de valor em F&As *cross border*. Sua operacionalização deu-se com base em duas variáveis de natureza contá-

bil: *Operating ROA (return on assets)* e *ROIC (return on invested capital)*, ambas calculadas para um período de 48 meses. Essas 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 DROA e DROIC foram criadas de modo 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 o 0 ano de concretização da aquisição), em relação a um grupo de empresas da mesma indústria (Brush, 1996), conforme a fórmula abaixo:

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

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

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 modo 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 DROIC 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 de 2 a 4, escolheu-se a variável DROA 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.

TABELA 1. Descrição do número de F&A *cross border* ao longo do tempo, por país da adquirida e por setor da adquirida

Período	Número de F&A <i>cross border</i>	País da adquirida	Número de F&A <i>cross border</i>	Setor de atuação da adquirida	Número de F&A <i>cross border</i>
1994-1995	6	Argentina	16	Siderurgia e Metalurgia	13
1996-1997	2	EUA	7	Alimentos Processados	12
1998-1999	5	Paraguai	5	Petróleo, Gás e Bicomcombustíveis	9
2000-2001	6	Canadá	4	Bebidas/Mineração	6
2002-2003	6	Colômbia México Noruega Peru	3	Máquinas e Equipamentos	5
2004-2005	4	Austrália Turquia Chile Reino Unido Japão Uruguai Venezuela	2	Material de Transporte	4
2006-2007	20	Costa Rica Dinamarca Equador Alemanha Itália Moçambique Holanda Portugal Espanha	1	Computadores e Equipamentos/Saúde	2
2008	18			Construção e Engenharia/Diversos/ Embalagens/Energia Elétrica/Madeira e Papel/ Materiais Diversos/Serviços, Vestuário e Calçados/Transporte	1

## Variáveis explicativas

O modelo para verificação da Hipótese 1 foi construído com apenas uma variável explicativa de interesse: Fusão ou Aquisição *Cross Border* (CBMA), operacionalizada por meio de uma *dummy* indicadora das companhias da amostra que fizeram F&A *cross border*.

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

A variável experiência em F&As 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.

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*. Para cada país e ano presentes na amostra, foi, assim, 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 \(1988\)](#), 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 medida de distância cultural é dada pela média aritmética das diferenças de valor entre cada dimensão cultural dos países 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 1, foram incluídas no modelo quatro variáveis de controle identificadas como fatores relevantes que poderiam levar uma empresa a fazer uma F&A internacional ([Danzon, Epstein, & Nicholson, 2007](#); [Salis, 2008](#)) e que, se não controladas, podem influenciar o seu desempenho financeiro: 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 de 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).

## Modelos

Para testar as hipóteses do estudo, houve a necessidade de trabalhar com dois modelos diferentes, um para verificar se as empresas que realizam F&As *cross border* 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 desempenho 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 modo 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.

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  $\varepsilon_{it}$  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 de 2 a 4, utilizou-se um modelo de regressão linear múltipla apenas com a amostra de

25 empresas que realizaram as 67 F&A *cross border* no período analisado. De modo a corrigir o viés de seleção do modelo, dado que a amostra das transações *cross border* 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 *cross border*). No segundo estágio, o viés de seleção é corrigido por meio da inclusão de um regressor adicional na equação 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*.

O Quadro 1 resume a operacionalização das variáveis dependentes, explicativas e de controle incluídas nos dois modelos do estudo.

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

	H1: Regressão com Dados em Painel	Efeito Esperado	H2 a H4: Regressão Linear Múltipla com Correção de Heckman	Efeito Esperado
Variável Dependente	$\Delta$ 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 Fontes: Zollo e Meier (2008); Brush (1996)		$\Delta$ 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 Fontes: Zollo e Meier (2008); Brush (1996)	
Variáveis Explicativas	CBMA: <i>dummy</i> que assume o valor 1 sempre que a empresa realizou fusão ou aquisição <i>cross border</i> no ano em questão	+	Exp_Inter: número de fusões e/ou aquisições <i>cross border</i> realizadas pela adquirente até a data da operação em questão Fontes: Nadolska e Barkema (2007); Kusewitt (1985)	+
			Amb_Inst: <i>dummy</i> que assume o valor 1 quando o país da adquirente possui ambiente institucional formal desenvolvido Fontes: Gubbi <i>et al.</i> (2010); Meyer <i>et al.</i> (2009); Luo e Tung (2007); Seth <i>et al.</i> (2000)	+
			Dist_Cult: <i>dummy</i> que assume o valor 1 para níveis altos de distância cultural entre os países das empresas adquirente e adquirida Fontes: Hagendorff e Voss (2010); Stahl e Voigt (2008); Kogut e Singh (1988)	-
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 Fonte: Danzon <i>et al.</i> (2007)		Subsidiária: <i>dummy</i> que assume valor 1 se a empresa adquirente for subsidiária no Brasil de companhia estrangeira Fonte: Karpaty (2007)	
	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 Fonte: Danzon <i>et al.</i> (2007)		Novo_Merc: <i>dummy</i> que assume o valor 1 sempre que a F&A tiver possibilitado o acesso da adquirente a um mercado fechado (por barreiras comerciais) para ela Fonte: Datta e Puia (1995)	
	Mkt_Cap: logaritmo do valor de mercado da empresa, calculado pelo valor de suas ações multiplicado pelo número de ações em circulação no último dia de cada ano Fontes: Salis (2008); Danzon <i>et al.</i> (2007)		Vendas: logaritmo das vendas (em R\$ milhões) da empresa adquirente  Fonte: Ruckman (2005)	
	Exc_Caixa: percentual de “caixa e investimentos de curto prazo” para vendas Fonte: Danzon <i>et al.</i> (2007)			



## 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 *cross border* apresentaram valor médio superior tanto na variável de desempenho DROA quanto na DROIC, 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 mostraram-se 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

lhes permitam expandir seus negócios para novos mercados (Ramamurti, 2012); ou pelo fato de adquirirem outras empresas fora de sua nação de origem justamente para manterem taxas ao menos constantes de expansão por meio de aumento da base de seus clientes potenciais, o que corresponde ao “*market-seeking*” (Dunning, 2000).

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

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

Não realizaram CBMA		Realizaram CBMA			Total	
Variável	Média	Desvio padrão	Média	Desvio padrão	Média	Desvio padrão
$\Delta$ ROIC	-0,10	6,36	1,37	7,84	-0,04	9,10
$\Delta$ ROA	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

Nota:  $\Delta$ ROIC = variação no retorno sobre o capital investido (ROIC);  $\Delta$ ROA = variação no retorno dos ativos (ROA); Cresc\_Vendas = variação percentual nas vendas; Cresc\_Desp\_Oper = variação percentual nas despesas operacionais; Exc\_Caixa = percentual de “caixa e investimentos de curto prazo” para vendas; Mkt\_Cap = logaritmo do valor de mercado da empresa; CBMA = fusão e aquisição *cross border*.

A variável explicativa de interesse para verificação da Hipótese 1, CBMA, representativa da realização de fusão ou aquisição *cross border*, 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 *cross border*, de fato, aumenta o desempenho financeiro da adquirente, sustentando a Hipótese 1 do estudo. Esse resultado está em conformidade com estudos teóricos (Luo & Tung, 2007) e empíricos (Gubbi et al., 2010) e dá suporte à vertente dos resultados positivos.

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 dela reduziriam o desempenho de uma aquisição.

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		
		$\Delta$ ROIC		$\Delta$ ROA
		Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Heckman
CBMA	H1	4,63** (2,06)	6,10*** (1,78)	
Exp_Inter	H2			0,89 (0,90)
Exp_Inter <sup>2</sup>	H2			-0,13* (0,07)
Amb_Inst	H3			6,77*** (2,51)
Dist_Cult	H4			-8,95*** (2,66)
Cresc_Vendas		-2,27 (1,86)	-1,98 (1,49)	
Cresc_Desp_Oper		-4,32* (2,28)	-1,39 (2,30)	
Exc_Caixa		-1,83 (3,43)	-2,11 (2,37)	
Mkt_Cap		-0,001* (0,0006)	0,002 (0,004)	
Subsidiária				-6,99*** (2,38)
Novo_Merc				-3,87 (2,48)
Vendas				1,23** (0,61)
D1994_1995		0,26 (0,45)	0,33 (0,42)	-8,21** (3,92)
D1996_1997		0,55 (1,16)	-0,14 (0,85)	-16,59* (9,05)
D1998_1999		0,58 (0,68)	-0,20 (0,38)	-8,80*** (3,64)
D2000_2001		0,65 (0,77)	-0,71*** (0,22)	-10,31*** (3,59)
D2002_2003		-1,91** (0,95)	-2,39*** (0,85)	-11,24*** (3,68)
D2004_2005		-0,93 (0,86)	-1,45* (0,76)	-6,46 (4,49)
D2006_2007		1,95*** (0,46)	0,88** (0,34)	-7,43** (3,46)
Constante		1,04 (1,03)	1,64** (0,75)	3,61 (6,28)
<i>Lambda</i>				0,34*
R <sup>2</sup>		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 significativa ao nível de 10%, \*\* ao nível de 5%, \*\*\* ao nível de 1%.  $\Delta$ ROIC = variação no retorno sobre o capital investido (ROIC);  $\Delta$ ROA = variação no retorno dos ativos (ROA); Cresc\_Vendas = variação percentual nas vendas; Cresc\_Desp\_Oper = variação percentual nas despesas operacionais; CBMA = Ocorrência de F&A *cross border*; Exp\_Inter = número de F&A *cross border* realizadas pela empresa; Amb\_Inst = país da adquirida possui ambiente formal desenvolvido; Dist\_Cult = distância cultural entre os países das empresas adquirente e adquirida; Cresc\_Vendas = variação percentual nas vendas; Cresc\_Desp\_Oper = variação percentual nas despesas operacionais; Exc\_Caixa = percentual de “caixa e investimentos de curto prazo” para vendas; Mkt\_Cap = logaritmo do valor de mercado da empresa; Subsidiária = Empresa adquirente é subsidiária de companhia estrangeira; Novo\_Merc = acesso da adquirente a um novo mercado; Vendas = logaritmo das vendas (em milhões de reais).

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

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. Esse resultado constitui uma contribuição nova para a literatura, ao reconciliar divergências em pesquisas anteriores que advogaram relações positivas e negativas entre experiência e desempenho financeiro (Hitt et al., 1998; Kusewitt, 1985).

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 o desempenho financeiro. O nosso teste dá, assim, apoio ao argumento conceitual de Luo e Tung (2007) sobre as vantagens de realizar F&A em países desenvolvidos.

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. Esse resultado está em linha com Hagendorff e Voss (2010) e pode implicar que, enquanto algumas empresas se beneficiam mais em ambientes institucionais informais mais próximos do país de origem (H4), outras se beneficiam mais em ambientes institucionais formais mais distantes do país de origem (H3).

Em relação às variáveis de controle incluídas no modelo, observou-se que tanto a entrada em novos mercados quanto o fato de a 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.

## CONCLUSÃO

Este estudo teve como objetivo analisar o desempenho financeiro resultante de F&As *cross border* no contexto das empresas brasileiras. Os resultados encontrados demonstram que a realização de F&As *cross border* gerou um desempenho financeiro mais elevado para as empresas que se utilizaram dessa estratégia de internacionalização. 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. Nesse caso, a partir de certo ponto, o desempenho da empresa adquirente tenderia a cair, devido ao excesso de aquisições simultâneas e à consequente dificuldade de coordenação e integração delas. Essa 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 analisando-se os estágios de internacionalização das empresas.

No caso do impacto do ambiente institucional da empresa adquirida, em seu aspecto formal, pode-se dizer, para empresas de países emergentes, que claramente existem grandes oportunidades ao se adquirirem organizações situadas em países desenvolvidos, principalmente devido ao potencial de internacionalização de melhores práticas e ativos informacionais valiosos. Era de se esperar, assim, que a relação entre o grau de desenvolvimento do ambiente institucional da empresa adquirida e a criação de valor resultante da aquisição nesse 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 àqueles gerados pela distâncias baixa e média entre culturas. A evidência empírica proveu suporte a essa 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, 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 (por exemplo, medidas culturais para o Paraguai) e de boa parte das F&As *cross border* realizadas por empresas brasileiras de capital fechado. Além disso, sabe-se que o modelo proposto considera apenas algumas variáveis determinantes do desempenho de F&As internacionais, que foram julgadas altamente relevantes no contexto analisado. Diversos estudos, embasados em teorias distintas, identificam outros possíveis fatores que devem ser considerados tanto por acadêmicos quanto por gestores no estudo futuro sobre o tema.

## REFERÊNCIAS

- Aybar, B., & Ficici, A. (2009). Cross-border acquisitions and firm value: an analysis of emerging-market multinationals. *Journal of International Business Studies*, 40(8), 1317-1338.
- Barkema, H. G., & Vermeulen, F. (1998). International expansion through start-up or acquisitions: a learning perspective. *Academy of Management Journal*, 41(1), 7-26.
- Bollen, K. A., & Brand, J. E. (2010). A general panel model with random and fixed effects: a structural equations approach. *Social Forces*, 89(1), 1-34.
- Brush, T. H. (1996). Predicted change in operational synergy and post-acquisition performance of acquired businesses. *Strategic Management Journal*, 17(1), 1-24.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2009). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 49(2), 206-220.
- Capron, L., & Pistre, N. (2002). When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*, 23(9), 781-794.
- Cartwright, S., & Shoenberg, R. (2006). Thirty years of mergers and acquisitions research: recent advances and future opportunities. *British Journal of Management*, 17(S1), S1-S5.
- Datta, D., & Puia, G. (1995). 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*, 35(4), 337-359.
- Delong, G., & Deyoung, R. (2007). Learning by observing: information spillovers in the execution and valuation of commercial bank M&As. *Journal of Finance*, 62(1), 181-216.
- Dikova, D., Sahib, P. R., & Witteloostuijn, A. V. (2010). 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*, 41(2), 223-245.
- Dunning, J. H. (2000). The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity. *International Business Review*, 9(2), 163-190.
- Eden, L., & Miller, S. R. (2004). Distance matters: liability of foreignness, institutional distance and ownership strategy. *Advances in International Management*, 16, 187-221.
- Gubbi, S. R., Aulakh, P. S., Ray, S., Sarkar, M., & Chittoor, R. (2010). Do international acquisitions by emerging-economy firms create shareholder value? The case of Indian firms. *Journal of International Business Studies*, 41(3), 397-418.
- Hagendorff, J., & Voss, H. (2010). Cultural distance and the value effects of global diversification. In: ANNUAL MEETING OF THE ACADEMY OF INTERNATIONAL BUSINESS, 52, 2010, Rio de Janeiro. *Anais*. Rio de Janeiro: AIB, 2010.
- Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31, 135-175.
- Heckman, J. J. (1979). Sample selection bias as a specification error. *Econometrica*, 47(1), 153-161.
- Hill, C. W. L., & Hoskisson, R. E. (1987). Strategy and structure in the multiproduct firm. *Academy of Management Review*, 12(2), 331-341.
- Hitt, M., Harrison, J., Ireland, R. D., & Best, A. (1998). Attributes of successful and unsuccessful acquisitions of US firms. *British Journal of Management*, 9(2), 91-114.
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50.
- Karpaty, P. (2007). Productivity effects of foreign acquisitions in Swedish manufacturing: the FDI productivity issue revisited. *International Journal of the Economics of Business*, 14(2), 241-260.
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187-200.
- Kogut, B., & Singh, H. (1988). The effect of national culture on the choice of entry mode. *Journal of International Business Studies*, 19(3), 411-432.
- Kusewitt, J. B. (1985). An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance. *Strategic Management Journal*, 6(2), 151-169.
- Lin, Z. J., Peng, M. W., Yang, H., & Sun, S. L. (2009). How do networks and learning drive M&As? An institutional comparison between China and the United States. *Strategic Management Journal*, 30(10), 1113-1132.
- Luo, Y., & Tung, R. L. (2007). International expansion of emerging market enterprises: a springboard perspective. *Journal of International Business Studies*, 38(4), 481-498.
- Meyer, K. E., Estrin, S., Bhaumik, S. K., & Peng, M. W. (2009). Institutions, resources and entry strategies in emerging economies. *Strategic Management Journal*, 30(1), 61-80.
- Morosini, P., Shane, S., & Singh, H. (1998). National cultural distance and cross-border acquisition performance. *Journal of International Business Studies*, 29, 137-158.

- Nadolska, A, & Barkema, H. G. (2007). Learning to internationalise: the pace and success of foreign acquisitions. *Journal of International Business Studies*, 38(7), 1170-1186.
- Peng, M. W, Wang, D. Y. L, & Jiang, Y. (2008). An institution-based view of international business strategy: a focus on emerging economies. *Journal of International Business Studies*, 39(5), 920-936.
- Ramamurti, R. (2012). What is really different about emerging market multinationals? *Global Strategy Journal*, 2(1), 41-47.
- Reus, T. H, & Lamont, B. T. (2009). The double-edged sword of cultural distance in international acquisitions. *Journal of International Business Studies*, 40(8), 1298-1316.
- Ruckman, K. (2005). Technology sourcing through acquisitions: evidence from the US drug industry. *Journal of International Business Studies*, 36(1), 89-103.
- Salis, S. (2008). Foreign acquisition and firm productivity: evidence from Slovenia. *The World Economy*, 31(8), 1030-1048.
- Scott, R. (1995). *Institutions and organizations*. Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- Seth, A, Song, K. P, & Pettit, R. (2000). Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of U.S. firms. *Journal of International Business Studies*, 31(3), 387-405.
- Shimizu, K, Hitt, M. A, Vaidyanathc, D, & Pisano, V. (2004). Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: a review of current research and recommendations for the future. *Journal of International Management*, 10(3), 307-353.
- Stahl, G. K, & Voigt, A. (2008). Do cultural differences matter in mergers and acquisitions? A tentative model and examination. *Organization Science*, 19(1), 160-176.
- United Nations Conference on Trade and Development. (2008). *World investment report 2008*. New York: United Nations Conference on Trade and Development.
- Zollo, M, & Meier, D. (2008). What is M&A performance? *Academy of Management Perspectives*, 22(3), 55-77.