



Universidade Federal da Paraíba
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Programa de Pós-Graduação em Administração
Curso de Mestrado Acadêmico em Administração

RAYANA KELLY BRASILEIRO MARTINS

**FUSÕES E AQUISIÇÕES CROSS-BORDER: UMA ANÁLISE DO EFEITO
PROVOCADO POR FATORES CULTURAIS E DE MERCADO NO DESEMPENHO
ECONÔMICO-FINANCEIRO**

João Pessoa – PB

2019



RAYANA KELLY BRASILEIRO MARTINS

**FUSÕES E AQUISIÇÕES CROSS-BORDER: UMA ANÁLISE DO EFEITO
PROVOCADO POR FATORES CULTURAIS E DE MERCADO NO DESEMPENHO
ECONÔMICO-FINANCEIRO**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de mestre em Administração no Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba.

Área de Concentração: Administração e Sociedade.

Linha de pesquisa: Informação e Mercado.

Orientador: Prof. Dr. Aldo Leonardo Cunha Callado

João Pessoa – PB

2019

M386f Martins, Rayana Kelly Brasileiro.

Fusões e aquisições cross-border: uma análise do efeito provocado por fatores culturais e de mercado no desempenho econômico-financeiro / Rayana Kelly Brasileiro Martins. - João Pessoa, 2019.

84 f. : il.

Orientação: Aldo Leonardo Cunha Callado.
Dissertação (Mestrado) - UFPB/CCSA.

1. Fusões e aquisições. 2. Distância cultural. 3. Características de mercado. 4. Desempenho econômico-financeiro. I. Callado, Aldo Leonardo Cunha. II. Título.

UFPB/CCSA

RAYANA KELLY BRASILEIRO MARTINS

**FUSÕES E AQUISIÇÕES CROSS-BORDER: UMA ANÁLISE DO EFEITO
PROVOCADO POR FATORES CULTURAIS E DE MERCADO NO DESEMPENHO
ECONÔMICO-FINANCEIRO**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de mestre em Administração no Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba.

Área de Concentração: Administração e Sociedade.

Linha de pesquisa: Informação e Mercado.

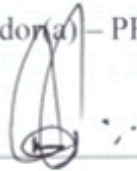
Dissertação aprovada em: 15 de fevereiro de 2019

BANCA EXAMINADORA



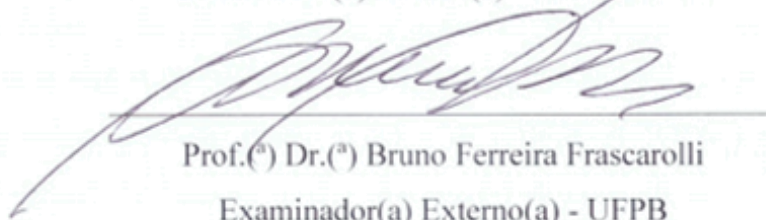
Prof.^(a) Dr.^(a) Aldo Leonardo Cunha Callado

Orientador(a) – PPGA/UFPB



Prof.^(a) Dr.^(a) Márcio André Veras Machado

Examinador(a) Interno(a) – PPGA/UFPB



Prof.^(a) Dr.^(a) Bruno Ferreira Frascarolli

Examinador(a) Externo(a) - UFPB

*“Somente aquilo que expressa o projeto de Deus,
tem consistência e permanece na história.”*

AGRADECIMENTOS

Primeiramente gostaria de agradecer a Deus pelo dom da vida, pois sem ela não seria possível chegar até aqui. Agradeço também a Ele por ser meu porto seguro nos momentos difíceis desta caminhada e fonte de sabedoria e discernimento.

Agradeço a toda minha família pelo apoio dado, em especial, meus pais Nelma e Onaldo e irmãos Roberta e Rafaell pelas palavras de incentivo e força para continuar buscando um futuro melhor. Aos meus tios Nielma e Cleomar por me acolherem como uma filha e, a minha prima e companheira de caminhada Mayara por tornar os dias em João Pessoa mais alegres e menos solitários e me ensinar a vivenciar a pós-graduação de forma mais leve.

Ao meu amado Daniel pelo companheirismo, força e carinho depositado nesses dois anos e por compreender os momentos necessários de ausência.

Ao meu orientador e professor Dr. Aldo Callado por toda ajuda, atenção, parceria e confiança depositada. O senhor será para mim um grande exemplo profissional a seguir.

Agradeço também a todos os professores do PPGA/UFPB pelo comprometimento na formação dos alunos. Em especial agradeço aos professores Dr. Sinézio Maia e Dr. Márcio Machado, que contribuíram efetivamente com o meu aprendizado na área.

Aos membros da banca presentes na qualificação e defesa desta dissertação, Dr. Aldo Callado, Dr. Márcio Machado, Dra. Carla Leitão e Dr. Bruno Frascaroli pelas contribuições concedidas a esta pesquisa.

A todos os companheiros da turma 42 pelos ensinamentos partilhados e momentos descontraídos, em especial Lucas Nogueira, Lucas Silva e Gabriel Freitas pela amizade construída e por toda ajuda prestada nesta caminhada.

E a todos aqueles que de alguma forma incentivaram e contribuíram com o meu crescimento pessoal e profissional, muito obrigada.

RESUMO

Esta pesquisa teve como principal objetivo analisar o efeito que a distância cultural e as peculiaridades de mercado provocam no desempenho econômico-financeiro das empresas envolvidas em processos de fusões e aquisições do tipo *cross-border*. A amostra foi composta por 111 operações de fusões e aquisições *cross-border* realizadas no mercado brasileiro durante o período de 2011 a 2016. Os dados da pesquisa foram coletados na base da *Thomson Reuters*. Com o intuito de captar os efeitos da distância cultural e das peculiaridades de mercado no desempenho econômico-financeiro, foi empregado o modelo de regressão com dados em painel por efeitos fixos e por efeitos aleatórios. Ao todo, foram construídos dois painéis, com cerca de 888 observações para cada variável do modelo. A partir dos resultados obtidos pôde-se observar que tanto a distância cultural como a distância geográfica não apresentaram valores estatisticamente significantes suficientes para inferir sua influência no desempenho econômico-financeiro. No entanto, o coeficiente positivo de ambas as variáveis é um indicativo de que uma maior distância cultural e geográfica estaria associada a um maior desempenho das empresas. Além disso, verificou-se que o nível de endividamento e empresas consideradas experientes se relacionou negativamente com o desempenho e operações financiadas em dinheiro produziram um impacto positivo no desempenho das empresas. As evidências indicaram que o tamanho foi um importante determinante para o desempenho das empresas consideradas na pesquisa. Constatou-se ainda que o nível de desenvolvimento dos países também não reportou valores estatisticamente significantes, não sendo possível confirmar sua influência no desempenho obtido após concretização da fusão. Por outro lado, o desempenho tendeu a ser maior ao se observar maior nível de governança corporativa e efeito cambial positivo. No que diz respeito à liberdade de negócios e a liberdade comercial, os resultados foram inconclusivos e não foram encontradas evidências de que um maior volume de capitalização de mercado impacte o desempenho das empresas. Dessa forma, é possível destacar que a distância cultural e o nível de desenvolvimento de mercado não justificam padrões de investimento internacionais e que possíveis variações no desempenho pós-fusão podem ser explicadas por fatores comumente explorados na literatura, como tamanho, endividamento, desempenho da governança e variação cambial, bem como outros fatores não considerados nesta pesquisa.

Palavras-Chave: Fusões e aquisições; Distância cultural; Características de mercado; Desempenho econômico-financeiro.

ABSTRACT

This research had as main objective to analyze the effect that the cultural distance and the peculiarities of market provoke in the economic-financial performance of the companies involved in cross-border mergers and acquisitions processes. The sample consisted of 111 cross-border mergers and acquisitions in the Brazilian market during the period from 2011 to 2016. The survey data were collected from the Thomson Reuters database. In order to capture the effects of cultural distance and market peculiarities on economic and financial performance, the regression model was used with panel data by fixed effects and random effects. In all, two panels were constructed, with about 888 observations for each model variable. From the obtained results it was possible to observe that both the cultural distance and the geographic distance did not present statistically significant values sufficient to infer its influence in the economic-financial performance. However, the positive coefficient of both variables is indicative that a greater cultural and geographical distance would be associated with a higher performance of the companies. In addition, it was found that the level of indebtedness and companies considered to be negatively related to performance and cash-financed operations produced a positive impact on corporate performance. The evidence indicated that size was an important determinant for the performance of the companies considered in the research. It was also observed that the level of development of the countries also did not report statistically significant values, and it is not possible to confirm their influence on the performance obtained after the merger. On the other hand, the performance tended to be higher when one observes higher level of corporate governance and positive exchange rate effect. With regard to business freedom and commercial freedom, the results were inconclusive and no evidence was found that a greater volume of market capitalization impacts the performance of companies. In this way, it is possible to emphasize that cultural distance and the level of market development do not justify international investment patterns and that possible variations in post-merger performance can be explained by factors commonly explored in the literature, such as size, indebtedness, governance performance and exchange variation, as well as other factors not considered in this research.

Key-words: Mergers and acquisitions; Cultural distance; Market characteristics; Economic-financial performance.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Teorias acerca dos motivos de fusão.....	23
Figura 2. Mecanismos básicos da internacionalização	26
Figura 3. Processo de internacionalização da rede de negócios	27
Figura 4. Mapa cultural mundial com base na amostra	48

LISTA DE QUADROS

Quadro 1. Elementos característicos dos processos de fusão e aquisição.....	19
Quadro 2. Resumo da metodologia adotada nos trabalhos sobre F&As <i>cross-border</i>	42
Quadro 3. Categorização para a variável endividamento.....	50
Quadro 4. Variáveis adotadas para cultura e sinais esperados	51
Quadro 5. Variáveis adotadas para mercado e sinais esperados.....	53
Quadro 6. Testes de especificação	57
Quadro 7. Comparativo entre sinais esperados e reportados para cultura	69
Quadro 8. Comparativo entre sinais esperados e reportados para mercado	72

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Número de operações por país	45
Tabela 2. Estatísticas descritivas das variáveis quantitativas	58
Tabela 3. Frequência - variáveis <i>dummy</i>	60
Tabela 4. Matriz de correlação das proxies de cultura.....	61
Tabela 5. Matriz de correlação das proxies de mercado	61
Tabela 6. Fator de inflação da variância	62
Tabela 7. Testes de especificação para o modelo de cultura.....	63
Tabela 8. Testes de especificação para o modelo de mercado	64
Tabela 9. Testes de heterocedasticidade e autocorrelação	65
Tabela 10. Resultados da regressão para cultura	67
Tabela 11. Resultados da regressão para mercado	70

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais
Bf	<i>Business Freedom</i>
Câmbio	Variação na taxa de câmbio
Capmerc	Capitalização de mercado
Desempenho	Desempenho econômico-financeiro
Desgov	Desempenho da governança
Distcult	Distância cultural
Distgeo	Distância geográfica
EBITDA	<i>Earning before interest, taxes, depreciation and amortization</i>
End	Endividamento
Expinter	Experiência internacional
F&As	Fusões e Aquisições
FIV	Fator de Inflação de Variância
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
Pgto	Forma de pagamento
PWC	<i>PricewaterhouseCoopers</i>
ROA	<i>Return on Assets</i>
ROIC	<i>Return over invested capital</i>
Tam	Tamanho
Tf	<i>Trade Freedom</i>
WFE	<i>World Federation of Exchanges</i>
WGI	<i>World Governance Indicators</i>
WSV	<i>World Values Survey</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
2	REVISÃO DA LITERATURA	19
2.1	FUSÕES E AQUISIÇÕES	19
2.2	INTERNACIONALIZAÇÃO E FUSÕES E AQUISIÇÕES <i>CROSS-BORDER</i>	25
2.3	CULTURA E FINANÇAS	30
2.4	CARACTERÍSTICAS DOS MERCADOS FINANCEIROS	33
2.5	EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES	36
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	45
3.1	DEFINIÇÃO DA AMOSTRA DA PESQUISA.....	45
3.2	VARIÁVEIS CONSIDERADAS	47
3.2.1	Variáveis relacionadas à cultura	48
3.2.2	Variáveis relacionadas ao mercado.....	51
3.3	MODELO ECONOMÉTRICO.....	54
3.3.1	Modelo Econométrico	54
3.3.2	Procedimentos de Análise e Tratamento dos Dados	56
4	ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	58
4.1	ANÁLISE DESCRITIVA	58
4.2	ANÁLISE DE CORRELAÇÃO	60
4.3	ANÁLISE ECONOMÉTRICA.....	63
4.3.1	Testes de especificação e adequação dos modelos	63
4.3.2	Análise de regressão.....	66
5	CONCLUSÃO	74
	REFERÊNCIAS	78

1 INTRODUÇÃO

O número crescente de fusões e aquisições (F&As) entre empresas nacionais e estrangeiras reflete um período de intensas mudanças. Novos empreendimentos surgem em busca de explorar oportunidades no mercado e se manterem competitivos frente à concorrência. Toda essa movimentação exerce influência direta ou indiretamente na forma como as empresas buscam expandir suas atividades.

Quando as operações de F&As ocorrem entre empresas que estão sediadas no mesmo país ou região, estas são chamadas de operações domésticas. Quando ocorrem em países distintos, conceitualmente, são chamadas de F&As *cross-border* ou F&As internacionais e caracterizam-se como uma forma direta de investimento estrangeiro (LIU; QIU, 2013). Vale ressaltar que, para este trabalho, os termos *cross-border* e fusões e aquisições internacionais foram utilizados de forma intercambiável.

Os potenciais ganhos advindos das fusões e aquisições, sejam elas domésticas ou internacionais, são determinados por sinergias específicas das partes envolvidas: adquirente e alvo (AHERN; DAMINELLI; FRACASSI, 2015). Tais operações podem partir de diferentes objetivos e, conseqüentemente, obter diferentes resultados (PESSANHA *et al.*, 2012). Razões relacionadas à eficiência, criação de sinergias, economias de escala, aumento do poder de mercado, formação de monopólios ou oligopólios, oportunidades de diversificação, redução de custos, entre outros fatores, compõe os diversos motivos para a ocorrência das F&As (ANDRADE; MITCHELL; STAFFORD, 2001).

Embora as F&As sejam mais recorrentes em países desenvolvidos, a exemplo dos Estados Unidos, tais atividades vêm se expandindo em países considerados em desenvolvimento, como o que vem acontecendo no Brasil, desde o início dos anos 2000. O motivo dessa expansão é decorrente do crescimento econômico da época, juntamente com o aumento da internacionalização de empresas e da incerteza no ambiente de negócios (ROMANO; ALMEIDA, 2015). Nas últimas décadas, o número de processos de aquisições internacionais teve um aumento significativo (NODA; OLIVEIRA JÚNIOR; KAYO 2014).

Conforme dados publicados nos relatórios de fusões e aquisições de 2017 e 2018 pela empresa PricewaterhouseCoopers – PwC, em 2017, foram registradas, no Brasil, 643 transações de F&As. Quando comparado ao ano de 2016, esse número representou um aumento de 8% no volume registrado. Em relação ao número total das operações de F&As, Estados Unidos, França e Reino Unido foram responsáveis por 44% das transações envolvendo capital estrangeiro. Investidores nacionais representaram 58% na participação das

operações anunciadas no país, indicando um crescimento de 17%. Até outubro de 2018, foram anunciadas 197 operações envolvendo capital estrangeiro, sendo Estados Unidos, França e Canadá os principais investidores.

Empresas multinacionais pertencentes a mercados emergentes realizaram uma entrada notável no mercado internacional (BEULE; ELIA; PISCITELLO 2014). Tal prática vem sendo cada vez mais observada na China, Índia, Brasil e outros (ZHOU; LAN; TANG, 2016). Em geral, há uma maior tendência de estas empresas atuarem em seus próprios territórios domésticos. Porém, devido à crescente demanda de empresas internacionais ingressando em mercados emergentes, surge a necessidade de as empresas domésticas também diversificarem produtos e serviços de maneira global (LUO; TUNG, 2007).

O crescente aumento pela internacionalização, além de gerar benefícios para os países de origem e hospedeiro, impulsiona a busca por características intrínsecas da empresa-alvo que venha agregar valor à adquirente. Isto faz com que, durante o processo de internacionalização, a empresa adquirente seja exposta a aspectos institucionais formais e informais da empresa adquirida (BORTOLUZZO *et al.*, 2014). Em razão disso, a internacionalização pode ocorrer tanto de forma gradual, levando em consideração a distância psíquica entre países, quanto de forma descontínua influenciada pelo ambiente e pelas redes de relacionamentos existentes (HILAL; HEMAIS, 2003).

O construto distância psíquica engloba desde fatores comportamentais associados à forma como as relações entre compradores e fornecedores são estabelecidas no mercado internacional a percepções de risco e barreiras culturais (BECKERMAN, 1956; KOGUT; SINGH, 1988; O'GRADY; LANE, 1996). Portanto, entende-se por distância psíquica, a percepção que os gestores têm de similaridades e diferenças entre mercados.

Fatores econômicos, financeiros, comerciais, culturais e ambientais podem induzir a escolha e a forma como ocorre a expansão das empresas no mercado internacional. Levando em consideração os aspectos culturais, observa-se na literatura que as diferenças culturais podem afetar os custos e benefícios advindos das operações de F&As *cross-border* (LIM; MAKHIJA; SHENKAR, 2016). A percepção de distância cultural, assim como a distância psíquica, passou a ganhar destaque na literatura de negócios internacionais (KOGUT; SINGH, 1988; LEE, 1998) e fundamenta-se a partir de duas perspectivas, a saber: a distância cultural pode ter relação positiva ou negativa com o valor resultante das F&As *cross-border*.

De um lado, estudiosos reportam que as diferenças culturais são suscetíveis de impedir a ocorrência de fusões e aquisições. Assim, quanto maior for a distância cultural, menor será a propensão de negociação entre as partes, devido às diferenças culturais e probabilidade no

aumento dos custos de integração (RAHAHLEH; WEI, 2013; BORTOLUZZO *et al.*, 2014; AHERN; DAMINELLI; FRACASSI, 2015; LIM; MAKHIJA; SHENKAR, 2016).

Por outro lado, pesquisadores como Morosini, Shane e Singh (1998) e Carrillo e Gromb (2006), apresentam que a distância cultural oferece oportunidades de exploração de novos recursos e capacidades. Dessa forma, a diversidade cultural aumenta a eficácia da organização, devido ao compartilhamento de diferentes recursos e permite a construção de uma organização mais flexível (ELY; THOMAS, 2001). Ao invés de impor obstáculos, uma maior distância cultural estaria associada a uma maior incidência de fusões com maiores ganhos conjuntos, tornando as empresas mais eficazes e lucrativas.

Nesta pesquisa, para fins de investigação, foi considerado que as diferenças culturais fazem com que as negociações sejam menos eficazes, uma vez que as organizações são representadas por diferentes indivíduos, habilidades e funções (GIANNETTI; YAFEH, 2012). Portanto, espera-se que a distância cultural possa vir a impactar o desempenho de empresas envolvidas em processos de F&As *cross-border*.

Ao desconsiderar a distância cultural e observar as peculiaridades de mercado, verifica-se que a qualidade do ambiente institucional e as práticas de governança influenciam a natureza e a eficiência da intermediação financeira e dos mercados de capitais (AGGARWAL; GOODELL, 2014). Estudos indicam que níveis de desenvolvimento econômico e institucional, bem como o desempenho do mercado de ações entre dois países, influenciam a ocorrência de uma fusão e aquisição, tendo em vista a oportunidade de obtenção de recursos e competências intangíveis que venham gerar valor para adquirente (GUBBI *et al.*, 2010; EREL; LIAO; WEISBACH, 2012). Acredita-se, portanto, que o nível de desenvolvimento do mercado financeiro atraia uma quantidade maior de investidores e empresas estrangeiras devido à confiança, desenvolvimento e eficiência das instituições.

Tendo em vista o contexto elucidado, este trabalho se desenvolveu no intuito de analisar se o ambiente na qual as empresas estão inseridas influencia os resultados obtidos nas operações de F&As, especificamente, o desempenho econômico-financeiro das empresas pós-fusão. Entende-se que o desempenho econômico-financeiro compreende tanto índices de rentabilidade, quanto índices de liquidez e estrutura de capital. Portanto, medir o desempenho das fusões e aquisições por meio de estudos com base contábil, conduz a uma ampla e válida análise em nível corporativo (ANDRIUSKEVICIUS, 2017).

Assim sendo, buscou-se, por meio do presente estudo, analisar as operações de F&As ocorridas no mercado brasileiro, no período de 2011 a 2016, a fim de responder a seguinte problemática: **Qual o efeito que a distância cultural e as características de mercado**

provocam no desempenho econômico-financeiro das empresas envolvidas em processos de fusões e aquisições do tipo *cross-border*?

Buscando responder ao problema de pesquisa, este estudo teve por objetivo analisar o efeito que a distância cultural e as peculiaridades de mercado provocam no desempenho econômico-financeiro das empresas envolvidas em processos de fusões e aquisições *cross-border*. Vale ressaltar que a utilização do termo mercado de forma ampla se deu devido às variáveis investigadas nesta pesquisa assumirem caráter tanto econômico quanto financeiro.

Com o intuito de representar o desempenho econômico-financeiro, tendo como base os estudos de Zoolo e Meier (2008), Camargos e Barbosa (2009), Bortoluzzo *et al.* (2014) e Bomfim e Callado (2016), optou-se por utilizar variáveis de natureza contábil e operacional, a saber: *Return on assets* (ROA), *Return over invested capital* (ROIC) e *Earning before interest, taxes, depreciation and amortization* (Ebitda).

A vantagem da utilização dessas medidas está associada ao fato de que medidas contábeis refletem as sinergias obtidas das fusões e aquisições, uma vez que as demonstrações contábeis reproduzem os efeitos nos custos e receitas (ZOOLO; MEIER, 2008; ANDRIUSKEVICIUS, 2017).

Como justificativa para a construção deste trabalho, tem-se que, apesar do desenvolvimento de estudos voltados para a ocorrência e efetivação das operações de fusões e aquisições no mercado internacional terem conquistado espaço na academia, não há um consenso sobre como medir o desempenho decorrente das F&As, pois as abordagens variam de dimensões subjetivas para metodologias de medição objetiva (ZOOLO; MEIER, 2008).

No campo de estratégia e finanças, a literatura concentra-se em mecanismos de geração de valor e determinantes financeiros, estratégicos e de desempenho das empresas participantes dos processos de F&As (JORDÃO *et al.*, 2017). A inclusão de dimensões culturais, bem como de fatores institucionais no campo financeiro têm sido insuficientemente pesquisados (AGGARWAL; GOODELL, 2014).

O efeito da cultura sobre o comportamento dos indivíduos está bem documentado na literatura de gestão e psicologia (EUN; WANG; XIAO, 2015). Em finanças, observa-se que o papel da cultura está intimamente ligada ao papel das instituições (AGGARWAL; GOODELL, 2014) e traz consigo uma combinação de características econômicas, racionais, cognitivas e, por vezes, irracionais (LIM; MAKHIJA; SHENKAR, 2016).

Apesar de as operações de F&As serem consideradas uma importante ferramenta para o desenvolvimento organizacional, grande parcela dos estudos se concentra em países desenvolvidos, devido à disponibilidade de dados, desenvolvimento tecnológico e ambiente

institucional avançado (REDDY, 2014). Estudos focados em mercados emergentes só começaram a surgir nos últimos anos, sendo este assunto ainda pouco explorado na literatura brasileira (BORTOLUZZO *et al.*, 2014).

Tal argumento apresenta relevância, tendo em vista que os resultados obtidos por estudos realizados em mercados internacionais podem não ser válidos para o mercado brasileiro (NODA; OLIVEIRA JÚNIOR; KAYO 2014). Além disso, tanto explicações teóricas quanto evidências empíricas são relativamente limitadas (BEULE; ELIA; PISCITELLO 2014; ZHOU; LAN; TANG, 2016).

Outro fator relevante que justifica o desenvolvimento desta pesquisa se dá devido à grande parte da literatura brasileira acerca de F&As se concentrar em operações domésticas. Este estudo, além de inserir o contexto de operações internacionais, considerou variáveis culturais e fatores econômicos e financeiros associados ao mercado dos países envolvidos. Tais abordagens são pouco exploradas, identificando assim, a oportunidade de trazer contribuições, uma vez que grande parte dos estudos de F&As *cross-border* se restringe a empresas públicas e/ou sediadas nos Estados Unidos (EREL; LIAO; WEISBACH, 2012).

Além disso, embora a importância de se estudar cultura nas organizações e sua influência nas decisões econômicas venha crescendo, ainda há pouca evidência sobre o papel das diferenças culturais nas fusões e aquisições *cross-border* (AHERN; DAMINELLI; FRACASSI, 2015). Assim, tendo em vista que na literatura ainda não existe um consenso sobre os efeitos das F&As, há a necessidade de uma maior investigação sobre a internacionalização de empresas no contexto de operações de fusões e aquisições, levando em consideração o papel da cultura e as características de mercado.

Portanto, o desenvolvimento desta pesquisa é pautado sob quatro motivações: (i) a busca por fornecer informações que venham contribuir com o desenvolvimento do tema para o mercado brasileiro, auxiliando gestores na tomada de decisões quanto à realização de fusões e aquisições *cross-border*; (ii) a importância do tema para a área de ciências sociais aplicadas, em especial a área de finanças; (iii) a escassez de pesquisas sobre o tema em um contexto emergente, possibilitando, deste modo, o desenvolvimento da literatura no contexto estudado; e (iv) trazer novos apontamentos acerca do efeito que a cultura e as peculiaridades de mercado exercem sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas que tenham passado por processos de fusões e aquisições.

Após esta introdução, na sequência, são apresentados os seguintes itens: a revisão de literatura onde são apresentados os principais conceitos, características e motivos que justificam a ocorrência de fusões e aquisições. Em seguida, ainda na revisão da literatura, são

feitos apontamentos acerca da expansão internacional e o contexto das fusões e aquisições *cross-border* bem como, elucida-se sobre cultura e características de mercado com base na literatura de fusões e aquisições. Subsequente, são discorridos os procedimentos metodológicos utilizados para o desenvolvimento desta dissertação, seguido da análise e discussão dos resultados obtidos, conclusão, e, por fim, as referências utilizadas.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES

Os processos de fusões e aquisições exigem diferentes níveis de investimentos com formatos legais específicos. Logo, podem causar diferentes impactos nas organizações envolvidas (PESSANHA *et al.*, 2012). É por meio destas operações que as empresas conquistam novos mercados e podem obter ganhos através de economias de escala, maior racionalização produtiva e ativos complementares (CAMARGOS; BARBOSA, 2009).

Em termos conceituais, uma fusão é concretizada quando duas ou mais empresas se unem e, a partir dessa união, surge uma nova organização, deixando de existir as empresas que se fundiram. Tal processo classifica-se como consolidação e tem o objetivo de multiplicar a capacidade de produção, de comercialização e de influência das empresas sobre o mercado consumidor (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2003).

As fusões também ocorrem por meio de absorção, quando a adquirente retém seu nome e identidade e adquire todos os ativos e passivos da empresa alvo que deixa de existir. Em geral, as fusões ocorrem entre firmas do mesmo setor e têm a mesma atividade fim, tendo como forma de pagamento a permuta de ações (TRICHES, 1996; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2003; CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

Na aquisição, há a compra parcial ou total de uma empresa por outra. As empresas não deixam de existir, mas a empresa adquirente exerce controle sobre a empresa adquirida. Geralmente, as aquisições ocorrem por meio de ofertas públicas feitas pela adquirente a fim de comprar o capital da empresa alvo e têm como forma de pagamento dinheiro, ações ou títulos. Nesse tipo de transação, é comum a aquisição de empresas de setores distintos (TRICHES, 1996; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2003; CAMARGOS; BARBOSA, 2003). Além dessas distinções básicas entre os processos de fusão e aquisição, o Quadro 1, reúne elementos característicos dessas operações.

Quadro 1. Elementos característicos dos processos de fusão e aquisição

Fusão	Aquisição
É legalmente direta e, em geral, apresenta menor custo em relação a outras formas de aquisição.	Em geral, há maior esforço da empresa alvo, na tentativa de resistir à aquisição. Tal resistência torna o custo de aquisição por ação superior ao custo da fusão.
Deve ser aprovada pelos votos dos acionistas de	Não necessita que haja a realização de reunião

<p>cada firma.</p> <p>Os acionistas da empresa adquirida têm direito de avaliação quanto ao valor da empresa alvo.</p> <p>É possível a não concordância de valor justo entre adquirente e alvo, resultando em processos judiciais dispendiosos.</p>	<p>com acionistas, nem de voto para aprovação.</p> <p>A adquirente pode negociar diretamente com os acionistas da empresa alvo por meio de oferta pública. Os acionistas da empresa alvo são obrigados a aceitar a oferta.</p> <p>Muitas vezes o processo de aquisição torna-se hostil.</p>
---	---

Fonte: Elaborado a partir de Ross; Westerfield; Jaffe (2003).

Embora muitas vezes a literatura trate fusões e aquisições de forma conjunta, há peculiaridades e distinções para cada estratégia de combinação, conforme pode ser observado no Quadro 1. Dessa forma, o tipo de combinação a ser escolhida pode variar de acordo com o objetivo da empresa adquirente.

As fusões e aquisições exercem um importante papel no desenvolvimento das empresas e da economia como um todo. Além de permitir às partes envolvidas a obtenção de vantagens frente à concorrência, as F&As estimulam os agentes de mercado a buscar maior eficiência em seus negócios e podem se classificar, dependendo da natureza da empresa incorporada e do tipo de itegração, como fusões e aquisições horizontais, verticais ou de conglomerado (RYAPOLOV, 2011; REDDY, 2014; LIANG; XIE; REDDING, 2017).

Uma fusão ou aquisição se caracteriza como horizontal, quando duas empresas que competem entre si atuam no mesmo setor e possuem a mesma linha de produtos se unem. Em decorrência de fusões e aquisições horizontais, apenas empresas mais fortes permanecem no mercado (RYAPOLOV, 2011). Herger e Mccorriston (2016) indicam que as fusões e aquisições são consideradas horizontais quando compartilham de pelo menos um par do mesmo código SIC de quatro dígitos.

As fusões e aquisições verticais ocorrem entre fornecedores ou cadeias comerciais, no intuito de expandir a linha de produção no mesmo mercado e, com isso, minimizar riscos e custos. No entanto, se a empresa adquirente e a empresa alvo forem de segmentos de mercado distintos, ou seja, não relacionadas entre si, tal operação se classifica como conglomerado. Portanto, tendo em vista que as operações ocorrem entre empresas que não compartilham do mesmo setor, nem estão verticalmente relacionadas, não há combinação de códigos SIC (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2003; RYAPOLOV, 2011; HERGER; MCCORRISTON, 2016). Além desses tipos de fusões e aquisições, há também uma crescente demanda para as fusões e aquisições do tipo *cross-border*.

A direção de uma fusão ou aquisição deve estar em concordância com a estratégia central e corresponder à missão e objetivo do negócio. Se a estratégia central da empresa for ampliar sua participação no mercado, aumentar sua capacidade de produção e ampliar o acesso a novas tecnologias é provável que a empresa alvo seja uma concorrente com características de atuação em um mercado similar (RYAPOLOV, 2011). Nesse sentido, além da escolha entre as estratégias de fusão e aquisição, o gestor se depara com a necessidade de alinhar os objetivos da empresa adquirente frente aos tipos de transações existentes.

A literatura acerca de fusões e aquisições compõe-se por seis movimentos cíclicos (ondas) que desempenharam um papel relevante de âmbito mundial. Tais movimentos caracterizam-se por maior e menor intensidade das operações de F&As identificáveis ao longo do tempo. Cada onda de fusão apresenta características distintas inerentes ao período ocorrido (ANDRADE; MITCHELL; STAFFORD, 2001).

A primeira onda, denominada *The Great Merger Wave*, ocorreu entre os anos 1887-1904 e ficou conhecida pelo crescente número de fusões horizontais, o que resultou naquela época em grandes indústrias nos setores siderúrgico, de transporte, manufatura, comunicação e petróleo. A segunda onda ocorreu entre os anos 1916-1929, conhecida como *The Merger Movement*. Nesse segundo período, observou-se um aumento significativo de consolidações na indústria e nas transações verticais, resultando no surgimento de grandes fábricas automobilísticas (LIPTON, 2006).

Os anos 50 e 60 foram marcados pela terceira onda, *The Conglomerate Merger Wave*. O movimento caracterizou-se pelo auge de fusões e aquisições por conglomerado, onde muitas empresas optaram pela diversificação de forma massiva. Apesar desse grande movimento, muitas fusões realizadas não obtiveram sucesso. Segundo Triches (1996), a formação dos conglomerados se deu com base na premissa que os conglomerados constituíam uma forma eficiente de monitorar os negócios individuais.

Nos anos seguintes, observou-se comportamento contrário, impulsionado pela visão de que a diversificação reduz o valor da empresa (BERGER; OFEK, 1995; ANDRADE; MITCHELL; STAFFORD, 2001). Estudos como os de Melicher e Rush (1973); Lang e Stulz (1994); Berger e Ofek (1995); May (1995); Servaes (1996) e Camargos e Barbosa (2003) mostram que a diversificação traz efeitos negativos para empresa.

Apesar de a diversificação ter sido benéfica para muitos acionistas inseridos nesse contexto, as desvantagens se tornaram mais proeminentes durante os anos da década de 1980. Isso fez com que a diversificação fosse mal percebida pelos mercados de capitais (SERVAES, 1996). Por isso, a quarta onda, conhecida como *The Wave of the 1980s*, foi beneficiada devido

à facilidade de acesso a recursos internos e externos para investimento, sendo marcada por operações horizontais e verticais de caráter hostil (LIPTON, 2006). Diferente dos anos da década de 1960, que as empresas buscavam a diversificação, nesse período, os grupos empresariais passaram a se especializar cada vez mais (TRICHES, 1996).

O início dos anos da década de 1990 foi marcado por associações bilionárias envolvendo organizações empresariais. Observou-se um aumento no volume mundial de fusões e a formação de grandes multinacionais (LIPTON, 2006). Tal período caracteriza-se por fusões e aquisições em indústrias com alta perspectiva de crescimento e capacidade instalada, uma vez que havia o pressuposto de que quanto maior fosse a capacidade de expansão da empresa, maior seria as chances de sucesso (WAACK, 2000).

Embora tal comportamento tenha sido evidenciado na América do Norte e na Grã-Bretanha, a quinta onda envolveu os principais países industrializados e, devido ao crescimento da economia de maneira global, observou-se uma porcentagem ascendente de aquisições internacionais (GUGLER *et al.*, 2003). A sexta onda observada no início dos anos 2000, se deu devido à globalização, aumento dos preços das commodities, facilidade de financiamento com baixa taxa de juros e crescimento dos fundos de *private equity* (LIPTON, 2006).

Devido à ausência de uma abordagem única que fundamente e englobe o conjunto de motivos existentes que levam a ocorrência de fusões e aquisições, e em busca de explicar tais motivos, Trautwein (1990), apoiado por evidências, classificou um conjunto de teorias os motivos que justificam os processos de F&As.

Apesar de grande parte das pesquisas na época direcionarem seus esforços para averiguar as consequências das fusões, Trautwein (1990), com base nas informações fornecidas no campo, fez um levantamento de sete teorias, resumidas na Figura 1, quais seguem: (i) Teoria da Eficiência; (ii) Teoria do Monopólio; (iii) Teoria do Assaltante; (iv) Teoria da Valorização; (v) Teoria da Construção de Império; (vi) Teoria do Processo; e (vii) Teoria do Distúrbio.

Figura 1. Teorias acerca dos motivos de fusão

Fusão como escolha racional	Benefícios aos acionistas do licitante em um evento de fusão	Ganhos líquidos através de sinergias	Teoria da Eficiência
		Transferência de riqueza para os clientes	Teoria do Monopólio
		Transferência de riqueza para o acionista alvo	Teoria do Assaltante
		Ganhos líquidos através de informações privadas	Teoria da Valorização
	Benefícios aos gestores em um evento de fusão		Teoria da Construção de Império
Fusão como consequência do processo			Teoria do Processo
Fusão como um fenômeno macroeconômico			Teoria do Distúrbio

Fonte: Trautwein (1990, p. 284); Tradução própria.

Trautwein (1990) considera que, em geral, as fusões são planejadas e executadas de forma racional, portanto, tais operações ocorrem em detrimento de diversas motivações. Sob o ponto de vista da Teoria da Eficiência, a principal motivação é o alcance de sinergias financeiras, operacionais e/ou gerenciais. Já sob a ótica da Teoria do Monopólio, a motivação se dá com base na busca de poder de mercado. Em sua terceira teoria, Trautwein (1990) explana acerca de o gestor idealizar-se como acionista controlador da empresa alvo, caracterizando a Teoria do Assaltante como um processo hostil de aquisição.

De acordo com a Teoria da Valorização, as fusões ocorrem devido à identificação de oportunidades, tendo em vista a assimetria de informações. Já em conformidade com a Teoria da Construção de Império, as fusões são planejadas e executadas por gestores que buscam maximizar a sua própria utilidade em vez de gerar valor para os acionistas. E, quando a decisão quanto à realização de uma fusão não representa uma escolha racional, a Teoria do Processo suporta as seguintes influências: (i) os gestores possuem capacidade de processamento de informação limitada; (ii) as rotinas organizacionais desempenham papel central no processo decisório; e (iii) decisões estratégicas são interpretadas como resultado de jogos políticos disputados entre subunidades e pessoas de fora da organização.

Por fim, a sétima teoria, Teoria do Distúrbio, sugere que os processos de fusões ocorrem devido a consequências de distúrbios econômicos, o que gera mudanças nas expectativas individuais, aumentando conseqüentemente o nível de incerteza. Em síntese, o conjunto de teorias propostas por Trautwein (1990) reúne características que ajudam a melhor

compreender as motivações que justificam a ocorrência das F&As. Esta diversidade de desdobramentos teóricos fomenta o desenvolvimento de estudos acerca dos processos de F&As em diferentes áreas.

Estudos subsequentes apontaram, com base na literatura existente, os principais motivos para fusões e aquisições. As diferentes expectativas acerca do futuro advindas das propostas de concretização das operações, bem como os incentivos tributários, são fatores que impulsionam a ocorrência de F&As (CAMARGOS; BARBOSA, 2005).

Além desses, as estratégias de F&As são motivadas pela busca de economias de escala, efeitos anticompetitivos, melhoria de eficiência, posições no mercado consolidadas, aumento do poder de mercado, potenciais ganhos e redução do risco de insolvência advindas de operações por conglomerado e co-seguro (CAMARGOS; BARBOSA, 2005; PESSANHA *et al.*, 2012). Tais operações, além de viabilizar a entrada das empresas em novas atividades e mercados, proporcionam acessos a novas tecnologias, ativos e capacitações.

Há também empresas que buscam aumentar o seu poder de mercado, vender produtos com preço acima do mercado competitivo ou obter custos de fabricação ou de prestação de serviços inferiores aos concorrentes. As fusões e aquisições com essa finalidade ocorrem quando uma empresa adquire uma concorrente, fornecedor ou distribuidor, ou, ainda, quando adquire um negócio que atua em um segmento altamente relacionado (AHAMMAD; GLAISTER, 2010).

Segundo Ryapolov (2011), a intenção básica dos agentes nas operações de F&As é a busca pela obtenção de fundos adicionais de produção e financeiros que permitam ampliar a escala de produção e acessar novos mercados. Apesar dos possíveis benefícios, deve-se levar em consideração que as F&As são acompanhadas de elevado grau de incerteza, complexidade e risco. Logo, não devem ser consideradas como uma solução simples para problemas internos ou ameaças mercadológicas (CAMARGOS; BARBOSA, 2009).

Apesar de a literatura apresentar uma diversidade de motivos que permeiam as decisões quanto à concretização de uma fusão ou aquisição, cada operação realizada no mercado é impulsionada por razões que variam de acordo com o planejamento da adquirente e das peculiaridades da empresa alvo. Dentre os motivos, a presente pesquisa desenvolveu-se com foco na diversificação, uma vez que segundo Reddy (2014), a diversificação de produtos e serviços em mercados internacionais por meio das F&As classifica-se como diversificação global ou internacional. Além disso, a diversificação geográfica permite as empresas utilizar de suas vantagens estratégicas nos mercados internacionais, facilitando a obtenção dos

benefícios advindos das F&As *cross-border* (RANI; YADAV; JAIN 2015), tema esse, tratado na seção seguinte.

2.2 INTERNACIONALIZAÇÃO E FUSÕES E AQUISIÇÕES *CROSS-BORDER*

O crescente interesse por empresas multinacionais e os impactos econômicos e sociais que elas causam, tanto no país de origem quanto no país hospedeiro dos investimentos estrangeiros, vem sendo alvo na academia desde as décadas de 1950 e 1960 para as áreas de internacionalização e negócios internacionais (DAKESSIAN; FELDMANN, 2013). Embora a maioria das multinacionais tenha origem em países desenvolvidos, empresas de países emergentes tiveram crescimento notável no mercado internacional (BEULE; ELIA; PISCITELLO 2014), impulsionando um rápido crescimento e notável transformação das economias emergentes nas duas últimas décadas (LUO; TUNG, 2007).

Empresas multinacionais buscam a expansão internacional como forma de compensar as suas desvantagens competitivas (BEULE; ELIA; PISCITELLO 2014). Além disso, a diversificação em novos mercados reflete a busca pela aquisição de ativos estratégicos, como novas tecnologias e marcas, acesso a matérias primas e novas distribuições de redes, permitindo a ampliação dos negócios atuais e alavancagem da capacidade dessas empresas (RANI; YADAV; JAIN, 2015).

Em mercados emergentes, as empresas multinacionais realizam expansão internacional no intuito de adquirir recursos estratégicos, superar desvantagens e contornar riscos políticos, barreiras comerciais e restrições institucionais e de mercado. Ademais, aquisições internacionais podem vir a propagar a marca e gerar reconhecimento no mercado internacional devido ao acesso a clientes estrangeiros e reputação adquirida. Com isso, é possível compensar as suas limitações e assumir posições competitivas de forma mais sólida no mercado global (LUO; TUNG, 2007).

No contexto acadêmico, o processo de internacionalização sob a ótica de trabalhos desenvolvidos pela Universidade de Uppsala, passou a ganhar destaque em meados da década de 1970. Tais estudos relatavam a forma como as empresas suecas internacionalizavam os seus negócios e seus resultados trouxeram para os estudos de negócios internacionais a perspectiva da Teoria do Comportamento Organizacional (HILAL; HEMAIS, 2003).

De acordo com essa Escola, a internacionalização ocorre tendo em vista a saturação do mercado nacional e redução do número de oportunidades lucrativas. No entanto, devido à atividade de expansão para novos mercados gerar maiores incertezas, há uma tendência de o

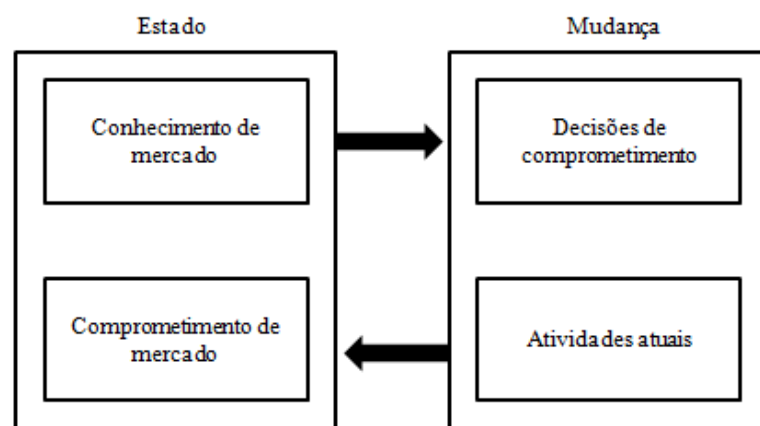
processo de internacionalização ocorrer seguindo uma sequência de passos de natureza incremental (HILAL; HEMAIS, 2003). Desse modo, a expansão ocorrerá inicialmente para locais cujas peculiaridades apresentem maior semelhança aos das operações existentes.

Corroborando com esse pensamento, Rahahleh e Wei (2013) indicam que, nas aquisições internacionais, as empresas tendem a buscar alvos em países vizinhos culturalmente próximos. Portanto, quando há saturação do mercado doméstico e a expansão vertical apresenta-se como incerta ou não lucrativa, em geral, as empresas buscam novos locais para expandir seus negócios por meio da expansão geográfica (HILAL; HEMAIS, 2003).

O processo de internacionalização segue uma escala de comprometimento da empresa com o mercado externo. Especificamente, a internacionalização decorre de uma série de decisões incrementais devido à falta de conhecimento decorrente das diferenças entre países, como língua e cultura, e à criação de barreiras que dificulta a tomada de decisões em relação ao desenvolvimento de operações internacionais (JOHANSON; VAHLNE, 1977).

Tendo como base observações empíricas advindas dos estudos da Universidade de Uppsala, Johanson e Vahlne (1977) propuseram um modelo fundamentado em quatro aspectos relacionados à aprendizagem organizacional (Figura 2).

Figura 2. Mecanismos básicos da internacionalização



Fonte: Johanson e Vahlne (1977, p. 26); Tradução própria.

Com base no exposto na Figura 2, as empresas internacionalizam seus negócios a pequenos passos, levando em consideração o conhecimento específico de mercado, como, por exemplo, canais de distribuição, políticas de pagamento e nível de concorrência presente em determinado país, a fim de comprometer recursos em operações externas. Tal decisão ocorre em resposta a problemas percebidos ou oportunidades de mercado e, quanto mais

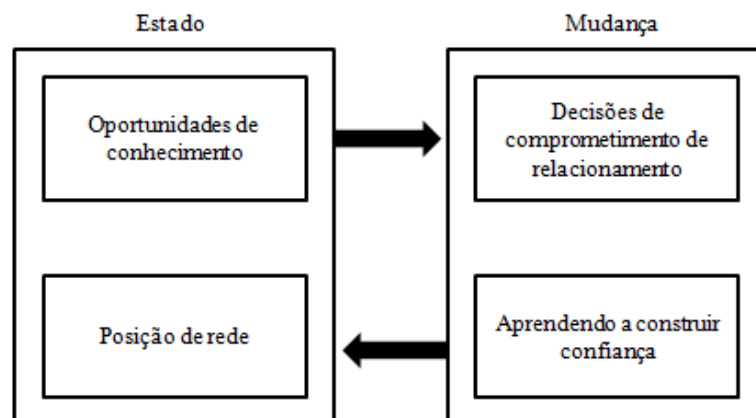
especializados forem os recursos para um mercado específico, maior será o grau de comprometimento. Além disso, o conhecimento pode ser obtido por meio da experiência de mercado e a difusão desse conhecimento facilita a expansão de atividades em diferentes ambientes de negócios.

Apesar de o modelo proposto apresentar característica sequencial, há a possibilidade de que algumas empresas eliminem algumas etapas, tendo em vista sua experiência de mercado. Por isso, as atividades atuais podem ser consideradas a principal fonte de experiência (JOHANSON; VAHLNE, 1977). Nesse sentido, observou-se que características de mercado, recursos internos, custos e riscos associados à escolha quanto ao modo de entrada em um mercado são fatores que influenciam a tomada de decisão. Além disso, a internacionalização pode ocorrer entre mercados próximos em termos de distância psíquica. Portanto, as premissas subjacentes ao modelo são incerteza e racionalidade limitada.

Uma versão atualizada do modelo de Uppsala elaborado em 1977 foi apresentada por Johanson e Vahlne em 2009. Os autores reconheceram que novos conhecimentos são desenvolvidos nas operações internacionais advindos das mudanças nos ambientes econômicos e regulatórios. Por isso, incluíram em seu estudo a criação do conhecimento e a construção de confiança, uma vez que o relacionamento é caracterizado por níveis específicos de conhecimento, sendo necessário, portanto, um compromisso recíproco entre a empresa e os agentes envolvidos no processo de internacionalização.

Além do conceito de distância psíquica relacionada à dificuldade de comunicação e desenvolvimento do relacionamento devido a fatores culturais e linguísticos, Johanson e Vahlne (2009) passam a considerar as relações existentes que apresentem potencial para troca de conhecimento e desenvolvimento futuro, conforme é apresentado na Figura 3.

Figura 3. Processo de internacionalização da rede de negócios



Fonte: Johanson e Vahlne (2009, p. 1424); Tradução própria.

Assim como no modelo de 1977, Johanson e Vahlne (2009) consideram que a internacionalização é caracterizada por alto grau de incerteza e, por isso, a confiança é fundamental nas fases iniciais de um relacionamento e exige esforço contínuo para que seja possível criar e explorar oportunidades no mercado estrangeiro. Logo, a velocidade, intensidade e eficiência do processo de internacionalização dependerão tanto do conhecimento, confiança e comprometimento já existente entre as partes envolvidas, quanto da identificação de oportunidades atraentes.

Com base nesse contexto, a internacionalização seria resultante de relações importantes entre parceiros comprometidos com o desenvolvimento do negócio ou devido à empresa alvo possuir uma valiosa posição de rede em um ou mais países estrangeiros. Todavia, apesar de uma pequena distância psíquica poder vir a facilitar o estabelecimento e o desenvolvimento de relacionamentos, tal fator é insuficiente para a identificação e exploração de oportunidades (JOHANSON; VAHLNE, 2009).

As deficiências e capacidades necessárias para administrar negócios em locais psiquicamente distantes podem ser atenuadas devido ao uso de aquisições para garantir conhecimento tácito e recursos distintos e a disponibilidade de tecnologia e especialistas para organizar e gerenciar atividades (LUO; TUNG, 2007). O fato de os modelos de Johanson e Vahlne (1997; 2009) terem sido citados na construção deste trabalho se deu devido à importância de se compreender os diferentes fatores que impulsionam a tomada de decisão quanto ao tipo e forma de entrada escolhida no mercado estrangeiro.

Em relação ao contexto das fusões e aquisições, a internacionalização das atividades econômicas impulsionou o aumento da competição empresarial tanto ambientes econômicos nacionais e internacionais. Com isso, o crescente aumento das F&As fez com que decisões em busca de concentração de capitais e reestruturação patrimonial, organizacional e societária tornarem-se comuns (CAMARGOS; BARBOSA, 2005). Ademais, a busca pela internacionalização e o crescente aumento de F&As *cross-border* nas duas últimas décadas têm favorecido empresas com origens em países emergentes (RANI; YADAV; JAIN, 2015).

As fusões e aquisições viabilizam o aumento da capacidade e oportunidade de uma empresa reduzir custos por meio de economias de escala e, conseqüentemente, geram lucratividade em longo prazo. Portanto, espera-se que, com a obtenção de ganhos sinérgicos, o lucro obtido por meio da fusão e aquisição de duas empresas seja mais rentável do que o seu lucro individual (AHAMMAD; GLAISTER, 2010).

Em F&As *cross-border*, os ganhos sinérgicos advêm quando o crescimento doméstico é limitado ou restrito a presença de barreiras comerciais para exportações (AHAMMAD; GLAISTER, 2010). Portanto, tais operações centram-se em mercados com oportunidade de desenvolvimento. Apesar de em ambos os casos duas empresas se fundirem em busca de criação de valor ou utilidade, as fronteiras entre os países adicionam um conjunto de atritos que podem impedir ou facilitar as fusões (EREL; LIAO; WEISBACH, 2012).

Estudos como o de Hopkins (1999) e Ahammad e Glaister (2010) buscaram compreender os principais motivos que impulsionam a ocorrência das fusões e aquisições internacionais. Em geral, as empresas buscam ganhar novas capacidades, obter ativos estratégicos, aumentar o seu poder de mercado e ganhar eficiência por meio de sinergias (AHAMMAD; GLAISTER, 2010). Tais motivos são meios estratégicos que impulsionam a concretização dessas operações. Além disso, as fusões e aquisições *cross-border* são utilizadas como método de entrada em novos mercados, pois são consideradas um dos caminhos mais rápidos para se estabelecer e adquirir posição em novos países (HOPKINS, 1999).

Desenvolver novos negócios e fazer com que uma organização cresça no mercado de forma global, apresenta elevados custos, é difícil e exige tempo (AHAMMAD; GLAISTER, 2010). Portanto, a escolha do país hospedeiro se dá conforme as condições e particularidades encontradas nos mercados globais e domésticos, visto que os benefícios advindos da diversificação entre países varia de acordo com as características de mercado da empresa adquirente e da empresa alvo (RANI; YADAV; JAIN, 2015).

Tendo em vista tais motivações, o âmbito no qual a empresa alvo está inserida e suas características internas são condições essenciais que impulsionam a concretização da operação. Por exemplo, em um mercado desenvolvido há maior propensão e facilidade de adquirir uma marca já consolidada, que tentar desenvolver uma nova marca. Além disso, as condições macroeconômicas dos países são responsáveis pela geração de oportunidades, por isso, países de crescimento mais rápido tende a abrigar empresas alvo (HOPKINS, 1999).

Internacionalizar uma organização a partir de operações de fusões e aquisições, além de permitir que as empresas reduzam custos e riscos de entrada em novos mercados, possibilita o acesso imediato a uma rede local de fornecedores, canais, clientes e outros aspectos. Ademais, o acesso a novos mercados propicia expansão, obtenção de recursos como tecnologia protegida por patentes e habilidades gerenciais, bem como regulamentação governamental especial e economia significativa de tempo (AHAMMAD; GLAISTER, 2010).

Dentre as barreiras existentes nos processos de F&As *cross-border*, as diferenças culturais ou geográficas entre as partes envolvidas podem incorrer na elevação de custos, tais como custos de contratação e integração pós-fusão. A elevação de custos faz com que a probabilidade de a fusão ser bem sucedida ou ampliar os ganhos sinérgicos seja afetada (EREL; LIAO; WEISBACH, 2012; GIANNETTI; YAFEH, 2012; AHERN; DAMINELLI; FRACASSI, 2015).

De modo a garantir a competitividade da empresa e seu mercado consumidor, a busca pela internacionalização pode ser conduzida tendo como base a percepção da distância cultural entre os países. Essa percepção engloba fatores como país hospedeiro e diferenças na linguagem, economia, cultura, educação, fornecedores entre outros aspectos relevantes para concretização das operações de F&As. Além disso, a busca pela internacionalização pode também ser decorrente de oportunidades no mercado advindas das relações entre as partes.

Embora o fator distância cultural e sua relação com as aquisições internacionais venha sendo extensivamente estudado, ainda não se tem resultados empíricos em termos do papel que esse fator desempenha em tais processos (RAHAHLEH; WEI, 2013). Assim, tendo em vista que estudar a distância cultural e as peculiaridades de cada país é de grande relevância para compreender o contexto das F&As internacionais, a seção a seguir aborda esse contexto de maneira mais detalhada.

2.3 CULTURA E FINANÇAS

Nas últimas três décadas, observou-se um crescente aumento de pesquisas voltadas a identificar quais fatores afetam o desempenho das fusões e aquisições (STAHL; VOIGT, 2008). Dentre esses fatores, o papel da cultura passou a ganhar destaque na literatura.

A cultura distingue os membros por nações, regiões, grupos étnicos, geração cultural, cultura de gênero, cultura ocupacional, organizacional ou até mesmo familiar. Comportamentos evidenciados em um país, necessariamente, diferem de outros países (HOFSTEDE, 1994). Ademais, a cultura de um país é persistente ao longo do tempo, mesmo quando há mudanças econômicas (AGGARWAL *et al.*, 2016), e cria maiores barreiras que diferenças culturais organizacionais (STAHL; VOIGT, 2008).

De acordo com Ronen e Shenkar (1985), a cultura se propaga primeiro do “local de nascimento” para as áreas mais próximas, e pode ser compreendida como um conjunto duradouro de crenças e valores que influenciam percepções, preferências, decisões e o comportamento dos indivíduos. Consequentemente, a cultura pode também exercer influência

nas decisões comerciais e financeiras em nível individual, empresarial e nacional (AGGARWAL *et al.*, 2016). Vale ressaltar que cultura nacional e organizacional são construtos distintos que exercem diferentes implicações no processo de F&As (STAHL; VOIGT, 2008), sendo considerada para fins desta pesquisa a noção de cultura nacional.

A noção de que valores culturais em nível nacional e organizacional afetam as decisões de investimento no mercado internacional não é algo novo. Na área de finanças, o impacto da cultura nas decisões financeiras passou a ser objeto de estudo e medidas culturais passaram a ser utilizadas, no intuito de ajudar a esclarecer o comportamento e as decisões empresariais (AGGARWAL *et al.*, 2016). No entanto, o número crescente de evidências sobre o impacto das diferenças culturais em fusões e aquisições têm se mostrado inconclusivo e muitas vezes contraditório (STAHL; VOIGT, 2008; SAMIEE, 2013).

O conceito de distância cultural vem sendo utilizado de forma crescente na área dos negócios internacionais e, desde 1980, vem sendo incorporado quantitativamente como uma medida independente em uma ampla gama de pesquisas, incluindo as áreas de *marketing*, gestão estratégica, gestão de recursos humanos, finanças, contabilidade e gerenciamento de operações (SAMIEE, 2013). Embora haja grande aceitação do conceito de distância cultural para compreender as fusões e aquisição *cross-border*, há de se ter atenção quanto às propriedades conceituais imersas nos estudos (KAROLYI, 2016):

- (a) ilusão de simetria: implica que a cultura doméstica e a cultura hospedeira apresentam papéis idênticos;
- (b) ilusão de estabilidade: assume constância no papel da distância cultural, sem levar em consideração que as culturas se modificam ao longo do tempo;
- (c) ilusão de linearidade: quanto maior for a distância cultural entre os agentes, maior será o incremento necessário para que o investimento ocorra;
- (d) ilusão de causalidade: implica que a cultura é o único determinante da distância com relevância para atividades de investimento por meio das fronteiras;
- (e) ilusão de discordância: impede a possibilidade de que as brechas culturais sejam complementares ou tenham efeitos de sinergia sobre o investimento;
- (f) hipótese de homogeneidade: implica que não há variação nas medidas culturais dentro de um dado domínio entre investidores ou corporações; e
- (g) hipótese de equivalência: a agregação entre dimensões culturais impede que algumas medidas influenciem a atividade econômica mais do que outras.

Ainda assim, a cultura exerce grande potencial em auxiliar a compreensão das atividades internacionais realizadas por empresas e investidores. Embora existam fragilidades

e desafios na utilização dessas medidas, Aggarwal *et al.* (2016) indicam ser possível identificar vantagens ao incorporar medidas culturais em modelos de comportamento financeiro.

Inicialmente, tais medidas apresentam forte poder explicativo, com coeficientes relacionados e significantes estatística e economicamente. Em segundo lugar, a cultura tem como base os campos da antropologia, sociologia e psicologia transcultural. Logo, ao trazer a cultura para o campo das finanças é possível gerar *insights* diferentes que não podem ser vistos usando a lente tradicional das finanças. Portanto, ignorar o papel da cultura é arriscar omitir uma variável importante para análise do processo decisório no campo financeiro (AGGARWAL *et al.*, 2016).

Quanto maior for a distância entre o país de origem e o país hospedeiro, maior será a diferença quanto ao nível de desenvolvimento, conteúdo educacional, cultura, idioma, sistema político, religião, entre outros fatores regionais. Tais características contêm significados, normas e valores que podem influenciar o trabalho dos indivíduos de diferentes maneiras (RONEN; SHENKAR, 1985). Por isso, a seleção de mercados segue etapas de comprometimento crescente.

O fato de uma maior distância cultural implicar em uma menor probabilidade de ocorrência de uma fusão ou aquisição ser bem sucedida é decorrente de os ganhos sinérgicos dependerem da integração e cooperação dos funcionários de cada empresa, do gerenciamento e da coordenação de atividades pós-fusão. Impedimentos como desconfiança, incompreensão ou metas incompatíveis, diferenças econômicas, diferenças na geração e transferência de conhecimentos e capacidades entre as empresas envolvidas, entre outros fatores também influenciam os resultados obtidos nas transações (RAHAHLEH; WEI, 2013; BORTOLUZZO *et al.*, 2014; AHERN; DAMINELLI; FRACASSI, 2015; LIM; MAKHIJA; SHENKAR, 2016).

Tradicionalmente considerada na literatura, a distância cultural entre o país de origem e o país hospedeiro de um investimento estrangeiro, no que tange diferenças econômicas e industriais, diversidade linguística e distância geográfica influenciam a relação e os processos de comunicação entre as partes envolvidas. Tais diferenças condicionam as empresas a riscos adicionais e aumento dos custos e dificuldades associados às transações (LÓPEZ-DUARTE; VIDAL-SUÁREZ, 2013).

Quando os países-alvo apresentam características semelhantes, ou seja, estão culturalmente mais próximos do país de origem, a inserção no mercado internacional é mais bem gerenciada (RONEN; SHENKAR, 1985). A proximidade geográfica entre a empresa

adquirente e a empresa alvo também facilita o intercâmbio entre países, aumentando, assim, a probabilidade de estabelecimento de contratos e visitas para negócios entre as partes (EUN; WANG; XIAO, 2015). No entanto, vale ressaltar que apesar de ser possível observar uma pequena distância geográfica entre alguns países, não se pode afirmar que estes apresentem características culturais semelhantes.

A facilidade na troca de informações relevantes é resultante de uma maior propensão da existência de clientes, fornecedores e intermediários financeiros em comum, bem como da interação entre gerentes em reuniões sociais, cívicas e de negócios. Portanto, uma menor proximidade geográfica permite que os adquirentes tenham acesso a informações relevantes mais fácil que adquirentes distantes e, conseqüentemente, obtenham retornos mais significativos (UYSAL; KEDIA; PANCHAPAGESAN, 2008).

Seguindo a lógica de que organizações semelhantes podem se comunicar e cooperar mais facilmente, Giannetti e Yafeh (2012) apresentam que as diferenças culturais também influenciam os custos de contratação em bancos, criando maiores barreiras de negociação. Nesse sentido, as diferenças culturais aumentam os custos quanto à coleta de informações e, devido à assimetria presente, os bancos consideram que quanto maior for a distância cultural mais arriscada será a negociação. Por isso, os termos contratuais de empréstimos são ofertados com maior restrição a uma taxa de juros mais alta e propensa a exigir garantias de terceiros.

A explicação pode estar associada à falta de familiaridade com o país devido à distância cultural. Com isso, os investidores optam por decisões econômicas que apresentem menor risco. O questionamento que fica é se tal comportamento é evidenciado quando países culturalmente próximos possuem mercados pouco desenvolvidos. Nesse sentido, elucida-se, na seção seguinte, uma revisão acerca das principais peculiaridades de mercado, a fim de compreender seu funcionamento e poder averiguar se as decisões financeiras quanto à concretização de fusões e aquisições *cross-border* é influenciada por características inerentes ao mercado.

2.4 CARACTERÍSTICAS DOS MERCADOS FINANCEIROS

Cada vez mais as empresas buscam acesso ao mercado de capitais, seja negociando em seu mercado local, seja explorando oportunidades no mercado internacional. Em decorrência da globalização e da desregulamentação, verifica-se um quadro de mudanças ascendente no mercado financeiro internacional (KOKKORIS; OLIVARES-CAMINAL, 2007).

A busca por ativos complementares em um país hospedeiro pode ser motivada pela necessidade de adquirir ativos estratégicos e vantagens específicas. O intuito é superar as deficiências observadas em seu ambiente doméstico. A potencial criação de valor se dá em conformidade com a qualidade dos recursos e desenvolvimento institucional dos mercados onde as operações de F&As são realizadas. Em geral, o valor criado será maior quando a empresa alvo estiver localizada em um ambiente econômico e institucional avançado, tendo, portanto, maior capacidade de oferecer variedade, qualidade de recursos e competências intangíveis (GUBBI *et al.*, 2010).

O mercado de capitais desempenha um importante papel nos países (desenvolvidos e em desenvolvimento) e constitui-se pelas bolsas de valores e outras instituições financeiras autorizadas. Conceitualmente, a bolsa de valores representa o mercado financeiro de determinado país, onde títulos, ações e outros valores mobiliários são emitidos no mercado primário e negociados entre investidores no mercado secundário. A sua principal atribuição é a definição de critérios para regular e fazer com que o mercado funcione de forma eficiente e transparente. Portanto, o mercado de capitais pertence a um sistema financeiro capaz de fornecer ferramentas de investimento e financiamento (KOKKORIS; OLIVARES-CAMINAL, 2007).

Os custos inerentes aos mercados de capitais externos, os problemas de agência e as informações assimétricas variam de acordo com o país. De acordo com Feito-Ruiz e Menéndez-Requejo (2012), países com mercado de capitais menos desenvolvidos, em geral, apresentam sistemas frágeis e baixo nível de governança corporativa, conseqüentemente, mais informações assimétricas e problemas de agência. O acesso ao capital externo depende do desenvolvimento do mercado de capitais e da capacidade do país e das firmas em atrair capital estrangeiro. Assim, uma maior proteção aos investidores e um maior desenvolvimento do mercado de capitais em um país reduz os custos das empresas em aumentar o nível de capital externo (FEITO-RUIZ; MENÉNDEZ-REQUEJO, 2012).

Em geral, observa-se que as operações internacionais ocorrem por empresas listadas no mercado de ações com experiência internacional e com opções de financiamento e investimento em bancos (LIANG; XIE; REDDING, 2017). Tal comportamento decorre do atual ciclo de negócios e da necessidade de grandes quantias de dinheiro para financiar as transações em andamento.

Segundo Erel, Liao e Weisbach (2012), o desempenho relativo do mercado de ações entre dois países afeta a propensão de as empresas desses países se fundirem. Dessa forma, quanto maior for a diferença no desempenho do mercado de ações entre os dois países, maior

será a probabilidade de que as empresas pertencentes a países com desempenho superior adquiram empresas com menor desempenho.

Movimentos cambiais também são fatores importantes que afetam os mercados de capitais. Em geral, firmas mais valorizadas tendem a comprar firmas de menor valor, devido aos efeitos dos movimentos cambiais e do desempenho do mercado de ações. Tal comportamento é evidenciado quando as empresas estão em países geograficamente próximos ou quando o país da empresa adquirente é mais rico que o país da empresa alvo (EREL; LIAO; WEISBACH, 2012).

O nível de desenvolvimento do mercado é um dos fatores que pode vir a influenciar a ocorrência das F&As internacionais, tendo em vista que se espera que os adquirentes de mercados desenvolvidos obtenham maior valor quando operam com empresas de mercados emergentes. Assim, quanto maior for o desenvolvimento econômico e melhor a qualidade contábil do país, maior será a probabilidade de as empresas pertencentes serem adquirentes em vez de alvo (EREL; LIAO; WEISBACH, 2012).

Corroborando com esse argumento, Kokkoris e Olivares-Caminal (2007) explanam que empresas pertencentes a países que não possuem mercados de capitais desenvolvidos tendem a realizar investimento no seu próprio país de origem. Isso justifica o fato de o número de empresas domésticas listadas em bolsa ser superior ao número de empresas estrangeiras listadas. Em um mercado desenvolvido, o país tem maior abertura à propriedade estrangeira, maior facilidade de movimento de capital e eficiência das instituições de mercado (RANI; YADAV; JAIN, 2015).

Economias desenvolvidas possuem melhor ambiente econômico, procedimentos regulatórios justos e mercados de capitais desenvolvidos (LIANG; XIE; REDDING, 2017). Do ponto de vista regulatório, nas fusões e aquisições *cross-border*, deve-se considerar as políticas internas que estão em conformidade com as regras da bolsa de valores e as políticas externas, referente aos requisitos regulatórios dos órgãos competentes de cada país (KOKKORIS; OLIVARES-CAMINAL, 2007).

Apesar dos inúmeros desafios e riscos enfrentados nas fusões e aquisições *cross-border*, tais como risco de crédito, risco de mercado, risco cambial, operacional e legal, essas transações oferecem direitos imediatos de propriedade e controle sobre os recursos da empresa alvo (LIANG; XIE; REDDING, 2017). Portanto, uma regulamentação eficaz proporcionará confiança e atrairá investidores, permitindo o desenvolvimento e integração das bolsas no mercado global.

Quanto maior for a confiança em um país, maiores serão as chances de troca de bens e ativos financeiros e a realização de investimentos diretos (GUIISO; SAPIENZA; ZINGALES, 2006). De acordo com os mesmos autores, indivíduos que confiam em um país são significativamente mais propensos a comprar ações e ativos de risco e investir em maiores proporções parte de sua riqueza.

Além dos aspectos regulatórios, características inerentes ao mercado de capitais, tais como disposição de investidores locais em investir em empresas estrangeiras, número mínimo de ações de capital aberto, práticas sólidas de governança corporativa e anticompetitivas, leis tributárias e histórico operacional, auxiliam a promover a transparência da negociação e assegurar o gerenciamento de mercado (KOKKORIS; OLIVARES-CAMINAL, 2007).

Conseqüentemente, se os investidores forem atraídos e se sentirem seguros em investir, o mercado de capitais crescerá, permitindo uma maior interação entre bolsas de valores, promovendo a troca de informações e facilitando a ocorrência de fusões (KOKKORIS; OLIVARES-CAMINAL, 2007). Contudo, de acordo com Liang, Xie e Redding (2017), espera-se que, em busca de minimizar os riscos inerentes à entrada no mercado externo, a adquirente tenha conhecimento acerca do ambiente na qual a empresa alvo está localizada, tenha domínio quanto ao gerenciamento de produtos e operações em escala global e esteja preparada para enfrentar riscos políticos, culturais e regulatórios.

Assim, tendo em vista que ambientes institucionais localizados em mercados financeiros mais desenvolvidos caracterizam-se como ambientes avançados, com potencial de oferecer um nível de aprendizagem superior, bem como maior variedade e qualidade de recursos, espera-se que, independente da distância cultural, as características de mercado, como o nível de desenvolvimento, por exemplo, seja um meio de explicar as diferentes decisões de investimentos internacionais.

2.5 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

Nesta seção, são apresentadas as evidências empíricas acerca dos estudos desenvolvidos sobre fusões e aquisições *cross-border* no mercado internacional e brasileiro, a fim de apresentar os objetivos e os resultados dos estudos que fomentaram o tema e fundamentaram a construção das hipóteses.

“Na visão da escola de Uppsala, o construto distância psíquica leva as firmas a selecionarem os mercados de entrada em ordem crescente da distância percebida, o que pode ou não coincidir com a distância geográfica” (HILAL; HEMAIS, 2003, p. 114). Seguindo

essa visão, observou-se que, apesar de a expansão entre mercados ocorrer de forma gradativa, quanto maior for a distância psíquica, maior será a fronteira da incerteza.

No que tange à internacionalização, Beule, Elia e Piscitello (2014) apontam que empresas multinacionais de mercados emergentes tendem a investir em países com características comerciais e institucionais similares, uma vez que ao expandirem os seus negócios para países com condições semelhantes, há maior propensão de obter vantagem competitiva. Além disso, uma maior distância cultural está associada a retornos mais baixos tanto para a empresa adquirente quanto para a empresa alvo, estando, portanto, negativamente associada ao volume de F&As *cross-border* (AHERN; DAMINELLI; FRACASSI, 2015).

Apesar de a distância cultural poder ter relação tanto positiva como negativa com o valor resultante das fusões e aquisições *cross-border*, em geral, o fator distância cultural apresentou relação negativa nas operações de fusões e aquisições (DAKESSIAN; FELDMANN, 2013; RAHAHLEH; WEI, 2013; BORTOLUZZO *et al.*, 2014; LIM; MAKHIJA; SHENKAR, 2016). Portanto, a construção da primeira hipótese se deu na expectativa de que as diferenças culturais sejam tidas como barreiras no decorrer da negociação destas operações, podendo impactar negativamente o desempenho das empresas envolvidas em F&As.

O estudo conduzido por Aybar e Ficici (2009) teve como objetivo examinar a criação ou destruição de valor nas operações de F&As internacionais de empresas em mercados emergentes. Os resultados obtidos indicaram que em mais da metade das transações analisadas houve destruição de valor. O tamanho da empresa alvo afetou positivamente o valor da empresa adquirente, sendo esse fator significativo quanto à reação do investidor aos anúncios internacionais. O impacto no valor do adquirente em relação ao nível de controle mostrou-se positivo em cinco das sete janelas de eventos analisadas e significativo em pelo menos uma janela. Anúncios envolvendo empresas alvo privadas também apresentaram reação positiva.

Aybar e Ficici (2009) observaram reação positiva quanto à estrutura de diversificação das empresas. Aquisições envolvendo empresas de alta tecnologia apresentaram reações negativas do mercado, sendo esse fator redutor de valor. Apesar de os autores esperarem uma influência negativa da proximidade cultural nos retornos anormais acumulados, os resultados se mostraram contrários. Fatores como conhecimento prévio do mercado alvo e governança corporativa não se mostraram significativos. A classificação das transações com base na origem regional do adquirente também se mostrou insignificante em todas as janelas de eventos analisadas.

O estudo de Erel, Liao e Weisbach (2012) centrou-se em medir os fatores que afetam a decisão das empresas de um país adquirir empresas de outro país. Os resultados indicaram que fatores como a geografia, a qualidade de divulgação contábil e o nível de desenvolvimento econômico aumentam a probabilidade de ocorrência de fusão entre dois países. Em geral, as chances de uma fusão ocorrer entre empresas próximas são maiores que entre empresas sediadas em países distantes.

No intuito de avaliar o desempenho das aquisições realizadas por empresas multilatinas, Dakessian e Feldmann (2013) observaram que a variável distância cultural exerce impacto negativo e significativo na reação e percepção dos investidores, e a variável distância institucional entre os países adquirente e alvo não apresentou significância estatística. A única variável que se mostrou estatisticamente significativa foi o tamanho relativo do negócio, refletindo uma reação negativa dos investidores à medida que a transação aumenta. As variáveis tamanho da empresa adquirente, desempenho financeiro, folga financeira, avaliação da moeda, nível de controle e data do anúncio não apresentaram significância estatística. Os autores concluíram que o retorno de curto prazo das ações das adquirentes não sofreu impacto com a ocorrência dos anúncios de aquisições internacionais.

Rahahleh e Wei (2013) analisaram a relação entre as diferenças culturais dos países e o desempenho obtido em operações sequenciais. Os autores investigaram se os efeitos nos retornos dos adquirentes são decorrentes da ordem de negociação e do nível de diferença cultural existente. Para distâncias culturais inicialmente menores, as variáveis utilizadas indicaram que a distância geográfica tem um efeito negativo sobre o retorno anormal, uma vez que a distância cultural impõe custos adicionais nas operações de fusões internacionais. Transações em dinheiro apresentaram um efeito positivo sobre o retorno e transações entre empresas do mesmo setor resultaram em retornos menores. Aquisições hostis e negócios realizados durante a bolha da *internet* também se mostraram associados a menores retornos.

Para distâncias culturais inicialmente maiores, os retornos obtidos em transações com alvos públicos tendem a ser menores e mercados mais competitivos apresentam menores retornos. Esse último resultado é contrário ao observado em distâncias culturais menores, devido a mercados mais competitivos apresentarem maiores retornos. De maneira geral, os resultados empíricos indicaram que, em média, empresas que iniciam a expansão em países com altos níveis de diferença cultural obtêm retornos anormais próximo de zero em negócios subsequentes. Portanto, as empresas devem iniciar as aquisições internacionais em países que apresentem um menor nível de diferença cultural, uma vez que evidências sugerem maior assimetria de informação em acordos iniciais com diferenças culturais mais altas.

No intuito de investigar se as aquisições *cross-border* realizadas por empresas brasileiras aumentaram o seu desempenho, Bortoluzzo *et al.* (2014) analisaram aspectos institucionais formais e informais. Os autores observaram que, para as empresas brasileiras, a internacionalização em países desenvolvidos proporcionou maiores oportunidades quanto à internalização de melhores práticas e ativos informacionais valiosos. Ademais, a relação entre as experiências anteriores das empresas brasileiras em F&As internacionais e o desempenho de uma nova aquisição fora do país segue formato de U invertido, sendo possível concluir que as empresas investigadas melhoraram seu desempenho.

Especificamente, de acordo com as hipóteses construídas, as variáveis explicativas experiência internacional e ambiente institucional apresentaram coeficientes positivos. A variável *cross-border* também foi representativa com sinal positivo, indicando que a realização de uma fusão ou aquisição internacional aumenta o desempenho financeiro da adquirente, e a variável utilizada para medir distância cultural apresentou sinal negativo, indicando que quanto maior a distância, menor o desempenho. O crescimento das despesas operacionais, o excesso de caixa e a variável tamanho mostraram-se superiores em empresas que realizaram aquisições. Já a variável entrada em novos mercados e o fato de a adquirente ser subsidiária de uma multinacional estrangeira indicou que o desempenho da aquisição internacional foi reduzido.

O estudo realizado por Ahern, Daminelli e Fracassi (2015) teve como propósito mostrar que as diferenças culturais entre países têm impactos significativos em diferentes aspectos que envolvem as operações de fusões, incluindo onde as fusões ocorrem e os ganhos gerados. A variável de interesse do estudo foi a distância cultural, sendo composta por três dimensões: confiança, hierarquia e individualismo. Os efeitos fixos foram controlados por variáveis como origem legal compartilhada, idioma, religião, distância geográfica, entre outros. Os modelos indicaram forte relação negativa em relação às dimensões de distância cultural adotadas com o volume de fusões, apontando evidências de que as variáveis culturais afetaram o volume das fusões e os ganhos sinérgicos.

Ahern, Daminelli e Fracassi (2015) observaram que a propensão de fusões internacionais ocorrerem é maior quando os países compartilham uma origem de sistemas jurídicos, religião e linguagem comum e estão mais próximos geograficamente. Portanto, quanto maior for a distância cultural, menor a ocorrência das operações internacionais e os retornos adquiridos. Apesar de o efeito marginal da distância cultural ser negativa, nos testes univariados, os achados indicaram que o potencial de criação de sinergia é grande o suficiente para superar as barreiras culturais.

Com foco no papel da distância cultural entre países, Lim, Makhija e Shenkar (2016) estudaram a relação entre medidas de distância cultural e os prêmios alvos em fusões e aquisições *cross-border*. Os autores identificaram uma relação assimétrica nas transações ocorridas que varia de acordo com a origem do adquirente, ou seja, a relação entre os prêmios em F&As e distância cultural não se mostrou uniforme quando os EUA era o alvo e quando o mesmo exercia o papel de adquirente.

Os resultados indicaram associação negativa entre distância cultural e os prêmios, quando as empresas dos EUA fazem lances em alvos estrangeiros. Em efeito de interação entre a distância cultural e a medida de familiaridade adotada, o efeito em relação aos prêmios alvo se mostrou positivo. A distância geográfica mostrou-se negativamente associada à probabilidade de F&As, em contradição às variáveis PIB *per capita* e alíquota do imposto corporativo, que apresentaram efeito positivo.

Com base no contexto e nas evidências empíricas apresentadas, espera-se que, mantendo outros fatores constantes, as diferenças culturais e a distância geográfica entre empresas de diferentes países diminuam a probabilidade de ocorrência de F&As (EREL; LIAO; WEISBACH, 2012). E, tendo em vista que a probabilidade de uma fusão entre firmas culturalmente distantes diminui à medida que os custos da distância cultural aumentam (AHERN; DAMINELLI; FRACASSI, 2015), espera-se que:

H1: Diferenças culturais em processos de F&As *cross-border* estejam negativamente associadas ao desempenho obtido após concretização da fusão.

Características inerentes ao mercado, como regulação institucional, nível de desenvolvimento industrial e do país, práticas de negócios, elementos políticos-legais e crescimento do mercado são fatores que podem exercer influência e conduzir as práticas de internacionalização. Além das diferenças culturais, Ahern, Daminelli e Fracassi (2015) indicam que fatores como a origem legal do país e a qualidade de suas instituições também afetam o valor criado nas operações de fusões e aquisições. Com isso, a influência da distância cultural diminui em operações entre instituições financeiras mais sofisticadas (KAROLYI, 2016).

Em busca de suprir deficiências observadas no mercado local e captar recursos no mercado internacional, as empresas envolvidas em processos de fusões e aquisições *cross-border* podem vir a obter vantagens e ativos estratégicos em conformidade ao nível de desenvolvimento de mercado (GUBBI *et al.*, 2010). Nesse sentido, a construção da segunda

hipótese se deu na expectativa de que os adquirentes de mercados desenvolvidos podem vir a obter maior desempenho devido as características de mercado inerentes a um melhor nível de desenvolvimento econômico.

Além de estudar a distância cultural entre países, Erel, Liao e Weisbach (2012) também observaram que um maior desenvolvimento econômico e qualidade contábil estão associados à probabilidade de a empresa ser adquirente ao invés de ser alvo. Outros dois fatores evidenciados como determinantes para ocorrência de uma fusão foram a política cambial e o desempenho do mercado de ações.

Quanto à política cambial, esta apresentou efeito positivo, na qual as empresas oriundas de países cujas moedas se valorizaram são mais propensas a serem adquirentes e empresas cujas moedas se desvalorizaram são mais propensas a se tornarem alvos. O desempenho no mercado de ações também se mostrou positivo, indicando que empresas com alto desempenho no mercado de ações tendem a comprar empresas que apresentaram baixo desempenho.

Beule, Elia e Piscitello (2014) examinaram e compararam o comportamento de aquisições de empresas multinacionais de mercados emergentes com empresas de mercados desenvolvidos em relação à estratégia de propriedade e controle classificada em quatro graus: total, parcial, minoritária e majoritária. Nos resultados, os autores observaram que a variável país emergente exibiu um coeficiente negativo e significativo, indicando que empresas multinacionais de países emergentes tendem a preferir uma estratégia de propriedade parcial ao invés de completa. Em relação à medida de distância institucional, os autores observaram um resultado positivo, porém não significativo, não suportando a hipótese de que as empresas adquirirão menos controle quando a distância institucional for maior.

Apenas o tamanho mostrou um efeito negativo e significativo, indicando que quanto maior for a empresa alvo, maior será a probabilidade de empreender uma aquisição parcial ao invés de completa. Já a variável indústria de alta tecnologia apresentou efeito positivo, no entanto, não significativo na escolha da estratégia de propriedade. Por fim, a variável experiência, apesar de indicar efeito negativo, sugerindo que a experiência anterior tende a melhorar a capacidade de a empresa gerenciar o grau e propriedade com os parceiros locais, não apresentou significância.

Assim, tendo em vista o contexto e as evidências empíricas apresentadas, observa-se que a distância cultural exerce maior influência durante os estágios iniciais da internacionalização, pois desempenha o papel de redutor de risco em compensação a falta de experiência das empresas em mercados estrangeiros (SAMIEE, 2013). À medida que as

empresas vão adquirindo experiência e conhecimento de mercado, o processo de internacionalização é intensificado e as empresas assumem maior nível de comprometimento com o mercado externo, explorando novas oportunidades, independente da distância cultural entre os países. Portanto, espera-se que:

H2: Em mercados desenvolvidos, os processos de F&As *cross-border* estejam positivamente associados ao desempenho obtido após concretização da fusão.

O Quadro 2 apresenta os principais trabalhos e as características inerentes à metodologia, como amostra, campo de estudo, variáveis independente exploradas e resultados obtidos, a fim de expor de forma detalhada os aspectos abordados em cada um desses estudos, facilitando assim, a compreensão dos mesmos.

Quadro 2. Resumo da metodologia adotada nos trabalhos sobre F&As *cross-border*

Autores (Ano)	Zona geográfica	Período estudado	Composição da amostra	Método	Variáveis independente	Resultados
Aybar e Ficici (2009)	América Latina e Ásia	1991-2004	433 anúncios de F&As relacionados a 58 empresas	Estudo de eventos e cálculo do retorno anormal acumulado (CAR)	Tamanho	+
					Tipo	+
					<i>Target Status</i>	+/-
					Nível de controle	+/-
					Investimento	+
					Nível institucional	+/-
					Proximidade (geográfica e/ou cultural)	+
					Experiência internacional	-
					Conhecimento prévio	0
					Setor	-
					Governança	0
					Estruturação	+
					Região (Ásia)	0
Região (America Latina)	0					
Erel, Liao e Weisbach (2012)	Abrange 48 países	1990-2007	187.841 fusões, sendo 56.978 operações internacionais	Regressão multivariada	Qualidade contábil	+
					Desenvolvimento econômico	+
					Distância geográfica	-
					Política cambial	+
					Mercado de ações	+
Dakessian e	Argentina,	1989-2011	607 anúncios	Estudo de	Tamanho da	0

Feldmann (2013)	Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela		de aquisições internacionais de 182 empresas de capital aberto	eventos e cálculo do retorno anormal acumulado (CAR)	empresa adquirente	
					Desempenho financeiro	0
					Folga financeira	0
					Tamanho relativo do negócio	-
					Avaliação da moeda	0
					Nível de controle	0
					Data do anúncio	0
					Distância cultural	-
					Distância institucional	0
Rahahleh e Wei (2013)	Abrange 16 países emergentes	1985-2008	1079 transações conduzida por 377 adquirentes	Estudo de eventos e cálculo do retorno anormal acumulado (CAR)	Distância geográfica	-
					Caixa	+/-
					Publico	-
					<i>Takeover</i>	-
					<i>Internet bubble</i>	-
					Tamanho	+/-
					Setor	-
					Competição	+/-
Beule, Elia e Piscitello (2014)	Itália	2001-2010	451 aquisições realizadas por estrangeiras multinacionais de indústria manufatureira	Uso do <i>binary probit model</i>	País emergente	-
					Indústria de alta tecnologia	+
					Distância institucional	+
					Tamanho alvo	-
					Experiência	-
Bortoluzzo <i>et al.</i> (2014)	Brasil	1994-2008	67 negociações de 25 empresas de capital aberto dos segmentos de indústria e comércio	Regressão com dados em painel e regressão linear múltipla	<i>Cross-Border</i>	+
					Experiência internacional	+/-
					Ambiente institucional	+
					Distância cultural	-
					Crescimento das vendas	-
					Crescimento de despesas operacionais	-
					Tamanho	+
					Excesso de caixa	-
					Subsidiária de multinacional	-
					Novos mercados	-
					Vendas	+
Ahern, Daminelli e	EUA	1991-2008	104.652 operações de fusões, sendo	Cálculo do retorno anormal acumulado	Confiança	-
					Individualismo	-
					Hierarquia	-

Fracassi (2015)			20.893 operações internacionais com os EUA sendo adquirente ou alvo e 83.759 operações ocorridas em 52 países distintos	(CAR), uso do <i>the gravity model</i> e análise de regressão t-Tobit e mínimos quadrados (MQO)	Tamanho País	+
					Volatilidade câmbio	+
					Investimento bilateral	-
					Alvo público	+
					Alvo privado	+
					Religião	+
					Linguagem	+
					Sistema jurídico	+
					Distância geográfica	-
Lim, Makhija e Shenkar (2016)	EUA	1990-2009	1690 operações <i>cross-border</i> envolvendo 45 países alvo	Análise por meio de regressão univariada e multivariada pelo método dos mínimos quadrados (MQO)	País alvo	+
					<i>Poison Pill</i>	-
					Distância geográfica	-
					PIB per capita	+
					PIB	+
					Risco político	+/-
					Linguagem	-
					Religião	+
					<i>Common law</i>	+
					Imposto	+/-
<i>Bilateral Trade</i>	+					

Fonte: Elaborado pela Autora, 2019.

Tendo em vista os trabalhos considerados, observa-se que há uma tendência de os resultados concernente à distância cultural e concretização das operações de F&As e os ganhos adquiridos apresentarem efeito negativo. Além da distância cultural, outros determinantes evidenciados foram a distância geográfica, a qualidade de divulgação contábil, as relações comerciais, o nível de desenvolvimento econômico, políticas cambiais, distância institucional, entre outros.

Tais resultados foram capturados em síntese pela metodologia de estudo de eventos e cálculo do retorno anormal acumulado (CAR), sendo esse método um dos mais utilizados na literatura de F&As, e também por modelos de regressão multivariada, conforme variáveis estudadas.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 DEFINIÇÃO DA AMOSTRA DA PESQUISA

Inicialmente a população da pesquisa foi composta por todas as operações de fusões e aquisições *cross-border* anunciadas no mercado brasileiro, considerando o período de 2011 a 2016. A escolha desse intervalo de tempo se deu em conformidade aos dados disponibilizados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros de Capitais (ANBIMA).

A ANBIMA é responsável por reunir e fornecer informações de instituições como bancos, gestoras, corretoras, distribuidoras e administradoras pertencentes ao mercado financeiro e de capitais brasileiro, no intuito de representar a pluralidade dos mercados, trazendo, assim, maior transparência e segurança acerca dos negócios. A entidade reproduz dados desde referências de preços e índices que refletem o comportamento de carteira de ativos até estudos específicos, a exemplo de operações de fusões e aquisições.

Para analisar o desempenho obtido nas operações de F&As internacionais, levou-se em consideração um ano anterior e um ano posterior a data do anúncio, conforme janela de tempo adotada por Noda, Oliveira Júnior e Kayo (2014). Portanto, foram coletados dados associados ao período de 2010 a 2017 que estavam disponíveis na base de dados da *Thomson Reuters*.

Apenas operações que efetivamente foram concretizadas e que dispunham de todos os dados necessários no período elencado foram consideradas na composição da amostra. Foi necessário, portanto, a realização de pesquisa nos *sites* corporativos das empresas envolvidas e/ou principais *sites* de notícias, para averiguação da concretização da operação. Empresas de capital fechado e financeiras foram excluídas da amostra, devido à dificuldade de acesso aos dados e a regulamentação contábil específica, respectivamente.

Após mapeamento das empresas, a amostra final constituiu-se de 111 operações. Na Tabela 1, é possível observar o número de operações concluídas categorizadas por país.

Tabela 1. Número de operações por país

País	Número de operações (Alvo)	%	Número de operações (Adquirente)	%
Alemanha	-	-	3	2,70
Argentina	3	2,70	-	-
Austrália	1	0,90	1	0,90
Áustria	-	-	1	0,90
Brasil	93	83,78	18	16,22

Canadá	-	-	6	5,41
Chile	-	-	4	3,60
China	-	-	6	5,41
Dinamarca	1	0,90	-	-
Espanha	-	-	3	2,70
Estados Unidos	6	5,41	22	19,82
França	-	-	10	9,01
Grécia	-	-	1	0,90
Índia	-	-	1	0,90
Inglaterra	1	0,90	9	8,11
Irlanda	-	-	1	0,90
Itália	-	-	7	6,31
Japão	-	-	8	7,21
México	2	1,80	1	0,90
Noruega	-	-	2	1,80
Portugal	1	0,90	2	1,80
República Dominicana	1	0,90	-	-
Singapura	-	-	1	0,90
Suíça	1	0,90	4	3,60
Tailândia	1	0,90		
TOTAL DE OPERAÇÕES	111		111	

Fonte: Dados da pesquisa, 2019.

De maneira geral, verifica-se que, na maioria das operações ocorridas, os adquirentes foram de países desenvolvidos, sendo as negociações transacionadas em países com menores níveis de desenvolvimento. 19,82% das transações ocorridas tiveram os Estados Unidos como país adquirente, sendo este o país com maior representatividade na amostra. Seguindo Estados Unidos, França, Inglaterra, Japão, Itália, Canadá e China foram os países que realizaram um maior número de aquisições durante o período estudado.

Essa constatação é condizente com os seguintes argumentos: (i) o nível de desenvolvimento do mercado é um dos fatores que impulsionam a ocorrência das F&As internacionais (GUBBI *et al.*, 2010); (ii) em geral, países com menores padrões de desenvolvimento são propensos a ser alvo ao invés de adquirente (EREL; LIAO; WEISBACH, 2012). O Brasil, por exemplo, foi alvo em 83,78% das operações ocorridas, sendo o país sede das empresas adquirentes em 16,22% das operações.

A seguir apresentam-se as variáveis utilizadas para operacionalização desta pesquisa.

3.2 VARIÁVEIS CONSIDERADAS

A escolha das variáveis se deu com base nos principais fatores evidenciados pela literatura que potencialmente podem afetar as operações de fusões e aquisições *cross-border*, especificamente, o desempenho econômico-financeiro das empresas adquirentes. Assim, para compor as *proxies* de desempenho, foram coletados dados contábeis com periodicidade anual da base de dados da *Thomson Reuters*.

No intuito de ampliar a robustez da análise, foram definidas três *proxies* para caracterizar o desempenho econômico-financeiro, conforme Equações (1), (2) e (3) (ZOOLO; MEIER, 2008; CAMARGOS; BARBOSA, 2009; BORTOLUZZO *et al.*, 2014; BOMFIM; CALLADO, 2016):

$$ROA_{i,t} = LL_{i,t} / AT_{i,t} \quad (1)$$

$$ROIC_{i,t} = NOPLAT_{i,t} / Capital\ investido_{i,t} \quad (2)$$

$$EBITDA_{i,t} = EBIT_{i,t} + D\&A_{i,t} \quad (3)$$

Em que: ROA é o *Return on assets*, em português, retorno sobre ativos; LL é o lucro líquido da empresa *i* no ano *t*; AT é o ativo total da empresa *i* no ano *t*. ROIC é o *Return over invested capital*, em português, retorno sobre o capital investido; NOPLAT (*Net operating profit less adjusted taxes*) representa o lucro operacional antes dos impostos e despesas financeiras da empresa *i* no ano *t*; o capital investido engloba o capital de terceiros e o capital próprio, sendo nesse caso, utilizado o ativo total da empresa *i* no ano *t*. EBITDA representa *Earning before interest, taxes, depreciation and amortization*, ou em português, são os lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização; D&A são a depreciação e amortização da empresa *i* no ano *t*.

A escolha destas *proxies* se deu com o intuito de refletir a realidade econômico-financeira das empresas, pois o agrupamento de informações contábeis oriundas dos relatórios financeiros permite o uso de indicadores que evidenciem o desempenho organizacional e o resultado da aplicação dos recursos realizados pelos gestores (BOMFIM; CALLADO, 2016).

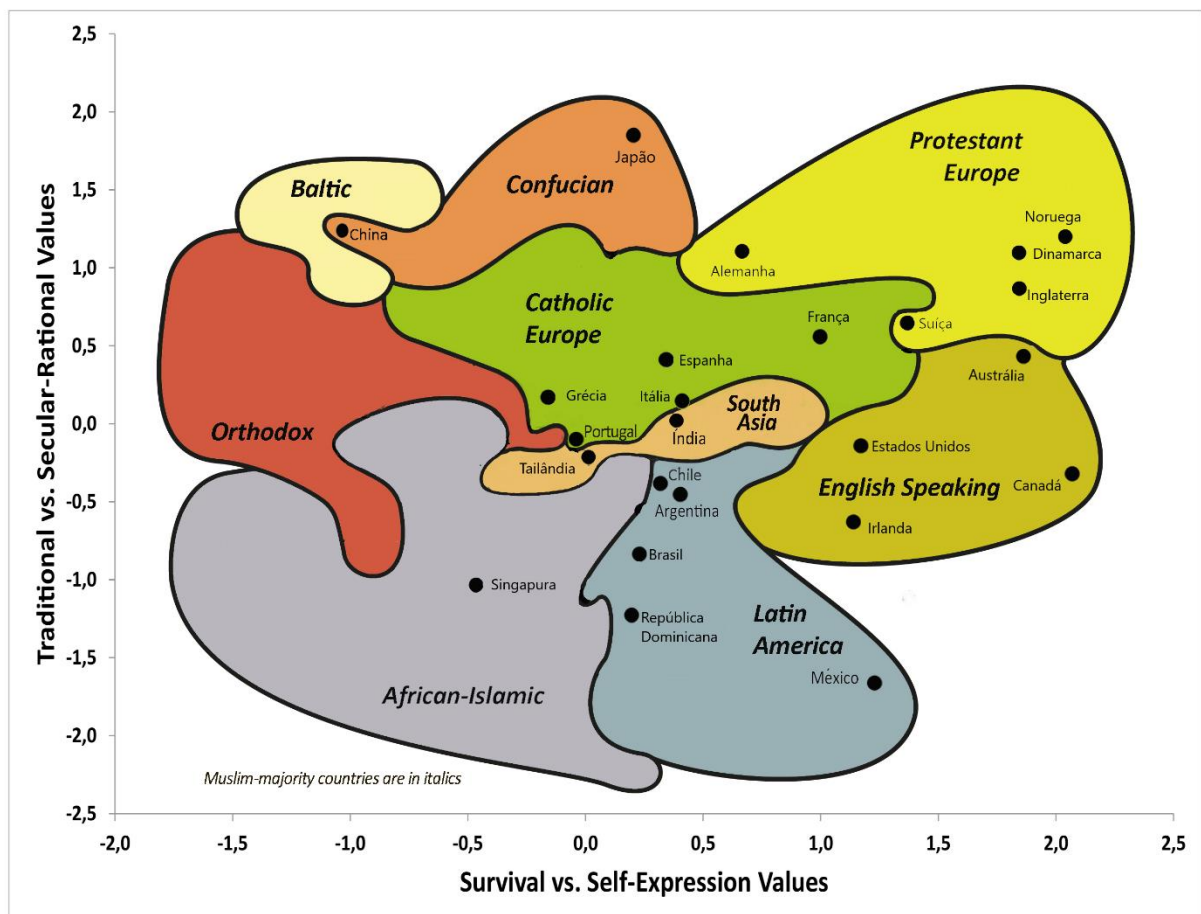
O ROA mensura o retorno gerado pela empresa em relação ao investimento total representado por seus ativos, indicando o quanto uma empresa foi eficiente e lucrativa em relação à administração de seus ativos (CAMARGOS; BARBOSA, 2005). O ROIC indica o retorno gerado pela empresa em relação ao capital total investido dos acionistas e de terceiros.

E o EBITDA considera as receitas operacionais líquidas, menos os custos e as despesas operacionais, exceto as depreciações e amortizações (CAMARGOS; BARBOSA, 2009).

3.2.1 Variáveis relacionadas à cultura

Para investigar se as diferenças culturais afetam o desempenho das empresas envolvidas em F&As, a variável escolhida foi a Distância Cultural (*Distcult*). Para a realização desta pesquisa foi considerado o mapa cultural desenvolvido pelo *World Values Survey* (WSV), onde os países pertencentes ao mesmo *cluster* são considerados culturalmente semelhantes entre si. A composição dos *clusters* pode ser observada na Figura 4.

Figura 4. Mapa cultural mundial com base na amostra



Fonte: Adaptado do *World Values Survey* (2010-2014).

A fim de especificar o quão próximo ou distante culturalmente os países estão, a variável *Distcult* assume caráter de uma variável *dummy*, na qual foi atribuído valor 1 (um)

para países que realizaram a fusão e aquisição e se encontram dentro de um mesmo *cluster* e valor 0 (zero) para operações entre países localizados em *clusters* distintos.

A escolha do mapa cultural WSV se deu tendo em vista à relevância e à abrangência da pesquisa que a entidade realiza sobre cultura atualmente. Segundo Giannetti e Yafeh (2012), o WVS engloba cerca de 80 países e é atualizado a cada cinco anos, na tentativa de medir valores culturais em escala global, tendo em média 1.400 entrevistados por país. Cada *cluster* representa um grupo de países com características culturais semelhantes, podendo os países estar geograficamente próximo ou não.

Vale ressaltar que, no mapa original, Singapura e Inglaterra não estavam alocados em nenhum *cluster*. Esses países foram incluídos, levando em consideração características associadas à religião predominante e à distância geográfica. Tal escolha se deu devido ao aspecto cultural poder ser compreendido como um conjunto de crenças e valores étnicos, religiosos e sociais transmitidos entre as gerações de forma praticamente inalterada (GUIZO; SAPIENZA; ZINGALES, 2006).

As demais variáveis selecionadas foram a distância geográfica (*Distgeo*), experiência internacional (*Expinter*), forma de pagamento (*Pgto*), tamanho (*Tam*) e endividamento (*End*).

Além da distância cultural, a distância geográfica também pode afetar os custos durante a combinação de duas empresas (EREL; LIAO, WEISBACH, 2012). Como medida de distância geográfica, calculou-se o logaritmo natural da distância geográfica em quilômetros entre as capitais dos países alvo e adquirente. Com base na pesquisa de Lim, Makhija e Shenkar (2016), os dados geográficos foram obtidos no *site* www.geobytes.com.

A variação no desempenho pode também ser explicada pela experiência internacional prévia das empresas. Empresas que já estabeleceram operações em um país têm maior participação de mercado e melhor capacidade de gerenciamento com parceiros locais, podendo então comprometer mais recursos nas transações (BEULE; ELIA; PISCITELLO, 2014).

Fundamentado por Beule, Elia e Piscitello (2014) e Bortoluzzo *et al.* (2014), a variável experiência internacional levou em consideração o número de F&As realizadas pelas empresas no período analisado, na qual, foi atribuído valor 1(um) para empresas que realizaram mais de uma operação e, valor 0 (zero) caso contrário. Informações acerca do número de operações realizadas por empresa foram obtidas na base de dados da ANBIMA.

A forma como uma fusão e aquisição é financiada pode impactar de diferentes maneiras o desempenho das empresas. Os resultados reportados por Bomfim e Callado (2016) apontam que as operações de F&As financiadas por dinheiro, endividamento e por mais de

uma fonte de recursos afetaram negativamente o desempenho das empresas adquirentes. Esse resultado pode ser decorrente de um possível aumento nos custos e/ou despesas financeiras, reduzindo assim a lucratividade das empresas no período pós-fusão. Nesse sentido, adotou-se uma *dummy*, onde 1 (um) representa as operações de F&As financiadas por dinheiro e, 0 (zero) caso contrário. A forma como a operação foi financiada teve coleta também na base de dados da ANBIMA.

A variável tamanho foi obtida pelo logaritmo natural dos ativos totais das empresas. Conforme Dakessian e Feldman (2013), o tamanho da empresa reflete uma reação negativa e pessimista dos investidores, à medida que a transação se torna maior. Bomfim e Callado (2016) esperavam uma relação positiva com o desempenho organizacional, provavelmente oriundo de ganhos sinérgicos e aumento do poder de mercado. No entanto, o tamanho das empresas apresentou relação negativa. Os dados referentes aos ativos totais foram coletados na base de dados da *Thomson Reuters*.

Por fim, o nível de endividamento indica o quanto de recursos a empresa está comprometendo nas suas transações podendo, portanto, vir a afetar o desempenho organizacional (BOMFIM; CALLADO, 2016). Nesse sentido, calculou-se o endividamento de cada empresa, conforme expresso na Equação (4):

$$End_{i,t} = Pot_{i,t} / (Pot_{i,t} + Pl_{i,t}) \quad (4)$$

Em que: *End* indica o nível de endividamento da empresa *i* no ano *t*; *Pot* é o passivo oneroso total da empresa *i* no ano *t* dado pelo somatório dos empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo; *Pl* é o patrimônio líquido da empresa *i* no ano *t*.

Os dados contábeis para cálculo do endividamento foram também obtidos na base de dados da *Thomson Reuters*. Após cálculo do endividamento, os dados foram categorizados com base nos quartis, a fim de padroniza-los e diluir *outliers* da amostra, conforme exposto no Quadro 3.

Quadro 3. Categorização para a variável endividamento

Quartil	Nível de Endividamento	Categorias
1°	Empresas com endividamento < 0.2911	1
2°	Empresas com endividamento ≥ 0.2911 e < 0.4354	2
3°	Empresas com endividamento ≥ 0.4354 e < 0.5750	3
4°	Empresas com endividamento ≥ 0.5750	4

Fonte: Elaborado pela Autora, 2019.

Em síntese, como padrão de referência para análise dos resultados, o Quadro 4, apresenta a relação esperada na explicação do desempenho econômico-financeiro em virtude das variáveis adotadas para cultura e do comportamento das mesmas reportadas na literatura.

Quadro 4. Variáveis adotadas para cultura e sinais esperados

Variável	Sigla	Sinais esperados
Distância cultural	<i>Distcult</i>	-
Distância Geográfica	<i>Distgeo</i>	-
Experiência Internacional	<i>Expinter</i>	+
Forma de pagamento	<i>Pgto</i>	-
Tamanho	<i>Tam</i>	-
Endividamento	<i>End</i>	-

Fonte: Elaborado pela Autora, 2019.

Portanto, espera-se que, com exceção da variável *Expinter*, as demais variáveis adotadas para cultura impactem negativamente o desempenho econômico-financeiro das empresas que realizaram fusão e aquisição no período estudado.

3.2.2 Variáveis relacionadas ao mercado

Tendo em vista que o grau de eficiência e controle corporativo dos mercados afetam os custos envolvidos nas transações de F&As, ambientes institucionais mais desenvolvidos tendem a aumentar a competição de empresas, aumentando, assim, os prêmios a serem pagos nas transações (BORTOLUZZO *et al.*, 2014). Em particular, adquirentes de mercados desenvolvidos tendem a obter maiores benefícios nas transações onde a empresa alvo seja de um mercado emergente (EREL; LIAO; WEISBACH, 2012).

Para evidenciar o nível de desenvolvimento dos países, a presente pesquisa utilizou os parâmetros definidos por Erel, Liao e Weisbach (2012), em que se calculou o logaritmo natural da diferença do PIB *per capita* em conformidade as transações ocorridas entre os países envolvidos da empresa adquirente e alvo para cada ano da amostra, de acordo com a Equação (5):

$$PIB_{i,t} = Ln(PIB \text{ per capita}_{i,t} - PIB \text{ per capita}_{j,t}) \quad (5)$$

Em que: $PIB\ per\ capita_{i,t}$ indica o PIB em dólar dividido pela população do país da empresa adquirente i no ano t ; e $PIB\ per\ capita_{j,t}$ é o PIB em dólar dividido pela população do país da empresa alvo j no ano t . Os dados para cálculo da Equação (5) foram obtidos da base de dados da World Bank.

As demais variáveis selecionadas foram o desempenho da governança (*Desgov*), a liberdade de negócios (*Bf*), a liberdade comercial (*Tf*), a capitalização de mercado (*Capmerc*) e a variação na taxa de câmbio (*Câmbio*).

O ambiente político e legal são fatores relevantes nos processos de fusão e aquisição. Além das leis formais que protegem os investidores estrangeiros, a sua efetiva aplicação faz com que os investidores se sintam seguros (HERGER; MCCORRISTON, 2016). Padrões de desenvolvimento e contabilidade tendem a ser correlacionados com uma melhor governança corporativa. E, em geral, empresas sediadas em países com maiores níveis de governança, tendem a adquirir empresas em países que apresentem menores níveis de governança (EREL; LIAO; WEISBACH, 2012).

Assim, utilizando os parâmetros adotados por Lim, Makhija e Shenkar (2016), o índice escolhido para representar o desempenho da governança por país e ano foi o *Regulatory Quality* da *Worldwide Governance Indicators* (WGI). Esse índice varia de -2,5 a 2,5, indicando o quão fraco ou forte é o desempenho da governança de cada país.

O índice *Economic Freedom* desenvolvido pela *Heritage Foundation* expressa a eficiência dos mercados e mede a liberdade econômica de 186 países com base nos indicadores *trade freedom*, *business freedom*, *investment freedom* e *property rights*. Esses e outros índices da entidade foram utilizados nos trabalhos de Gubbi *et al.* (2010), Dakessian e Feldman (2013), Beule, Elia e Piscitello (2014), Bortoluzzo *et al.* (2014) e Herger e McCorriston (2016). Cada índice é avaliado com uma pontuação entre 0 e 100. Para esta pesquisa, foram escolhidos os índices *business freedom* (*Bf*) e *trade freedom* (*Tf*), a fim de representar a liberdade de negócios e comercial, respectivamente.

Enquanto o *business freedom* indica a liberdade que um indivíduo tem de estabelecer e administrar uma empresa sem a interferência do estado, por meio de regulamentações onerosas e indevidas, o indicador *trade freedom* indica a liberdade econômica quanto às limitações comerciais entre compradores e vendedores no mercado internacional, como tarifas, impostos de exportações, cotas ou regulamentações proibitivas comerciais.

Para compor a variável capitalização de mercado, a coleta foi realizada na base de dados da *World Federation of Exchanges* (WFE), uma vez que essa entidade representa 64 bolsas regulamentadas em todo o mundo e fornece dados acerca do desenvolvimento dos

mercados financeiros. A metodologia utilizada pela WFE para composição da capitalização de mercado engloba o número total de ações emitidas pelas empresas domésticas, incluindo ações ordinárias, preferenciais e sem direito de voto e ações emitidas por empresas estrangeiras listadas exclusivamente na bolsa, multiplicado por seus respectivos preços. Com base nos dados disponíveis, utilizou-se a capitalização total anual da principal bolsa de valores de cada país para cada ano.

Por fim, uma fusão pode ocorrer motivada pelas variações cambiais, fazendo com que a empresa alvo apresente um valor aquisitivo relativamente barato e conseqüentemente o adquirente obtenha lucro (EREL; LIAO; WEISBACH, 2012). A variação percentual da flutuação cambial seguiu a metodologia adotada por Erel, Liao e Weisbach (2012), sendo, portanto, calculado o desvio padrão do logaritmo natural da taxa de câmbio mensal bilateral, levando em consideração uma janela de cinco anos da data do anúncio, conforme expresso na Equação (6). A coleta das taxas cambiais se deu na base de dados da WFE.

$$C\grave{a}mbio = \sqrt{\frac{\sum_{n=1}^k (Ln(X_{ij,t-n}) - Ln(\bar{X}_{ij,t}))^2}{K - 1}} \quad (6)$$

Em que: $X_{ij,t}$ é a taxa de câmbio bilateral entre os países i e j, sendo utilizada k defasagens em anos ($k=5$); $\bar{X}_{ij,t}$ representa a média dos valores passados para os últimos cinco anos da variável $X_{ij,t}$.

O Quadro 5 apresenta a relação esperada na explicação do desempenho econômico-financeiro em virtude das variáveis adotadas para mercado.

Quadro 5. Variáveis adotadas para mercado e sinais esperados

Variável	Sigla	Sinais esperados
Desenvolvimento de Mercado	<i>PIB</i>	+
Desempenho da Governança	<i>Desgov</i>	+
Liberdade de Negócios	<i>Bf</i>	+
Liberdade Comercial	<i>Tf</i>	+
Capitalização de mercado	<i>Capmerc</i>	+
Δ Taxa de Câmbio	<i>Câmbio</i>	+

Fonte: Elaborado pela Autora, 2019.

Espera-se que todas as variáveis adotadas para mercado impactem positivamente o desempenho econômico-financeiro das empresas que realizaram fusão e aquisição no período estudado. A seguir, apresenta-se o modelo econométrico utilizado para analisar a relação entre

o desempenho nas operações de F&As e a distância cultural entre os países, bem como a relação do desempenho com as características do mercado financeiro.

3.3 MODELO ECONOMETRICO

3.3.1 Modelo Econométrico

Para o desenvolvimento desta pesquisa, optou-se pela utilização do modelo de regressão com dados em painel, uma vez que este permite a análise de observações em corte transversal e em série temporal, propiciando assim um maior número de observações para cada empresa da amostra. Ao todo, formaram-se dois painéis, um para cada hipótese da pesquisa, com cerca de 888 observações para cada variável do modelo.

Uma das vantagens de se utilizar modelos de regressão com dados em painel consiste no controle da heterogeneidade entre cada observação em *cross-section*. O uso de tal metodologia permite maior variabilidade dos dados, menor colinearidade entre as variáveis, maior número de graus de liberdade e maior eficiência da estimação (MARQUES, 2000). Adicionalmente, os dados em painel permitem examinar como as variáveis, ou a relação entre elas mudam dinamicamente ao longo do tempo (BROOKS, 2014).

O modelo geral para dados em painel é representado por:

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta x_{i,t} + u_{i,t} \quad (7)$$

Em que: $Y_{i,t}$ é a variável dependente, α é o termo de intercepto, β é um vetor $k \times 1$ de parâmetros a serem estimados nas variáveis explicativas e $x_{i,t}$ é um vetor $1 \times k$ de observações sobre as variáveis explicativas, $t = 1, \dots, T$; $i = 1, \dots, N$.

Alternativamente, é possível estimar regressões por dados em painel pelas abordagens de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com dados empilhados, efeitos fixos e efeitos aleatórios. No modelo MQO com dados empilhados, todas as observações são empilhadas e estima-se uma regressão “grande”, desprezando as dimensões temporal e espacial dos dados. Para essa abordagem, considera-se que todos os coeficientes são constantes ao longo do tempo e entre os indivíduos e que o termo de erro $u_{i,t}$ seja distribuído idêntica e independentemente com média zero e variância constante (GUJARATI; POTER, 2011).

O modelo de efeitos fixos permite que o intercepto no modelo de regressão difira transversalmente, mas não ao longo do tempo, enquanto todas as estimativas de inclinação são fixadas transversalmente e ao longo do tempo (BROOKS, 2014). O modelo de efeitos fixos pode ser expresso conforme equação (8):

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta x_{i,t} + \mu_i + v_{i,t} \quad (8)$$

Especificamente, o termo de erro $u_{i,t}$ elucidado na equação (7) foi decomposto em $\mu_i + v_{i,t}$, onde, μ_i engloba efeitos específicos das variáveis que afetam $Y_{i,t}$ transversalmente mas não variam com o tempo e $v_{i,t}$ é um termo de erro remanescente que varia ao longo do tempo e das entidades e captura efeitos que não são explicados sobre $Y_{i,t}$.

Já o modelo de efeitos aleatórios pressupõe que o comportamento específico dos indivíduos e do período de tempo é desconhecido, portanto, os valores de intercepto são extraídos aleatoriamente da população (MARQUES, 2000; GUJARATI; POTER, 2011). A abordagem propõe diferentes termos de intercepto constantes ao longo do tempo para cada entidade. No entanto, os interceptos de cada unidade transversal são provenientes de um intercepto comum α mais a variável ϵ_i que varia transversalmente, mas é constante ao longo do tempo (BROOKS, 2014). O modelo de efeitos aleatórios pode ser representado por:

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta x_{i,t} + \omega_{i,t} \quad (9)$$

Em que: $\omega_{i,t} = \epsilon_i + v_{i,t}$, sendo ϵ_i responsável por medir o desvio aleatório de cada intercepto das entidades em relação ao intercepto comum α . Nesse caso, assume-se que ϵ_i tem média zero, é independente do termo de erro $v_{i,t}$, tem variância constante σ_ϵ^2 e é independente das variáveis explicativas $x_{i,t}$.

Para construção dos modelos empíricos desta pesquisa, fez-se necessário a inclusão de uma *dummy* para cada ano/empresa ao modelo, de modo a identificar o ano em que a operação de fusão e aquisição foi anunciada, sendo atribuído valor 0 (zero) para os anos anteriores e para o ano em que a operação foi anunciada, e valor 1 (um) para os anos subsequentes ao anúncio das operações de F&As.

De forma geral, o modelo para investigar a relação das variáveis adotadas na primeira hipótese é representado conforme Equação (10):

$$\begin{aligned}
Desempenho_{i,t} &= \beta_0 + B_1 Distcult_{i,t} + \beta_2 Dummy_{i,t} + \beta_3 Distgeo_{i,t} + \beta_4 Expinter_{i,t} \\
&+ \beta_5 Pgto_{i,t} + \beta_6 Tam_{i,t} + \beta_7 End_{i,t} + u_{i,t} \quad (10)
\end{aligned}$$

Em que: *Desempenho* representa o desempenho econômico-financeiro da empresa *i* no período *t*, *Distcult* é a distância cultural entre as empresas envolvidas e *Disgeo*, *Expinter*, *Pgto*, *Tam* e *End* representam as variáveis distância geográfica, experiência internacional, pagamento, tamanho e endividamento, respectivamente.

Quanto à segunda hipótese da pesquisa, o modelo de regressão pode ser expresso, de maneira geral, conforme Equação (11):

$$\begin{aligned}
Desempenho_{i,t} &= \beta_0 + B_1 PIB_{i,t} + \beta_2 Dummy_{i,t} + \beta_3 Desgov_{i,t} + \beta_4 Bf_{i,t} + \beta_5 Tf_{i,t} \\
&+ \beta_6 Capmerc_{i,t} + \beta_7 Câmbio_{i,t} + u_{i,t} \quad (11)
\end{aligned}$$

Em que: *Desempenho* representa o desempenho econômico-financeiro da empresa *i* no período *t*, *PIB* indica o nível de desenvolvimento e *Desgov*, *Bf*, *Tf*, *Capmerc* e *Câmbio* representam as variáveis desempenho da governança, liberdade de negócios, liberdade comercial, capitalização de mercado e variação cambial, respectivamente.

Para ambas as Equações (7) e (8), a variável *Desempenho*, conforme apresentado na seção 3.2, pode se configurar de três formas: *Return on Assets* (ROA), *Return over invested capital* (ROIC) e *Earning before interest, taxes, depreciation and amortization* (EBITDA). Assim, serão construídos três modelos de equação, para cada hipótese da pesquisa.

3.3.2 Procedimentos de Análise e Tratamento dos Dados

Para análise e tratamento dos dados, inicialmente, foi realizada uma análise exploratória por meio da estatística descritiva, a fim de obter informações relevantes e observar o comportamento dos dados. Subsequente, verificou-se o grau de relacionamento entre as variáveis investigadas, bem como se investigou possíveis problemas de multicolinearidade por meio da matriz de correlação, sendo possível inferir alguns resultados preliminares.

Para definir o tipo de matriz a ser utilizada, realizou-se o teste de normalidade de Shapiro-Wilk, a fim de verificar se as variáveis possuíam distribuição normal. Além de observar o coeficiente de correlação entre as variáveis investigadas, aplicou-se o teste de Fator de Inflação de Variância (FIV) como indicador de multicolinearidade.

Em relação aos modelos de dados em painel estimados pelas abordagens de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com dados empilhados, efeitos fixos e efeitos aleatórios, para especificar qual modelo melhor se adequa aos dados, após estimação das regressões pelas abordagens acima especificadas, foram executados o teste F de Chow, o teste Multiplicador de Langrange e o teste de Hausman, tendo como base os parâmetros indicados no Quadro 6.

Quadro 6. Testes de especificação

Teste	Hipóteses
Teste F de Chow	H0: Modelo de dados empilhados
	H1: Modelo de efeitos fixos
Teste Multiplicador de Langrange	H0: Modelo de dados empilhados
	H1: Modelo de efeitos aleatórios
Teste de Hausman	H0: Modelo de efeitos aleatórios
	H1: Modelo de efeitos fixos

Fonte: Elaborado pela Autora, 2019.

Por fim, visando averiguar a adequação dos modelos de dados em painel, realizaram-se os seguintes testes: teste de *Breusch-Pagan*, para verificar se os termos de erro u_i são homocedásticos, ou seja, apresentam variância semelhante e os testes de LM, Baltagi e Li e de Breush-Godfrey/Wooldridge, para testar a presença de autocorrelação em regressão com dados em painel. A seguir são analisados e discutidos os resultados obtidos.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

Nesta seção, apresenta-se a análise exploratória dos dados, a fim de obter resultados preliminares da amostra. A Tabela 2 apresenta as principais medidas de posição e dispersão das variáveis quantitativas, tais como número de observações, média, mediana, desvio padrão, bem como os valores máximo e mínimo da amostra.

Tabela 2. Estatísticas descritivas das variáveis quantitativas

Estatísticas		Nº Obs.	Média	Mediana	Desv. Pad.	Mínimo	Máximo
Variáveis de Desempenho	<i>ROA</i>	883	0,04277	0,03176	0,05603897	-0,23217	0,44212
	<i>ROIC</i>	883	0,07059	0,05888	0,0690651	-0,24806	0,61281
	<i>EBITDA*</i>	888	37620,00	2207,00	237770,00	-24680,00	3777000,00
Variáveis para cultura	<i>Distgeo**</i>	888	9.029	9.074	0,4289289	7.760	9.780
	<i>Tam**</i>	883	24,22	24,14	2,400898	18,72	31,32
	<i>End</i>	883	0,4891	0,4354	0,8888416	0,00	21,9524
Variáveis para mercado	<i>PIB</i>	872	0,8528	1,2743	1,066347	-2,2378	2,2378
	<i>Desgov</i>	872	1,0179	1,2562	0,68611	-0,4728	2,2605
	<i>Bf</i>	872	77,40	81,85	14,54235	35,50	98,20
	<i>Tf</i>	872	82,44	86,40	7,149493	63,60	90,00
	<i>Capmerc</i>	872	60014781	37645616	70744366	420930	249053212
	<i>Câmbio</i>	704	0,03211	0,03197	0,01174007	0,00079	0,05171

Fonte: Elaborada pela Autora, 2019. Nota: * EBITDA em milhões; ** Distgeo e Tam em log.

Com base nos resultados obtidos, observou-se que, em média, as empresas que realizaram operações de fusão e aquisição entre os anos 2011 e 2016 obtiveram rentabilidade variando entre 4,28% e 7,06%, conforme evidenciado pelo ROA e pelo ROIC. O lucro médio antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA) foi de R\$ 37.620 milhões. Os intervalos entre os pontos mínimo e máximo são significativos para as variáveis de desempenho. Os resultados sugerem que, apesar de algumas empresas terem obtido desempenho negativo, o resultado econômico-financeiro obtido das empresas pós-fusão foi positivo.

As estatísticas descritivas indicam também que a distância geográfica média entre adquirente e alvo é de 9.029 km, o que permite inferir que as operações ocorreram em grande parte entre países geograficamente distantes. A menor distância geográfica observada foi de 7.760 km entre Brasil e Argentina e a maior distância foi de 9.780 km entre Brasil e Japão.

Constatou-se, também, que o tamanho médio das empresas foi de 24,22 e varia de 18,72 a 31,32. A baixa dispersão indica que em geral o tamanho das empresas não difere

muito umas das outras. Quanto ao nível de endividamento, as empresas apresentaram um endividamento médio de 48,91%. A variação entre o nível de endividamento mínimo e máximo pode ser reflexo de diferentes estratégias de gestão de ativos, bem como decorrente da forma como as operações foram financiadas.

Em relação às características do mercado em que a adquirente está inserida, o PIB *per capita* apresentou valor mínimo de -2,24, evidenciando, neste caso, que a população cresceu mais do que a produção, e máximo de 2,24, indicando que a população enriqueceu, pois, a produção do país foi maior que o crescimento populacional. Apesar da variação observada, o PIB *per capita* médio foi de aproximadamente 0,85, evidenciando um desempenho econômico médio dos países. A governança corporativa média de 1,02 condiz com os resultados descritivos acerca do nível de desenvolvimento do país, assim como os resultados médios dos índices de liberdade de negócios e comercial de 77,40 e 82,44, respectivamente. Em geral, os resultados dão indícios que países em desenvolvimento e desenvolvidos são predominantes na amostra, a exemplo do Brasil e Estados Unidos.

A variação cambial média foi positiva, indicando que os países obtiveram uma valorização de 0,03%. O crescimento do câmbio pode ser devido ao fato de, nas operações de F&As ocorridas durante o período estudado, haver maior predominância de empresas de países desenvolvidos adquirindo empresas de países em desenvolvimento. O Brasil, por exemplo, foi alvo em 93 operações (vide Tabela 1).

Já as bolsas de valores de cada país apresentaram uma capitalização de mercado mínima de US\$ 420.930,00 e máxima de US\$ 249.053.212,00. Os resultados sugerem que as bolsas têm um volume médio de ações de US\$ 60.014.781,00. De maneira geral, o desvio padrão das variáveis estudadas, com exceção do EBITDA e Capitalização de mercado, apresentaram baixa dispersão, indicando que o conjunto de empresas estudadas seguem padrões semelhantes.

Na Tabela 3, é possível verificar o número de observações obtidas para cada variável *dummy* no período analisado.

Tabela 3. Frequência - variáveis *dummy*

	Variáveis	N° Obs.	%
Distcult	Operações entre países culturalmente próximos	88	9,91
	Operações entre países culturalmente distantes	800	90,09
Experinter	A adquirente realizou mais de uma operação internacional	264	29,73
	A adquirente realizou apenas uma operação internacional	624	70,27
Pgto	Operações financiadas por dinheiro	784	88,29
	Operações financiadas por outras fontes de recursos	104	11,71

Fonte: Elaborada pela Autora, 2019.

Quanto à distância cultural, observa-se na Tabela 3 que 90,09% das operações de fusões e aquisições ocorreram entre empresas que estão localizadas em países culturalmente distantes, demonstrando que, para essas operações, a distância cultural não foi um fator limitante. Uma das justificativas pode ser devido ao fato de os gestores compreenderem a diversidade cultural como fonte de oportunidade para exploração de novos recursos e capacidades.

Verificou-se, também, que 70,27% das empresas que realizaram apenas uma operação internacional entre 2011 e 2016 e 88,29% das operações foram financiadas exclusivamente por dinheiro, demonstrando a preferência dos gestores quanto ao tipo de investimento utilizado para financiar as operações no período estudado.

4.2 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

Nesta seção, analisou-se o grau de relacionamento entre as variáveis investigadas a partir da matriz de correlação de *Spearman*. A escolha do tipo de matriz se deu devido aos resultados reportados no teste de normalidade de Shapiro-Wilk. Todas as variáveis investigadas tanto para o modelo de cultura, quanto para o modelo de mercado apresentaram p -valor $< 0,05$. Tal resultado implica na rejeição da hipótese nula de que as variáveis seguem distribuição normal.

Com base nos resultados apresentados na Tabela 4, observou-se que, com exceção do EBITDA, a variável distância cultural apresentou correlação positiva e significativa a 10% e 5% com o ROA e o ROIC, respectivamente. Tais resultados, ao contrário do esperado, representam um indicativo de que uma maior distância cultural estaria associada a um maior desempenho das empresas. O motivo pode ser justificado devido ao fato de uma maior diversidade cultural permitir o compartilhamento de recursos e capacidades, possibilitando as empresas de tornarem mais eficazes e lucrativas (ELY; THOMAS, 2001). Em contrapartida, a

variável distância geográfica se mostrou negativamente correlacionada e significativa com duas das três *proxies* de desempenho.

Tabela 4. Matriz de correlação das proxies de cultura

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1) ROA	1,00									
(2) ROIC	0,84***	1,00								
(3) EBITDA	0,05*	0,01	1,00							
(4) Distcult	0,05*	0,14**	0,04	1,00						
(5) dummy	-0,11**	-0,09*	0,01	0,01	1,00					
(6) Distgeo	-0,07*	-0,23***	0,21***	-0,44***	-0,04	1,00				
(7) Expinter	-0,19**	-0,13**	-0,01	0,05*	-0,06*	-0,14**	1,00			
(8) Pgto	0,14**	0,12**	0,03	0,03	0,03	0,05	-0,14*	1,00		
(9) Tam	-0,23***	-0,32***	0,89***	0,01	0,04	0,27***	0,03	-0,01	1,00	
(10) End	-0,28***	-0,16**	0,01	-0,01	0,13**	-0,10*	0,03	-0,06*	0,06*	1,00

Fonte: Elaborada pela Autora, 2019. Sig: *10%, **5%, ***1%.

As variáveis experiência internacional, tamanho e endividamento também apresentaram correlação negativa e significativa com as variáveis ROA e ROIC, apontando evidências que as empresas que realizaram mais de uma operação de fusão e aquisição internacional, com maior número de ativos e/ou com maior nível de endividamento são propensas a obterem um desempenho negativo.

Constatou-se também que a forma de pagamento se mostrou positivamente correlacionada com o ROA e o ROIC com significância de 5%, sinalizando que operações financiadas em dinheiro tendem observar um desempenho positivo. A variável EBITDA se mostrou correlacionada positivamente em nível de 1% apenas com as variáveis distância geográfica e tamanho.

Na Tabela 5, é possível observar o grau de relacionamento entre as variáveis adotadas para o modelo de mercado.

Tabela 5. Matriz de correlação das proxies de mercado

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1) ROA	1,00									
(2) ROIC	0,84***	1,00								
(3) EBITDA	0,05*	0,01	1,00							
(4) PIB	0,01	-0,11**	0,08*	1,00						
(5) dummy	-0,11**	-0,09*	-0,01	0,08*	1,00					
(6) Desgov	0,08*	0,02	0,07*	0,84***	0,02	1,00				
(7) BF	0,02	-0,03	0,08*	0,75***	-0,08*	0,84***	1,00			
(8) TF	0,00	-0,05*	-0,01	0,76***	0,02	0,77***	0,66***	1,00		
(9) Capmerc	0,02	-0,18**	0,14**	0,27***	0,07*	0,16**	0,32***	0,17**	1,00	
(10) Câmbio	0,06*	0,23***	-0,20**	-0,38***	-0,28***	-0,21***	-0,18**	-0,35***	-0,46***	1,00

Fonte: Elaborada pela Autora, 2019. Sig: *10%, **5%, ***1%.

No tocante às variáveis de desempenho, observou-se baixa correlação com as demais variáveis explicativas. O PIB, por exemplo, apresentou coeficiente de correlação negativo de -0,11 ao nível de significância de 5% com o ROIC e coeficiente de correlação de 0,08 significativo a 10% com o EBITDA. Em geral, o ROA apresentou correlação positiva e significativa apenas com as variáveis desempenho da governança e variação cambial. Já o ROIC mostrou-se estatisticamente significativo com as variáveis *trade freedom*, capitalização de mercado e câmbio. Os coeficientes de correlação das variáveis, desempenho da governança, *business freedom* e capitalização de mercado em relação à variável EBITDA indicam uma relação positiva, sendo esta última significativa a 5%.

Com base nas correlações obtidas, é possível inferir que empresas localizadas em países com bons níveis de governança, cujos gestores têm maior liberdade para administrar seus negócios, bem como localizadas em países cuja moeda sofreu apreciação podem vir a obter desempenho positivo.

Em relação à multicolineariedade, uma das formas mais simples de se investigar a sua existência é observar o coeficiente de correlação entre as variáveis. Em geral, coeficientes maiores que 0,8 indicam a existência de multicolineariedade entre as variáveis (BROOKS, 2014). Analisando as matrizes das Tabelas 4 e 5, observa-se que, na Tabela 4, o maior coeficiente de correlação entre as variáveis explicativas foi de 0,44, sendo possível inferir a não existência de multicolineariedade.

Na Tabela 5 há coeficientes superior a 0,8 entre as variáveis desempenho da governança, PIB e *business freedom*. Apesar da observância desses coeficientes, altas correlações de ordem zero são condição suficiente, mas não necessária para a existência de multicolineariedade (GUJARATI; PORTER, 2011). Portanto, para fins de confirmação quanto a existência da multicolineariedade entre os regressores, aplicou-se o teste de fator de inflação da variância (FIV). Se o FIV de uma variável for maior que 10, pode-se inferir alta multicolineariedade (GUJARATI; PORTER, 2011). Os resultados do teste foram reportados na Tabela 6.

Tabela 6. Fator de inflação da variância

Painel A - Variáveis para cultura							
Variável	<i>Distcult</i>	<i>Dummy</i>	<i>Distgeo</i>	<i>Expinter</i>	<i>Pgto</i>	<i>Tam</i>	<i>End</i>
FIV	1,871821	1,027794	2,133896	1,052591	1,026034	1,232645	1,031932
Painel B - Variáveis para mercado							
Variável	<i>PIB</i>	<i>Dummy</i>	<i>Desgov</i>	<i>BF</i>	<i>TF</i>	<i>Capmerc</i>	<i>Câmbio</i>
FIV	4,732328	1,041218	7,486940	7,007943	6,714151	1,561633	1,483372

Fonte: Elaborada pela Autora, 2019.

Observa-se que nenhuma das variáveis utilizadas no modelo para cultura (vide painel A) e no modelo para mercado (vide painel B) apresentou FIV maior que 10. Portanto, pode-se presumir que os modelos propostos não foi afetado pela questão da multicolinearidade, não havendo a necessidade de exclusão de variáveis.

4.3 ANÁLISE ECONOMÉTRICA

4.3.1 Testes de especificação e adequação dos modelos

Após análise descritiva e de correlação, foram estimados os modelos de regressão para dados em painel, considerando as abordagens para dados empilhados, efeitos fixos e efeitos aleatórios. Subseqüentes, foram executados o teste F de Chow, o teste Multiplicador de Langrange e o teste de Hausman, a fim de identificar o modelo mais adequado. Os resultados dos testes para o modelo de cultura são apresentados na Tabela 7.

Tabela 7. Testes de especificação para o modelo de cultura

Testes	Variável Dependente					
	ROA		ROIC		EBITDA	
F de Chow	0,59	<i>p</i> -valor: 0,7654	0,46	<i>p</i> -valor: 0,8639	0,30	<i>p</i> -valor: 0,9519
Multiplicador de Langrange	29,62	<i>p</i> -valor: 0,0000	33,90	<i>p</i> -valor: 0,0000	46,43	<i>p</i> -valor: 0,0000
Hausman	19,88	<i>p</i> -valor: 0,0058	29,65	<i>p</i> -valor: 0,0001	10,55	<i>p</i> -valor: 0,1593

Fonte: Elaborada pela Autora, 2019.

De acordo com os resultados do teste F de Chow, entre o modelo de dados empilhados e efeitos fixos, o modelo de dados empilhados seria o mais adequado para as três *proxies* de desempenho, devido à significância ser maior que 0,05, implicando na aceitação da hipótese nula. No entanto, a hipótese nula de que o modelo mais adequado seria o de dados empilhados foi rejeitada no teste Multiplicador de Langrange. Os resultados indicam ser o modelo de efeitos aleatórios o que melhor se aplica as três *proxies* adotadas.

Por fim, a hipótese nula do teste de Hausman, de que os estimadores do modelo de efeitos fixos e do modelo de componentes dos erros não diferem substancialmente (GUJARATI; PORTER, 2011), foi rejeitada para as variáveis ROA e ROIC. Nesse caso, o modelo de efeitos fixos, é preferível ao de efeitos aleatórios. Já para a variável EBITDA, a análise segue tendo como base o modelo de dados em painel com efeitos aleatórios.

Tendo em vista que para as variáveis ROA e ROIC os resultados obtidos nos testes de especificação foram divergentes, a abordagem de dados em painel adotada para ambas as variáveis foi a de efeitos fixos, reportado no teste de Hausman. A escolha se deu com base em três argumentos, segundo Gujarati e Poter (2011):

- (i) o modelo de dados empilhados pode camuflar a heterogeneidade, devido à pressuposição de que os coeficientes de regressão sejam os mesmos para todos os indivíduos. Consequentemente, há a possibilidade de o termo de erro estar correlacionado com alguns dos regressores incluídos no modelo;
- (ii) se o verdadeiro modelo for de efeitos fixos, o estimador de efeitos aleatórios será inconsistente; e
- (iii) mesmo que se pressuponha que o modelo subjacente seja com dados empilhados ou de efeito aleatório, os estimadores de efeitos fixos são sempre consistentes.

Vale ressaltar que, para testar a primeira hipótese, o modelo de efeitos fixos foi controlado pelo efeito do tempo, uma vez que a estimação do modelo por efeitos fixos unidirecionais (*one-way*) e bidirecionais (*two-way*) não captavam o impacto das variáveis *dummy*, pois estas não variam no tempo, inviabilizando a análise dos resultados.

Os resultados dos testes de especificação para o modelo de mercado estão reportados na Tabela 8.

Tabela 8. Testes de especificação para o modelo de mercado

Testes	Variável Dependente					
	ROA		ROIC		EBITDA	
F de Chow	11,45	<i>p</i> -valor: 0,0000	14,09	<i>p</i> -valor: 0,0000	44,14	<i>p</i> -valor: 0,0000
Multiplicador de Langrange	27,92	<i>p</i> -valor: 0,0000	30,84	<i>p</i> -valor: 0,0000	41,07	<i>p</i> -valor: 0,0000
Hausman	15,93	<i>p</i> -valor: 0,0141	10,42	<i>p</i> -valor: 0,1081	25,74	<i>p</i> -valor: 0,0002

Fonte: Elaborada pela Autora, 2019.

Para as três *proxies* de desempenho, o teste F de Chow indicou ser o modelo de efeitos fixos o mais adequado, quando comparado à estimação por dados empilhados. A hipótese de que o modelo de dados empilhados seria o mais adequado também foi rejeitada no teste Multiplicador de Langrange, sendo, portanto, o modelo de efeitos aleatórios o mais adequado. Por fim, para optar entre o modelo de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios foi aplicado o teste de Hausman. Os resultados obtidos reportaram que o modelo de efeitos fixos seria o mais

adequado para as variáveis ROA e EBITDA, e o modelo de efeitos aleatórios para a variável ROIC.

A Tabela 9 reporta os resultados dos testes de Breusch-Pagan, de LM, Baltagi e Li, e o de Breush-Godfrey/Wooldridge. A aplicação desses testes se deu no intuito de investigar a presença de heterocedasticidade e autocorrelação dos resíduos.

Tabela 9. Testes de heterocedasticidade e autocorrelação

Painel A - Variáveis para cultura			
Testes	Variável Dependente		
	ROA	ROIC	EBITDA
Breusch-Pagan	<i>p</i> -valor: 0,000	<i>p</i> -valor: 0,000	<i>p</i> -valor: 0,000
LM, Baltagi e Li	Não se aplica	Não se aplica	<i>p</i> -valor: 0,000
Breush-Godfrey/Wooldridge	<i>p</i> -valor: 0,000	<i>p</i> -valor: 0,000	Não se aplica
Painel B – Variáveis para mercado			
Testes	Variável Dependente		
	ROA	ROIC	EBITDA
Breusch-Pagan	<i>p</i> -valor: 0,000	<i>p</i> -valor: 0,000	<i>p</i> -valor: 0,000
LM, Baltagi e Li	Não se aplica	<i>p</i> -valor: 0,000	Não se aplica
Breush-Godfrey/Wooldridge	<i>p</i> -valor: 0,000	Não se aplica	<i>p</i> -valor: 0,000

Fonte: Elaborada pela Autora, 2019.

Analisando os resultados expostos na Tabela 9, quanto à presença de heterocedasticidade, considerou-se como hipótese nula (H0) que a série é homocedástica e como hipótese alternativa (H1) que a série apresenta heterocedasticidade. Observa-se que, para as três regressões estimadas de ambos os modelos, cultura e mercado, o teste de Breusch-Pagan indicou a presença de heterocedasticidade nos dados. Os testes de LM, Baltagi e Li e o de Breush-Godfrey/Wooldridge reportaram também a presença de autocorrelação nos painéis A e B, sendo, portanto, rejeitada a hipótese nula (H0) de ausência de autocorrelação para as três *proxies* de desempenho.

Tendo em vista os problemas reportados nos testes de adequação dos modelos, a estimação das variáveis por dados em painel com efeitos fixos foi corrigida pelo procedimento de Newey-West. Essa abordagem gera estimadores eficientes cujas propriedades atuam na correção de erros padrão consistentes com heterocedasticidade e autocorrelação (GUJARATI; PORTER, 2011).

Para as regressões estimadas por dados em painel com efeitos aleatórios, não foi necessária a aplicação de técnicas de correção, tendo em vista que o método de estimação por mínimos quadrados generalizados (MQG) consiste na transformação das variáveis originais de forma a satisfazer as hipóteses do modelo clássico. Sendo assim, os resultados reportados

na estimação por dados em painel com efeitos aleatórios são consistentes a presença de heterocedasticidade e autocorrelação (GUJARATI; PORTER, 2011).

A seguir são apresentadas as análises de regressão.

4.3.2 Análise de regressão

Após identificação das potenciais relações entre as variáveis estudadas, foram estimadas seis regressões por dados em painel, a partir das Equações (7) e (8), sendo quatro regressões estimadas por efeitos fixos e duas por efeitos aleatórios, em conformidade aos resultados dos testes de especificação de modelos obtidos nas Tabelas 7 e 8.

De maneira geral, os modelos adotados para cultura (vide Tabela 10) apresentaram um coeficiente de determinação (R^2) variando entre 2,63% e 15,49%, indicando o quanto os modelos explicam a variação no desempenho das empresas em relação às variáveis adotadas. Assim como nas estimações realizadas para os modelos de cultura, os modelos adotados para mercado (vide Tabela 11) apresentaram coeficiente de determinação (R^2) aproximado, com variação entre 3,25% e 11,19%. Estudos como o de Gubbi *et al.* (2010), Rahahleh e Wei (2013) e Ahern, Daminelli e Fracassi (2015) também reportaram baixo poder explicativo.

Para ambos os modelos, cultura e mercado, observou-se que a variável dependente EBITDA foi a que apresentou menor poder explicativo. Além disso, essa foi a variável que menos se mostrou correlacionada com as demais variáveis adotadas neste estudo, conforme observado nas Tabelas 4 e 5, dando indícios de o EBITDA não ser uma *proxy* adequada para se medir o desempenho em relação aos modelos propostos.

Na Tabela 10, são expostos os resultados das regressões estimadas para equação (7), tendo como variável dependente o ROA (painel A), o ROIC (painel B) e o EBITDA (painel c), e como variáveis explicativas distância cultural (*Distcult*), distância geográfica (*Distgeo*), experiência internacional (*Expinter*), pagamento (*Pgto*), tamanho (*Tam*) e endividamento (*End*).

Tabela 10. Resultados da regressão para cultura

Painel A1 – Var. Dependente: ROA (Ef. Fixos corrigidos por Newey-West)					
Var. Independente	Coefficiente	Erro Padrão	Razão t	p-valor	
<i>Distcult</i>	0,01290	0,00999	1,2901	0,19737	
<i>Dummy</i>	-0,00781	0,00493	-1,5837	0,11362	
<i>Distgeo</i>	0,00589	0,00895	0,6583	0,51050	
<i>Expinter</i>	-0,01603	0,00465	-3,4479	0,00059	***
<i>Pgto</i>	0,01421	0,00489	2,9077	0,00373	***
<i>Tam</i>	-0,00593	0,00148	-4,0053	0,00006	***
<i>End</i>	-0,01108	0,00194	-5,7024	0,00000	***
Painel A2 – Estatísticas do Modelo					
R²	0,15341		Teste F (estatística)	22,4698	
R² ajustado	0,13975		p-valor (F)	0,0000	
Painel B1 – Var. Dependente: ROIC (Ef. Fixos corrigidos por Newey-West)					
Var. Independente	Coefficiente	Erro Padrão	Razão t	p-valor	
<i>Distcult</i>	0,02907	0,01365	2,1305	0,03341	**
<i>Dummy</i>	-0,00743	0,00649	-1,1433	0,25323	
<i>Distgeo</i>	0,00473	0,01234	0,3833	0,70163	
<i>Expinter</i>	-0,01813	0,00564	-3,2135	0,00136	***
<i>Pgto</i>	0,01705	0,00539	3,1599	0,00163	***
<i>Tam</i>	-0,00879	0,00203	-4,3177	0,00001	***
<i>End</i>	-0,00875	0,00245	-3,5667	0,00038	***
Painel B2 – Estatísticas do Modelo					
R²	0,15499		Teste F (estatística)	22,7438	
R² ajustado	0,14136		p-valor (F)	0,0000	
Painel C1 – Var. Dependente: EBITDA (Ef. Aleatórios)					
Var. Independente	Coefficiente	Erro Padrão	Razão t	p-valor	
<i>Intercepto</i>	-1,3519e+12	5,6039e+11	-2,4125	0,01605	**
<i>Distcult</i>	7,0772e+10	8,9044e+10	0,7948	0,42695	
<i>Dummy</i>	-1,6622e+10	7,0375e+09	-2,3620	0,01839	**
<i>Distgeo</i>	9,2116e+10	6,4827e+10	1,4210	0,15568	
<i>Expinter</i>	-2,9967e+10	4,4378e+10	-0,6753	0,49968	
<i>Pgto</i>	8,5429e+08	6,2351e+10	0,0137	0,98907	
<i>Tam</i>	2,4056e+10	6,9985e+09	3,4373	0,00061	***
<i>End</i>	-6,3289e+09	5,4534e+09	-1,1605	0,24615	
Painel C2 – Estatísticas do Modelo					
R²	0,0263		Teste F (estatística)	3,3807	
R² ajustado	0,0185		p-valor (F)	0,0014	

Fonte: Elaborada pela Autora, 2019. Sig: * p-valor < 10%; ** p-valor < 5%; *** p-valor < 1%.

Os resultados estimados mostram que a variável distância cultural apresentou significância estatística em nível de 5% apenas para a variável ROIC. Apesar de não ser significante com as demais *proxies* de desempenho, o coeficiente positivo confirma a relação anteriormente reportada na Tabela 4 da matriz de correlação. Logo, não se pode inferir que as diferenças culturais em processos de F&As *cross-border* estejam negativamente associadas ao

desempenho obtido após concretização da fusão, conforme hipotetizado na Seção 2.5 desta pesquisa.

Esses resultados vão de encontro aos obtidos por Aybar e Ficici (2009), que utilizaram uma combinação de medidas culturais e geográficas, bem como uma medida de distância cultural alternativa baseada nas dimensões de Hofstede (1980). Para ambas as medidas, a proximidade cultural não aumentou a perspectiva de sucesso do adquirente. Erel, Liao e Weisbach (2012) também não encontraram evidências de que o compartilhamento de uma língua ou religião comum tenha qualquer impacto na propensão de as fusões ocorrerem. Tais resultados são um indício de que os investidores não observam benefícios estratégicos advindos de F&As entre empresas culturalmente próximas (AYBAR; FICICI, 2009).

Ao contrário do esperado e reportado nos trabalhos de Erel, Liao e Weisbach (2012), Rahahleh e Wei (2013) e Lim, Makhija e Shenkar (2016), os resultados obtidos para a variável distância geográfica nas regressões estimadas para as três *proxies* de desempenho, além de não apresentarem relação estatisticamente significativa, não permitem a inferência de que a distância geográfica tenha efeito negativo sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas.

Este resultado pode estar relacionado ao observado por Giannetti e Yafeh (2012), que ao estudarem a influência das diferenças culturais entre bancos, verificaram que a distância física entre as capitais dos países cujos bancos negociantes estavam localizados não apresentou um efeito significativo provavelmente devido à presença de subsidiárias em países vizinhos, o que pode ter atenuado o efeito da distância geográfica.

Além disso, apesar de a literatura apontar maiores ganhos para negociações entre empresas geograficamente mais próximas, devidas à facilidade na troca de informações e conhecimento, na presença de adquirentes assimetricamente informados, a influência da distância geográfica tende a ser mitigada (UYSAL; KEDIA; PANCHAPAGESAN, 2008).

Há de se considerar também que o coeficiente positivo para as variáveis distância cultural e geográfica pode ser oriundo do viés de seleção da amostra, cujo número de operações entre empresas culturalmente distintas teve representatividade de 90,09%, conforme observado na Tabela 3.

A variável experiência internacional evidenciou significância estatística em nível de 1% para as variáveis ROA e ROIC, e foi insignificante no modelo estimado com a variável EBITDA. Esperava-se que empresas com maior número de operações internacionais reportasse maior desempenho, devido à experiência internacional e conhecimento de mercado adquirido.

No entanto, as estimações evidenciaram coeficiente negativo nos três modelos. Resultados semelhantes foram observados por Aybar e Ficici (2009) e Beule, Elia e Piscitello (2014), e podem ser justificados sob a hipótese de que um maior número de operações pode incorrer no aumento dos custos associados às transações, devido a características específicas da empresa, natureza do investimento, ajustes estratégicos e condições do mercado-alvo.

Diferente dos resultados reportados por Bomfim e Callado (2016), cujas operações financiadas por dinheiro produziram um impacto negativo no desempenho das empresas, as regressões estimadas para as três *proxies* de desempenho adotadas apresentaram relação positiva, sendo significativa a 1% para as variáveis ROA e ROIC. Segundo Ghosh (2001), melhorias no desempenho pós-operações de F&As financiadas por caixa podem ser decorrentes da boa gestão de ativos das empresas envolvidas e de estratégias visando a maximização de valor da empresa.

Os resultados para a variável tamanho se mostraram significantes estatisticamente a 1% nos três modelos estimados. Para o ROA e ROIC, o coeficiente foi negativo, sendo condizente com os resultados obtidos por Dakessian e Feldman (2013), Beule, Elia e Piscitello (2014) e Bomfim e Callado (2016). Para o EBITDA, o coeficiente da regressão foi positivo, indicando que empresas maiores obtiveram maiores retornos sobre ativo e sobre o capital investido. Essa relação positiva também foi observada no estudo de Bortoluzzo *et al.* (2014).

Por fim, o nível de endividamento das empresas revelou uma relação negativa e significativa a 1% nos modelos com as variáveis ROA e ROIC, evidenciando que o endividamento impactou negativamente o desempenho das empresas após as operações de F&As.

O Quadro 7 apresenta um comparativo das relações esperadas e sinais reportados para as variáveis adotadas no modelo de cultura.

Quadro 7. Comparativo entre sinais esperados e reportados para cultura

Variável	Sigla	Sinais esperados	Sinais reportados
Distância cultural	<i>Distcult</i>	-	+
Distância Geográfica	<i>Distgeo</i>	-	+
Experiência Internacional	<i>Expinter</i>	+	-
Forma de pagamento	<i>Pgto</i>	-	+
Tamanho	<i>Tam</i>	-	+/-
Endividamento	<i>End</i>	-	-

Fonte: Elaborado pela Autora, 2019.

Com base nos resultados apresentados na Tabela 10 e relações reportadas no Quadro 7 é possível inferir que: (i) variações no desempenho das empresas em processos de F&As *cross-border* independem da distância cultural e distância geográfica existente entre os pares de empresas envolvidas, sendo, portanto, rejeitada a primeira hipótese (H1) desta pesquisa; e, (ii) o desempenho parece ser mais bem explicado pelas variáveis usualmente utilizadas na literatura de F&As, tais como tamanho e endividamento.

Para o modelo de mercado, os resultados das estimações oriundas da equação (8) são apresentados na Tabela 11. O painel A, B e C reportam os três modelos para as variáveis ROA, ROIC e EBITDA respectivamente, tendo como variáveis explicativas o nível de desenvolvimento do país (*PIB*), o desempenho da governança (*Desgov*), a liberdade de negócios (*Bf*), a liberdade comercial (*Tf*), a capitalização de mercado (*Capmerc*) e a variação na taxa de câmbio (*Câmbio*).

Tabela 11. Resultados da regressão para mercado

Painel A1 – Var. Dependente: ROA (Ef. Fixos corrigidos por Newey-West)				
Var. Independente	Coefficiente	Erro Padrão	Razão t	p-valor
<i>PIB</i>	0,00368	0,00566	0,65	0,516
<i>Dummy</i>	-0,01181	0,00511	-2,31	0,021 **
<i>Desgov</i>	0,03131	0,00923	3,39	0,001 ***
<i>Bf</i>	-0,0009	0,00044	-2,17	0,030 **
<i>Tf</i>	-0,00129	0,00089	-1,46	0,145
<i>Capmerc</i>	0,00000	0,00000	1,44	0,151
<i>Câmbio</i>	0,54158	0,24454	2,21	0,027 **
Painel A2 – Estatísticas do Modelo				
R²	0,1119		Teste F (estatística)	10,9621
R² ajustado	-0,0252		p-valor (F)	0,0000
Painel B1 – Var. Dependente: ROIC (Ef. Aleatórios)				
Var. Independente	Coefficiente	Erro Padrão	Razão t	p-valor
<i>Intercepto</i>	-0,00753	0,09015	-0,0836	0,93342
<i>PIB</i>	-0,01766	0,00855	-2,0665	0,03915 **
<i>Dummy</i>	-0,01442	0,00394	-3,6527	0,00028 ***
<i>Desgov</i>	0,03103	0,01206	2,5733	0,01028 **
<i>Bf</i>	-0,00102	0,00043	-2,3442	0,01935 **
<i>Tf</i>	0,00115	0,00123	0,9384	0,34839
<i>Capmerc</i>	0,00000	0,28648	1,0886	0,27669
<i>Câmbio</i>	1,1221e+00	0,36734	3,0548	0,00234 ***
Painel B2 – Estatísticas do Modelo				
R²	0,0817		Teste F (estatística)	8,8452
R² ajustado	0,0725		p-valor (F)	0,0000
Painel C1 – Var. Dependente: EBITDA (Ef. Fixos corrigidos por Newey-West)				
Var. Independente	Coefficiente	Erro Padrão	Razão t	p-valor
<i>PIB</i>	-2,90e+10	2,05e+10	-1,42	0,157
<i>Dummy</i>	-6,36e+09	2,48e+10	-0,26	0,797

<i>Desgov</i>	5,46e+10	3,56e+10	1,53	0,126	
<i>Bf</i>	8,03e+09	4,81e+09	1,67	0,096	*
<i>Tf</i>	-1,03e+10	4,22e+09	-2,44	0,015	**
<i>Capmerc</i>	-3724.614	2458.222	-1,52	0,130	
<i>Câmbio</i>	-6,85e+12	3,48e+12	-1,97	0,049	**
Painel C2 – Estatísticas do Modelo					
R²	0,0325		Teste F	2,9252	
			(estatística)		
R² ajustado	-0,1168		p-valor (F)	0,0051	

Fonte: Elaborada pela Autora, 2019. Sig: * p-valor < 10%; ** p-valor < 5%; *** p-valor < 1%.

Neste estudo, foi proposto que o nível de desenvolvimento do país também afeta o desempenho obtido após concretização da fusão. No entanto, os resultados obtidos não permitem fazer tal inferência. A variável PIB apresentou relação significativa (5%) apenas com a variável ROIC. Além disso, o coeficiente negativo para as variáveis ROIC e EBITDA foi contrário ao esperado. Resultados inconsistentes também foram reportados por Aybar e Ficici (2009).

Pode-se verificar que a variável desempenho da governança se mostrou significativamente positiva para as variáveis ROA e ROIC, indicando que bons níveis de governança corporativa impactam positivamente o desempenho das empresas. Herger e McCorriston (2016) também observaram efeito positivo em transações *cross-border* que envolveram países de origem com padrões de governança melhores que o país anfitrião. Isso pode ser devido à capacidade de as empresas implementar as melhores práticas de governança na empresa alvo (GUBBI *et al.*, 2010).

No que diz respeito à liberdade de negócios e à liberdade comercial, os resultados são inconclusivos. A variável *Bf* se mostrou significativa a 5% e 10% nos três modelos estimados, já a variável *Tf* não apresentou resultados robustos, sendo significativa a 5% apenas para o modelo cuja variável dependente foi o EBITDA. Em geral, ambas as variáveis reportaram coeficientes divergentes, não permitindo inferir conclusões consistentes de que países com menores barreiras que garantam maiores oportunidade de realização de negócios e transações comerciais são favoráveis a obtenção de maior desempenho pós-fusão.

Estudos como o de Erel, Liao e Weisbach (2012) e Lim, Makhija e Shenkar (2016) analisaram a competitividade dos mercados por meio do volume de transações ocorridas no país em um dado período de tempo. As análises seguiram a pressuposição de que um mercado de fusões mais ativo atrai um maior número de investidores podendo resultar em maiores prêmios e aumento no valor das transações.

Seguindo uma lógica similar, neste estudo, utilizou-se a capitalização total anual da principal bolsa de valores de cada país para cada ano. No entanto, os resultados obtidos para a variável *Capmerc* foram insignificantes nos três modelos estimados, portanto, não se pode inferir que o volume de capitalização de mercado impacte o desempenho das empresas.

Já a variação cambial apresentou relação positiva e significativa a 5% e 1% com as variáveis ROA e ROIC, respectivamente, e relação negativa e significativa a 5% com a variável EBITDA. Movimentos cambiais podem apresentar direções opostas. Quando um adquirente pertence a um país em desenvolvimento e realiza uma operação de fusão e aquisição de uma empresa localizada em um país desenvolvido, a moeda do adquirente tende a depreciar. Por outro lado, quando um adquirente desenvolvido realiza uma operação de fusão e aquisição de uma empresa pertencente a um país em desenvolvimento, em geral, a moeda sofre forte apreciação (EREL, LIAO E WEISBACH, 2012).

Com base nos resultados reportados, o Quadro 8 apresenta um comparativo das relações esperadas e sinais reportados para as variáveis adotadas no modelo de mercado.

Quadro 8. Comparativo entre sinais esperados e reportados para mercado

Variável	Sigla	Sinais esperados	Sinais reportados
Desenvolvimento de Mercado	<i>PIB</i>	+	+/-
Desempenho da Governança	<i>Desgov</i>	+	+
Liberdade de Negócios	<i>Bf</i>	+	+/-
Liberdade Comercial	<i>Tf</i>	+	+/-
Capitalização de mercado	<i>Capmerc</i>	+	0
Δ Taxa de Câmbio	<i>Câmbio</i>	+	+/-

Fonte: Elaborado pela autora, 2019.

Após a análise conjunta dos resultados obtidos na Tabela 11 e Quadro 8, tem-se as seguintes implicações: (i) diferentes indicadores de desempenho podem apresentar diferentes relações com as variáveis adotadas; (ii) características de mercado, como o nível de desenvolvimento de mercado, por exemplo, não parece afetar o desempenho das empresas envolvidas em processos de F&As *cross-border*, sendo, portanto, rejeitada a segunda hipótese (H2) desta pesquisa; (iii) o desempenho pode ser melhor explicado por variáveis comumente utilizadas na literatura como desempenho na governança e variação cambial.

De maneira geral, constatou-se que os fatores distância cultural, distância geográfica, nível de desenvolvimento do mercado, liberdade comercial e capitalização de mercado não impactam de maneira significativa o desempenho obtido após as operações de fusões e aquisições, podendo inferir que estes não são fatores limitantes para a ocorrência das operações internacionais.

Ademais, o desempenho pós-fusão pode ser influenciado tanto positivamente quanto negativamente, conforme características relativas ao tamanho do negócio, ao número de operações internacionais que a empresa realizou, a forma como as operações de F&As foram financiadas, ao nível de endividamento da empresa, ao nível de governança corporativa do país e a variação cambial.

A seguir, são apresentadas as conclusões desta pesquisa.

5 CONCLUSÃO

Tendo em vista que o maior volume de pesquisas acerca de F&As na literatura financeira centram-se em investigar como as operações afetam o preço das ações, o retorno e desempenho tanto da adquirente quanto da empresa alvo, esta pesquisa teve o objetivo de analisar o efeito que a distância cultural e as peculiaridades do mercado entre países provocam no desempenho econômico-financeiro das empresas envolvidas em processos de fusões e aquisições *cross-border*.

A escolha do tema se deu devido a fatores relacionados à cultura e características de mercado ser considerados temas emergentes na área. Em geral, a literatura acerca da internacionalização de empresas e de processos de fusões e aquisições indicam vantagens trazidas pela internacionalização de recursos, como acesso a novas tecnologias e melhores práticas comerciais. Tais benefícios são justificados por fatores como facilidade de entrada em novos mercados devido a similaridades culturais, mercados desenvolvidos com bolsa de valores eficientes, conhecimento de mercado, práticas sólidas de governança corporativa, entre outros.

Apesar de a literatura indicar que, nos estágios iniciais, a internacionalização ocorre de forma gradual, levando em consideração a distância cultural existente entre os países, os resultados obtidos dão indícios que, à medida que as empresas vão adquirindo experiência e conhecimento de mercado, a internacionalização passa a ocorrer de forma descontínua, influenciada pelo ambiente. Assim, a diversidade cultural pode vir a aumentar a incidência de F&As, justificando, portanto, a maior concentração de operações culturalmente distantes observadas na amostra.

As constatações obtidas nas análises são contrárias à hipótese de que a distância cultural impede a ocorrência de fusões e afete negativamente o desempenho das empresas e são consistentes com as idéias de que a diversidade cultural aumenta a eficiência das empresas, oferecem oportunidades para a exploração de novos recursos e capacidades e pode vir a ser benéfica, devido à maior capacidade de adaptação a novos contextos, portanto não foram obtidas evidências empíricas que forneçam suporte para a primeira hipótese (H1).

Todavia, o coeficiente positivo dá indícios de que à medida que a empresa ganha experiência por meio de operações estrangeiras e o nível de envolvimento com o mercado estrangeiro se aprofunda, a sequência na seleção de mercados passa a ser cada vez mais culturalmente distante.

Concernente a primeira hipótese, não se pode inferir que a distância geográfica facilite a troca de informações, obtenção de conhecimento e ganhos sinérgicos advindos de uma partilha mais eficiente entre as empresas quanto a instalações e capital humano (UYSAL; KEDIA; PANCHAPAGESAN, 2008). Os resultados obtidos para a variável *Distgeo* foram insignificantes.

Adicionalmente, fatores como PIB, regulamentações governamentais, desempenho da governança entre outras variáveis foram utilizadas, no intuito de determinar o nível de desenvolvimento dos países e do mercado financeiro. Parte da literatura indica que a criação de valor se dá em conformidade à qualidade dos recursos e desenvolvimento institucional dos mercados hospedeiros onde as operações de F&As são realizadas (GUBBI *et al.*, 2010). Contudo, os resultados obtidos refutam a segunda hipótese (H2) desta pesquisa.

As evidências empíricas reforçam que as variáveis tamanho, endividamento, desempenho da governança e variação cambial são determinantes importantes que ajudam a explicar padrões de investimento entre fronteiras e a compreender possíveis variações no desempenho das empresas. Além disso, os resultados não permitem inferir que a prática de fusões e aquisições *cross-border* pode ser explicada por padrões acerca da internacionalização de empresas conforme elucidado na literatura. Dessa forma, variações no desempenho oriundo das operações de F&As podem estar fora do escopo teórico que justifica os motivos de as empresas expandirem suas atividades em mercados internacionais.

É possível destacar que a distância cultural e o nível de desenvolvimento de mercado não justificam padrões de investimento internacionais e que possíveis variações no desempenho pós-fusão podem ser mais bem explicadas por fatores comumente explorados na literatura de F&As, como tamanho, endividamento, desempenho da governança e variação cambial, bem como outros fatores não considerados nesta pesquisa. Em razão disso, ao desconsiderar outros fatores, profissionais e investidores da área podem explorar novas áreas independente das barreiras culturais, geográficas e de mercado indicadas pela literatura, a fim de encontrar recursos que agreguem valor nas operações de fusões e aquisições.

No que tange às contribuições desta pesquisa, é possível destacar que os resultados obtidos em relação à distância cultural e ao nível de mercado, ampliam o escopo empírico existente sobre o tema devido ao número limitado de estudos na área de finanças que englobe fatores culturais e de mercado nos modelos empíricos. Adicionalmente, os resultados contribuem com o desenvolvimento do tema para mercados emergentes, em especial, para o mercado brasileiro. Em termos de implicações práticas, as evidências obtidas podem auxiliar

as decisões e estratégias dos gestores que buscam expandir seus negócios internacionalmente através das F&As.

Contudo, deve-se ter cautela em considerar os resultados desta pesquisa. Além de as análises apresentadas estarem restritas à amostra, período e modelos adotados, existem limitações que devem ser levadas em consideração.

Sabe-se que indicadores de desempenho exercem a função de fornecer informações relevantes para que o gestor possa melhor avaliar o desempenho de uma organização. Todavia, métricas contábeis são medidas mais restritas que refletem o desempenho passado da empresa e não retratam apenas informações específicas das operações de F&As. O desempenho de uma empresa pode ser afetado por outros fatores que não foram contemplados nesta pesquisa.

Além disso, pode-se citar como limitação da pesquisa o fato de as operações de fusões e aquisições *cross-border* ocorrerem entre adquirentes e alvos tanto de capital aberto quanto de capital fechado, exigindo, assim, o descarte de parte da amostra devido à dificuldade de acesso aos dados de algumas variáveis.

Ademais, comumente se observa o desenvolvimento de estudos de eventos e empíricos em nível corporativo. Estudos brasileiros acerca da temática adotada que utilizem dados em nível de país são escassos, o que dificulta a inferência e comparação dos resultados. Embora os modelos adotados englobem mais de uma variável em nível país, pode haver outras variáveis desconhecidas específicas que influencie o desempenho e, por se tratar de uma amostra que envolve empresas de vários países, os dados obtidos estão sujeitos a diferenças oriundas das normas contábeis internacionais.

Para pesquisas futuras, o desenvolvimento de trabalhos com foco na observação de possíveis mudanças no desempenho e retornos por meio da utilização de métricas contábeis e baseadas no mercado de ações das empresas adquirentes e alvos diretamente envolvidos nas operações de F&As pode ser mais bem explorado. Portanto, têm-se como sugestão:

- (i) a elaboração de pesquisas que distinga os diferentes níveis de cultura (nacional e organizacional) e/ou investigue os ganhos de ambas as partes envolvidas (adquirente e alvo);
- (ii) a introdução de pesquisas com cunho qualitativo que busque compreender a influência que as questões culturais e peculiaridades de mercado exercem na propensão de ocorrência das operações de F&As *cross-border*;

- (iii) a investigação de diferentes variáveis como risco político, controle da corrupção, alvos públicos *versus* alvo privado, padrões de controle contábil, entre outras elencadas pelo escopo teórico que não foram englobadas nesta pesquisa, e;
- (iv) a elaboração de pesquisas que combinem indicadores de desempenho financeiros e não financeiros no intuito de obter uma visão holística acerca dos aspectos que influenciam o desempenho das empresas.

De maneira geral, espera-se que estudos empíricos que englobe maiores amostras, dados mais equilibrados e/ou estudos qualitativos apresentem explicações robustas que justifiquem os benefícios oriundos das fusões e aquisições, abrindo espaço para que pesquisas futuras tragam novas contribuições acerca das F&As *cross-border* e identifiquem novos fatores relevantes no contexto estudado.

REFERÊNCIAS

AGGARWAL, R.; FACCIO, M.; GUEDHAMI, O.; KWOK, C. C. Y. Culture and finance: An introduction. **Journal of Corporate Finance**, v. 41, n. 1, p. 466-474, 2016.

AGGARWAL, R.; GOODELL, J. W. National cultural dimensions in finance and accounting scholarship: An important gap in the literatures? **Journal of Behavioral and Experimental Finance**, v. 1, n. 1, p. 01-12, 2014.

AHAMMAD, M. F.; GLAISTER, K. W. Motives for *cross-border* mergers and acquisitions: Perspective of UK Firms. **SSRN Electronic Journal**, DOI: 10.2139/ssrn.1549812, 2010.

AHERN, K. R.; DAMINELLI, D.; FRACASSI, C. Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world. **Journal of Financial Economics**, v. 117, n. 1, p. 165-189, 2015.

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS. **Fusões e Aquisições**. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br>>. Acesso em: 19 jul. 2017.

ANDRADE, G.; MITCHELL, M.; STAFFORD, E. New evidence and perspectives on mergers. **Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, p. 103-120, 2001.

ANDRIUSKEVICIUS, K. M&A performance and economic impact: Integration and critical assessment of methodological approach. **Trends Economics and Management**, v. 29, n. 2, p. 9-20, 2017.

AYBAR, B.; FICICI, A. *Cross-border* acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals. **Journal of International Business Studies**, v. 40, n. 8, p. 1317-1338, 2009.

BECKERMAN, W. Distance and the pattern of intra-european trade. **Review of Economics and Statistics**, v. 38, n. 1, p. 31-40, 1956.

BERGER, P. G.; OFEK, E. Diversification's effect on firm value. **Journal of Financial Economics**, v. 37, n. 1, p. 39-65, 1995.

BEULE, F.; ELIA, S.; PISCITELLO, L. Entry and access to competencies abroad: Emerging market firms versus advanced market firms. **Journal of International Management**, v. 20, n. 2, p. 137-152, 2014.

BOMFIM, E. T.; CALLADO, A. L. C. Análise dos efeitos provocados pelas operações de fusões e aquisições no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras. **Revista Contabilidade Vista e Revista**, v. 27, n. 3, p. 105-123, 2016.

BORTOLUZZO, A. B.; GARCIA, M. P. S.; BOEHE, D. M.; SHENG, H. H. Desempenho de fusões e aquisições *cross-border*: análise empírica do caso brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, v. 54, n. 6, p. 659-671, 2014.

BROOKS. C. *Introductory Econometrics for Finance*. Cambridge University Press: 3th edition, New York, 2014.

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.

_____. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 12, n. 2, p. 99-115, 2005.

_____. Fusões, aquisições e *takeovers*: Um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 2, p.17-38, 2003.

CARRILLO, J. D.; GROMB, D. Cultural inertia and uniformity in organizations. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 23, n.3 p. 743-771, 2006.

DAKESSIAN, L. C.; FELDMANN, P. R. Multilatinas and value creation from *cross-border* acquisitions: An event study approach. **Brazilian Administration Review**, v. 10, n. 4, p. 462-489, 2013.

ELY, R. J.; THOMAS, D. A. Cultural diversity at work: the effects of diversity perspectives on work group processes and outcomes. **Administrative Science Quarterly**, v. 46, n. 2, p. 229-273, 2001.

EREL, I.; LIAO, R. C.; WEISBACH, M. S. Determinants of *cross-border* mergers and acquisitions. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 3, p. 1045-1082, 2012.

EUN, C. S.; WANG, L.; XIAO, S. C. Culture and R². **Journal of Financial Economics**, v. 115, n. 2, p. 283-303, 2015.

FEITO-RUIZ, I.; MENÉNDEZ-REQUEJO, S. Diversification in M&As: Decision and shareholders' valuation. **The Spanish Review of Financial Economics**, v. 10, n.1, p. 30-40, 2012.

- GHOSH, A. Does operating performance really improve following corporate acquisitions? **Journal of Corporate Finance**, v.7, n. 2, p. 151-178, 2001.
- GIANNETTI, M.; YAFEH, Y. Do cultural differences between contracting parties matter? Evidence from syndicate bank loans. **Management Science**, v. 58, n. 2, p. 365-383, 2012.
- 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, 2010.
- GUGLER, K.; MUELLER, D. C.; YURTOGLU, B.; ZULEHNER, C. The effects of mergers: an international comparison. **International Journal of Industrial Organization**, v. 21, n. 5, p. 625-653, 2003.
- GUIISO, L.; SAPIENZA, P.; ZINGALES, L. Does culture affect economic outcomes? **Journal of Economic Perspective**, v. 20, n. 2, p. 23-48, 2006.
- _____. Trusting the stock market. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 6, p. 2557-2600, 2008.
- GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**, 5. ed. - Porto Alegre: Bookman, 2011.
- HERGER, N.; MCCORRISTON, S. Horizontal, vertical and conglomerate *cross-border* acquisitions. **International Monetary Fund Economic Review**, v. 64, n.2, p. 319-353, 2016.
- HERITAGE FOUNDATION. **Economic Freedom Index**. Disponível em <<https://www.heritage.org/index/download>>. Acesso em 14 jun. 2018.
- HILAL, A.; HEMAIS, C. A. O processo de internacionalização na ótica da Escola Nórdica: Evidências empíricas em empresas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 7, n. 1, p. 109-124, 2003.
- HOFSTEDE, G. The business of international business is culture. **International Business Review**, v. 3, n. 1, p. 01-14, 1994.
- HOPKINS, H. D. *Cross-border* mergers and acquisitions: Global and regional perspectives. **Journal of International Management**, v. 5, n. 3, p. 207-239, 1999.
- JOHANSON, J.; VAHLNE, J. E. The internationalization process of the firm: A model of knowledge development and increasing foreign market commitments. **Journal of International Business Studies**, v. 8, n. 1, p. 23-32, 1977.

_____. The Uppsala internationalization process model revisited: From liability of foreignness to liability of outsidership. **Journal of International Business Studies**, v.40, n. 9 p. 1411-1431, 2009.

JORDÃO, R. V. D.; MELO, V. L. T.; PEREIRA, F. C. M.; CARVALHO, R. B. Intellectual capital in mergers and acquisitions: A case study in a world-class financial institution. **Revista de Administração**, v. 52, n. 3, p. 268-284, 2017.

KAROLYI, G. A. The gravity of culture for finance. **Journal of Corporate Finance**, v. 41, n. 1, p. 610-625, 2016.

KOGUT, B., SINGH, H. The effect of national culture on the choice of entry mode. **Journal of International Business Studies**, v. 19, n. 3, p. 411-432, 1988.

KOKKORIS, I.; OLIVARES-CAMINAL, R. Some issues on *cross-border* stock exchange mergers. **University of Pennsylvania Journal of International Law**, v. 29, n. 2, p. 455-526, 2007.

LANG, L. H. P.; STULZ, R. M. Tobin's q, corporate diversification and firm performance. **Journal of Political Economy**, v. 102, n. 6, p. 1248-1280, 1994.

LEE, D. J. The effect of cultural distance on the relational exchange between exporters and importers: the case of Australian exporters. **Journal of Global Marketing**, v.11, n.4, p. 7-22, 1998.

LIANG, J.; XIE, E.; REDDING, K. S. The international market for corporate control and high valuation *cross-border* acquisitions: Exploring trends and patterns. **International Journal of Law and Management**, v. 59, n. 6, p. 876-898, 2017.

LIM, J.; MAKHIJA, A. K.; SHENKAR, O. The asymmetric relationship between national cultural distance and target premiums in *cross-border* M&A. **Journal of Corporate Finance**, v. 41, n. 1, p. 542-571, 2016.

LIPTON, M. **Merger waves in the 19th, 20th and 21st centuries**. The Davies Lecture, Osgoode Law School, York University, 2006.

LIU, Q.; QIU, L. Characteristics of acquirers and targets in domestic and *cross-border* mergers and acquisitions. **Review of Development Economics**, v. 17, n. 3, p. 474-493, 2013.

LÓPEZ-DUARTE, C.; VIDAL-SUÁREZ, M. M. Cultural distance and the choice between wholly owned subsidiaries and joint ventures. **Journal of Business Research**, v. 66, n. 11, p. 2252-2261, 2013.

LUO, Y.; TUNG, R. L. International expansion of emerging market enterprises: A springboard perspective. **Journal of International Business Studies**, v. 38, n. 4, p. 481-498, 2007.

MARQUES, L. D. **Modelos dinâmicos com dados em painel**: revisão da literatura. Série Working Papers do Centro de Estudos Macroeconômicos e Previsão (CEMPRE) da Faculdade de Economia do Porto, Portugal, n. 100, 2000.

MAY, D. O. Do managerial motives influence firm risk-reduction strategies? **Journal of Finance**, v. 50, n. 4, p. 1291-1308, 1995.

MELICHER, R. W.; RUSH, D. R. The performance of conglomerate firms: Recent risk and return experience. **The Journal of Finance**, v. 28, n. 2, p. 381-388, 1973.

MOROSINI, P.; SHANE, S.; SINGH, H. National cultural distance and *cross-border* acquisition performance. **Journal of International Business Studies**, v. 29, n. 1, p. 137-158, 1998.

NODA, R. F.; OLIVEIRA JÚNIOR, M. M.; KAYO, E. K. Internacionalização de empresas brasileiras por meio de aquisições e geração de valor para o adquirente. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 3, n. 1, p. 01-29, 2014.

PESSANHA, G. R. G.; CALEGARIO, C. L. L.; SAFADI, T.; AZARA, L. N. Impactos das estratégias de fusão e aquisição na rentabilidade dos bancos adquirentes: Uma aplicação dos modelos de intervenção no setor bancário brasileiro. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 13, n. 5, p. 101-134, 2012.

PWC BRASIL - PricewaterhouseCoopers. **Fusões e aquisições**. Disponível em: <<https://www.pwc.com.br/pt.html>>. Acesso em: 11 jan. 2019.

RAHAHLEH, N. A.; WEI, P. P. Frequent *cross-border* acquires from emerging countries and cultural distance: Does the cultural difference of the initial deal matter? **Journal of Multinational Financial Management**, v. 23, n. 4, p. 356-373, 2013.

RANI, N.; YADAV, S. S.; JAIN, P. K. Market response to internationalization strategies: Evidence from Indian *cross-border* acquisitions. **IIMB Management Review**, v. 27, n. 2, p. 80-91, 2015.

REDDY, K. S. Extant reviews on entry-mode/internationalization, mergers & acquisitions, and diversification: Understanding theories and establishing interdisciplinary research. **Pacific Science Review**, v. 16, n. 4, p. 250-274, 2014.

ROMANO, P. R.; ALMEIDA, V. S. Análise dos efeitos em mercado de capitais decorrentes de fusões: O caso BRF S.A. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, n. 5, p. 606-625, 2015.

RONEN, S.; SHENKAR, O. Clustering countries on attitudinal dimensions: A review and synthesis. **The Academy of Management Review**, v. 10, n. 3, p. 435-454, 1985.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. **Corporate Finance**, McGraw-Hill, New York, 2003.

RYAPOLOV, A. Y. Strategic corporate development in the context of mergers and acquisitions (Case study of Kursk Oblast). **Studies on Russian Economic Development**, v. 22, n. 3, p. 339-342, 2011.

SAMIEE, S. International market-entry mode decisions: Cultural distance's role in classifying partnerships versus sole ownership. **Journal of Business Research**, v. 66, n. 5, p. 659-661, 2013.

SERVAES, H. The value of diversification during the conglomerate merger wave. **Journal of Finance**, v. 51, n. 4, p. 1201-1225, 1996.

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.

THE WORLD BANK. **Data Bank**. Disponível em <<https://databank.worldbank.org/data/home.aspx>>. Acesso em 15 out. 2018.

TRAUTWEIN, F. Merger motives and merger prescriptions. **Strategic Management Journal**, v. 11, n. 4, p. 283-295, 1990.

TRICHES, D. Fusões, aquisições e outras formas de associação entre empresas no Brasil. **Revista de Administração**, v. 31, n. 1, p. 14-31, 1996.

UYSAL, V. B.; KEDIA, S.; PANCHAPAGESAN, V. Geography and acquirer returns. **Journal of Financial Intermediation**, v. 17, n. 2, p. 256-275, 2008.

WAACK, R. S. Fusões e aquisições na indústria farmacêutico-veterinária. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 07, n. 3, p. 81-98, 2000.

WFE - WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. **Statistics**. Disponível em: <<https://www.world-exchanges.org>>. Acesso em 10 jun. 2018.

WGI - WORLDWIDE GOVERNANCE INDICATORS. **Governance**. Disponível em <<http://info.worldbank.org/governance/wgi/#home>>. Acesso em 23 out. 2018.

WVS DATABASE – WORLD VALUES SURVEY. **Findings and Insights**. Disponível em: <<http://www.worldvaluessurvey.org>>. Acesso em: 02 jun. 2018.

ZHOU, J.; LAN, W.; TANG, Y. The value of institutional shareholders: Evidence from *cross-border* acquisitions by Chinese listed firms. **Management Decision**, v. 54, n. 1, p. 44-65, 2016.

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