



**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E
CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

**HISTÓRIA DE APRENDIZAGEM E SEUS CONTEXTOS: UMA
ANÁLISE COMPORTAMENTAL DAS AQUISIÇÕES CORPORATIVAS**

Daiana Paula Pimenta

Orientador: Prof. Dr. Rafael Barreiros Porto

Tese de Doutorado

**Brasília/DF
2016**

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E
CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

HISTÓRIA DE APRENDIZAGEM E SEUS CONTEXTOS: UMA
ANÁLISE COMPORTAMENTAL DAS AQUISIÇÕES CORPORATIVAS

Daiana Paula Pimenta

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade de Brasília como requisito parcial à obtenção do grau de Doutor em Administração. Aprovada pela seguinte Comissão Examinadora:

Prof. Dr. Rafael Barreiros Porto, Universidade de Brasília.
Orientador

Prof. Dr. Tomás de Aquino Guimarães, Universidade de Brasília.
Examinador Interno

Profa. Dra. Kárem Cristina de Sousa Ribeiro, Universidade de Uberlândia.
Examinadora Externa

Prof. Dr. Antônio Isidro da Silva Filho, Universidade de Brasília.
Examinador Interno

Prof. Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, FEA-USP.
Examinador Externo

Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha, Universidade Federal de Goiás.
Examinador Externo – Suplente.

Brasília/DF, 03 de março de 2016.

DEDICATÓRIA

À minha grande mãe e ao meu pequeno Enzo!

AGRADECIMENTOS

À Universidade Federal de Brasília - UNB e ao Programa de Pós-Graduação em Administração – PPGA/UNB pela oportunidade oferecida. Em especial ao Prof. Dr. Tomás de Aquino Guimarães que não mediu esforços para que a realização do Dinter UNB-UFG fosse possível.

Ao meu orientador Prof. Dr. Rafael Barreiros Porto de forma especial pelo apoio incondicional, pela orientação, amizade, incentivo e paciência, fundamentais para a elaboração desta tese.

À minha querida Profa. Dra. Kárem Cristina de Sousa Ribeiro que há mais de dez anos eu tive o privilégio de conhecer e que se tornou parte da minha história de vida.

Aos membros da banca, professores Dr. Antônio Isidro da Silva Filho, Dr. Gerlando Augusto S. Franco de Lima e Dr. Tomás de Aquino Guimarães, pela disponibilidade e contribuições.

À minha grande amiga Profa. Dr. Alethéia Ferreira da Cruz, pelas inúmeras ajudas, pela paciência e companheirismo dedicados. Sem seu apoio não seria possível cursar o doutorado.

Ao meu amigo Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha, por sua constante disponibilidade para ajudar em diferentes situações.

EPÍGRAFE

“Não considere nenhuma prática como imutável. Mude e esteja pronto a mudar novamente. Não aceite verdade eterna. Experimente.”

Burrhus Frederick Skinner (1904-1990)

RESUMO

O interesse dos pesquisadores por questões relacionadas à aprendizagem organizacional no contexto estratégico das aquisições corporativas aumentou nas duas últimas décadas. Contudo, os estudos não demonstram como uma organização pode aprender a adquirir com sucesso. Uma limitação se refere à não realização de pesquisas que analisem conjuntamente os efeitos das aquisições sobre a história de aprendizagem, ambiente e desempenho econômico-financeiro das empresas. Outra limitação se refere ao fato de as pesquisas adotarem a perspectiva de curva de aprendizagem, que prevê retornos positivos para o acúmulo de experiência organizacional e desconsidera o efeito depreciativo do tempo sobre o processo de aprendizagem. Para superar essas limitações, esta tese incorpora três pesquisas à literatura de aquisições. Na primeira, identificam-se os principais antecedentes da frequência de ocorrência de aquisições, controlando preditores tradicionais das aquisições. A partir de regressões Poisson, apresentam-se evidências empíricas de que o significado de uma aquisição não está associado ao cenário atual da empresa, mas à história de exposição a eventos anteriores. Na segunda pesquisa, analisa-se o comportamento de aquisição, fundamentando-se no behaviorismo psicológico contextualizado no nível corporativo. Especificamente, a segunda pesquisa identifica relações de tríplice contingência, antecedente-comportamento-consequência no contexto estratégico de aquisições corporativas. Por meio de análises de covariância multivariada (MANCOVA) com medidas repetidas o artigo demonstra que o desempenho econômico-financeiro das empresas adquirentes está associado à frequência com que as firmas realizam aquisição e ao intervalo de tempos decorrido entre os sucessivos eventos. Esse resultado é uma das primeiras contribuições que pode auxiliar o processo de aprendizagem em aquisições ao apresentar parâmetros sobre a frequência e o tempo que uma empresa leva para aprender a adquirir. Na terceira e última pesquisa, apresentam-se as formas pelas quais as empresas podem criar valor econômico-financeiro em função da aprendizagem obtida em aquisições anteriores. Para tanto, são estimadas regressões por mínimos quadrados ordinários em que se utiliza métricas de desempenho comumente adotadas pelos pesquisadores das aquisições. De uma forma geral, os resultados da terceira pesquisa demonstram que, cada empresa, a seu modo e a seu tempo, consegue obter benefícios com as aquisições corporativas. Os resultados dessa terceira pesquisa contribuíram para desmistificar a ideia de que as organizações são “sádicas e masoquistas” por se envolverem em aquisições. Ao todo, a tese contribui cientificamente com um campo de pesquisas que já começou a considerar a aprendizagem como uma parte fundamental da estratégia de aquisição corporativa. Além disso, apresenta avanços no que concerne ao estudo do comportamento de aquisição das empresas. Embora esta tese não tenha sido capaz de ensinar as empresas como fazer aquisições, ela contribui no sentido de demonstrar que é possível aprender a fazê-las, fornecendo informações sobre como as firmas podem otimizar o processo de aprendizagem subjacente ao desenvolvimento da capacidade de aquisição. Fundamentando-se, para tanto, nos aspectos da teoria de aprendizagem comportamental.

Palavras-chave: Aquisições. Comportamento operante. Desempenho empresarial. Estratégia corporativa.

ABSTRACT

Research interest in issues related to organizational learning in the strategic context of corporate acquisitions increased in the last two decades. However, the studies do not demonstrate how an organization can learn to acquire successfully. A limitation of the non-conducting research jointly analyzes the effects of acquisitions on the history of learning, environment and financial performance of companies. Another limitation refers to the fact that research adopts the perspective of the learning curve, providing positive returns for the accumulation of organizational experience and disregards the depressive effect of time on the learning process. To overcome these limitations, this thesis includes three articles to the acquisition of literature. In the first, identifies the main background of the frequency of occurrence of acquisitions, controlling traditional predictors of acquisitions. From Poisson regressions presents empirical evidence that the meaning of an acquisition is not associated with the current scenario of the company, but the history of exposure to previous events. In the second article, we analyze the behavior of acquisition's, taking account of the psychological behaviorism contextualized at the corporate level. Specifically, the second article identifies triple contingency relationships, antecedent-behavior-consequence in the strategic context of corporate acquisitions. By multivariate analysis of covariance (MANCOVA) with repeated measures shows that the financial performance of acquiring companies is associated with the frequency with which firms perform acquisition and interval time elapsed between successive events. To the best of our knowledge, our study is the the first to present contributions to literature that can aid the learning process in acquisitions by presenting parameters on the frequency and the time that a company takes to learn how to acquire. In the third and final article, we present the ways in which companies can create economic and financial value depending on the learning obtained in previous acquisitions. For this purpose, regressions are estimated by ordinary least squares which uses performance metrics commonly adopted by researchers from acquisitions. In general, the third article results show that each company in its own way and in time, can get benefits with corporate acquisitions. The results of this third article contributed to demystify the idea that organizations are "sadistic and masochistic" for engaging in acquisitions. Altogether the thesis contributes scientifically with a research field that has begun to consider learning as a key part of corporate acquisition strategy. In addition, it presents developments concerning the study of the acquisition of the company's behavior. Although this research has not been able to teach companies how to make acquisitions, it helps to demonstrate that you can learn to do them, providing information on how firms can optimize the process underlying learning to build the ability to acquirer. If the justification for, therefore, in the aspects of behavioral learning theory.

Key-words: Acquisitions. Operant behavioral. Business performance. Corporate strategy.

SUMÁRIO

RESUMO.....	6
ABSTRACT	7
1. Introdução Geral.....	12
2. Primeiro Artigo: Efeitos da Experiência em Aquisição e do Desempenho Empresarial Anterior sobre a Aquisição Subsequente	15
2.1 Introdução	15
2.2 Referencial Teórico e Hipóteses de Pesquisa.....	17
2.2.1 <i>Background</i> da literatura sobre aquisições corporativas	17
2.2.2 Efeitos da experiência em aquisições sobre o comportamento das empresas adquirentes	21
2.2.3 Efeitos do desempenho das empresas sobre o comportamento de aquisição	23
2.2.4 Efeitos da interação entre experiência e <i>feedback</i> de desempenho sobre o comportamento das empresas adquirentes	24
2.3 Metodologia.....	25
2.3.1 Delineamento da pesquisa	25
2.3.2 Amostra e Coleta de Dados	25
2.3.3 Variáveis da pesquisa	27
2.3.4 Modelagem Empírica	29
2.4 Resultados	32
2.5 Considerações Finais	36
3. Segundo Artigo: Dimensões comportamentais das aquisições corporativas: um estudo antes e depois da primeira aquisição	38
3.1 Introdução.....	38
3.2 Referencial Teórico	41
3.2.1 Teorias comportamentais no nível individual e organizacional	41
3.2.2 Desenvolvimento das hipóteses da pesquisa	43
3.3 Metodologia.....	46
3.3.1 Delineamento	46
3.3.2 Amostra e Coleta de Dados	46
3.3.3 Variáveis da pesquisa	47
3.3.4 Procedimentos estatísticos.....	49
3.4 Resultados	53

3.5	Discussão	63
3.6	Considerações Finais.....	65
4	Terceiro Artigo. Cada uma a seu Modo e a seu Tempo! Como as Adquirentes Frequentes Aprendem a Adquirir.....	67
4.1	Introdução.....	67
4.2	Teoria e Hipótese da Pesquisa.....	69
4.2.1A	aprendizagem organizacional e as aquisições corporativas	69
4.2.2A	memória organizacional: ação, experiência e recordação	71
4.2.3	Efeitos da experiência em aquisições sobre o desempenho da firma em função do tempo decorrido entre os eventos	72
4.3	Metodologia.....	73
4.3.1	Amostra e Coleta de Dados	74
4.3.2	Variáveis da pesquisa	76
4.3.3	Modelagem econométrica.....	77
4.4	Resultados	79
4.4.1	Principais resultados para a variável dependente <i>Q de Tobin</i>	80
4.4.2	Principais resultados para a variável dependente <i>Market Share</i>	82
4.4.3	Principais resultados para a variável dependente ROA	84
4.4.4	Análises suplementares do efeito da experiência em aquisições sobre o ROA	
	87	
4.5	Discussão	91
4.6	Considerações finais.....	94
5	Conclusão Geral.....	96
5.1	Contribuições para a literatura	96
5.2	Contribuições gerenciais	97
5.3	Limitações e sugestões para novas pesquisas	97
	Referências	99

SUMÁRIO DE TABELAS

Tabela 1 - Número de aquisições ao longo do tempo, 1996 – 2013	28
Tabela 2 - Estatísticas descritivas e correlações para variáveis-chave da pesquisa	43
Tabela 3 - Resultados das regressões Poisson com Q de Tobin como métrica de desempenho	35
Tabela 4 - Resultados das regressões Poisson com ROA e Market Share como métricas de desempenho.	36
Tabela 5 - Testes de correlação entre as variáveis dependentes	54
Tabela 7 - MANCOVA com medidas repetidas para qualificação do comportamento de frequência	55
Tabela 8 - MANCOVA com medidas repetidas para qualificação do comportamento de frequência	60
Tabela 9 - MANCOVA com medidas repetidas para dimensão comportamental duração	62
Tabela 10 - MANCOVA com medidas repetidas para dimensão comportamental força	65
Tabela 11 - Estatísticas descritivas e correlações para variáveis-chave da pesquisa	82
Tabela 12 - Resultados com a variável dependente Q de Tobin sem o termo quadrado de experiência.....	83
Tabela 13 - Resultados com a variável dependente Q de Tobin com o termo quadrado de experiência.....	84
Tabela 14 - Resultados com a variável dependente Market Share sem o termo quadrado de experiência.....	85
Tabela 15 - Resultados com a variável dependente Market Share com o termo quadrado de experiência.....	86
Tabela 16 - Resultados com a variável dependente ROA sem o termo quadrado de experiência.....	87
Tabela 17 - Resultados com a variável dependente ROA com o termo quadrado de experiência.....	88
Tabela 18 - Estatísticas descritivas do ROA	90
Tabela 19 - Sumários das regressões que captam a persistência do ROA	91
Tabela 20 - Sumários das regressões que captam a volatilidade do ROA	92

SUMÁRIO DE FIGURAS

Figura 1 - Modelo comportamental da pesquisa	45
Figura 2 - Médias marginais estimadas para tamanho e CEO membro do conselho para a dimensão frequência.....	56
Figura 3 - Médias marginais estimadas para densidade e Q de Tobin para a dimensão frequência.....	57
Figura 4 - Médias marginais estimadas para tamanho e CEO membro do conselho e densidade para qualificação a dimensão frequência como similar.....	56
Figura 5 - Médias marginais estimadas para Q de Tobin e Market Share para a qualificação da dimensão frequência como similar	60
Figura 6 - Médias marginais estimadas para Densidade para a qualificação da dimensão frequência como não similar	61
Figura 7 - Médias marginais estimadas para CEO membro do conselho e caixa para a dimensão duração	63
Figura 8 - Médias marginais estimadas para densidade e receita do setor para a dimensão duração	64
Figura 9 - Média marginal estimada para o ROA para a dimensão duração	65
Figura 10 - Médias marginais estimadas para CEO membro do conselho para a dimensão força	66
Figura 11 - Matriz 2x2 da relação entre sinal e magnitude do ROA em relação ao setor.....	70

1. Introdução Geral

As aquisições corporativas são fenômenos complexos com foco em questões relacionadas aos ajustes estratégico e organizacional (Cartwright & Schoenberg, 2006; Papadakis & Thanos, 2010). Uma aquisição é a compra de uma companhia por outra, sendo esta última definida como licitante. A compra garante participação no controle da empresa-alvo. Comumente, a licitante oferece dinheiro ou ações em troca de ações e, uma vez consumado o processo, ocorre o controle completo dos ativos tangíveis e intangíveis da empresa-alvo (Cartwright & Schoenberg, 2006)ⁱ.

As aquisições são alternativas viáveis para criação de valor e crescimento emergente de empresas como, por exemplo, o crescimento das vendas e o poder de mercado (Marks, Robbins, Fernández, Funkhouser & Williams, 2009). A fim de capturar estes benefícios, muitas empresas integraram aquisições às suas estratégias corporativas (Barkema & Schijven, 2008).

Em paralelo a essa importância prática, as atividades de aquisição tornaram-se foco de estudo em diversos campos acadêmicos, tais como gestão estratégica, finanças e sociologia. As pesquisas sobre essa temática geraram um considerável conhecimento sobre o assunto e revelaram aspectos importantes sobre as tendências e características deste fenômeno ao longo dos anos (Ghosh, 2004; Haleblian, Denvers, McNamara; Carpenter & Davison, 2009).

Durante um período de tempo considerável, uma das principais linhas de investigação das aquisições fundamentou-se na identificação de seus antecedentes e consequentes (Dietrich & Sorensen, 1984; Ergodan, 2012; Hannan & Pilloff, 2009; Palepu, 1986). No que se refere aos antecedentes, por exemplo, uma gama de fatores determinantes relacionados à criação de valor, ao auto interesse gerencial, aos fatores ambientais e às características da empresa foram identificados e extensamente pesquisados (Haleblian *et al*, 2009).

Em relação aos consequentes, boa parte dos pesquisadores se dedicou a investigar o desempenho das aquisições sob a ótica das empresas licitantes. A maioria das evidências empíricas sugere que os retornos das empresas adquirentes, tanto no curto quanto no longo prazo, em média, são nulos ou negativos e altamente voláteis (Agrawal, Jaffe, & Mandelker, 1992; Dodd, 1980; King, Dalton, Daily & Complô, 2004; Moeller, Schlingemann, & Stulz, 2005).

Todavia, mesmo com esses resultados pouco instigantes as empresas continuam a realizar aquisições. Cada dia mais as empresas envolvidas em uma aquisição em particular tendem a realizar novos negócios, tornando-se “adquirentes frequentes” (Rahahleh & Wei, 2012). O termo adquirente frequente possui um forte apelo intuitivo. A principal razão, sob a ótica da teoria de aprendizagem comportamental, é que a repetição de uma ação (experiência ou frequência de ocorrência) em contextos estimuladores resulta no refinamento e na melhoria dos resultados obtidos com essa ação. No entanto, embora a pesquisa em aquisições seja extensa, poucos estudos se dedicaram a analisar comportamento de aquisição das empresas numa perspectiva comportamental.

Os poucos estudos que o fizeram adotaram a perspectiva de curva de aprendizagem, tradicionalmente aplicada pelos estudiosos em ambientes operacionais, muitas vezes ao nível dos trabalhadores individuais ou equipes (Barkema & Schijven, 2008). No entanto, fora dos parâmetros operacionais, em particular quando se trata das aquisições corporativas, os efeitos da aprendizagem sobre as empresas tornaram-se mais difíceis de serem previstos (Haleblian & Finkelstein, 1999).

Parte dos pesquisadores não conseguiu relacionar positivamente a experiência em aquisições e o desempenho econômico-financeiro das empresas (Kusewitt, 1985; Zollo e Singh, 2000). Enquanto outra parte demonstrou que é possível obter sucesso com as atividades de aquisição, dentre outros motivos, por meio do aumento do poder de mercado (Anand & Singh, 1997) e da construção de conhecimentos técnicos (Ahuja e Katila, 2001). Este é o caso de adquirentes frequentes como a Siemens, Cisco e Nestlé, conhecidas por realizar e obter sucesso em várias aquisições a cada ano (Henningsson, 2015).

Esses resultados mistos evidenciam a necessidade de pesquisas que analisem sistematicamente o comportamento de aquisição das empresas. Esta tese pretende preencher essa lacuna ao incorporar três pesquisas que visam fornecer explicações mais abrangentes sobre as aquisições corporativas.

A primeira pesquisa objetivou verificar se o comportamento de aquisições de uma firma pode ser explicado por meio de sua experiência em aquisição e desempenho econômico-financeiro prévio, assim como pela interação destas duas variáveis, controlando preditores tradicionais das aquisições. Os resultados obtidos com essa primeira pesquisa abriram o caminho para a segunda, pois se percebeu a necessidade de

analisar o comportamento de aquisição de forma mais abrangente. Assim, a segunda pesquisa desta tese teve como objetivo identificar de que forma a experiência em aquisições, o intervalo de tempo entre as aquisições e o montante de recursos financeiros investidos na aquisição impactam a empresa e o ambiente no qual ela está inserida.

Os resultados gerados pela segunda pesquisa demonstraram uma forte relação entre a experiência em aquisições e o intervalo de tempo entre esses eventos. Essa relação norteou o desenvolvimento da terceira pesquisa, na qual se analisou as formas pelas quais a experiência em aquisições e o tempo entre as aquisições interagem para explicar o desempenho econômico-financeiro das firmas.

De uma forma geral, defende-se nesta tese que as empresas podem aprender a fazer aquisições ao otimizar o processo de aprendizagem subjacente ao desenvolvimento da capacidade de adquirir. Em outras palavras, esta tese apresenta evidências empíricas de que as empresas podem aprender a adquirir e, conseqüentemente, gerar um desempenho econômico-financeiro superior.

A tese está organizada em três capítulos e uma conclusão, além desta introdução. No capítulo 1 apresenta-se o primeiro artigo, nos capítulos 2 e 3, encontram-se o segundo e o terceiro artigos, respectivamente. Por fim, uma conclusão geral é realizada.

2. Primeira Pesquisa: Efeitos da Experiência em Aquisição e do Desempenho Empresarial Anterior sobre a Aquisição Subsequente

2.1 Introdução

As aquisições corporativas atingiram níveis sem precedentes nos últimos anos. Somente no ano de 2014 mais de 1,4 trilhão de dólares foram investidos nestes eventos nos Estados Unidos (Statista, 2014). Basta uma análise geral dos dados sobre aquisições para se perceber que, a cada dia, mais empresas envolvidas em uma aquisição tendem a realizar novos negócios, tornando-se adquirentes frequentes (Rahahleh & Wei, 2012). Historicamente, 60% de todas as aquisições são feitas por adquirentes frequentes (Henningsson, 2014).

As aquisições frequentes são fundamentalmente diferentes das aquisições pontuais. A frequência em aquisições tem sido reconhecida pela literatura como um mecanismo a partir do qual a empresa aprende, por meio da experiência prévia, a gerir melhor os processos de aquisição (Aktas, Bodt & Roll, 2013; Hayward, 2002). Além disso, as aquisições frequentes são consideradas um programa estratégico corporativo, que, já em uma fase inicial, tem o seu impacto no desempenho empresarial em longo prazo planejado (Barkema & Schijven, 2008).

Dessa forma, é possível que o comportamento da firma, no que se refere a continuar realizando aquisições frequentemente, dependa da relação entre os resultados observados e as aspirações que a empresa tinha para esses resultados (ver como exemplo, Levitt & March, 1988). No entanto, as evidências empíricas sobre esse aspecto ainda são incipientes.

Estudos recentes descobriram que experiência prévia em aquisição é um fator preditivo da realização de aquisições posteriores (por exemplo, Haleblan, Kim & Rajagopalan, 2006; Peng & Fang, 2010). Todavia, quando se refere ao desempenho empresarial como um fator antecedente das aquisições as pesquisas ainda são escassas. O desempenho é, normalmente, tratado como um resultado do processo de aquisição e, neste sentido, há uma vasta gama de estudos (Agrawal, Jaffe, & Mandelker, 1992; Dodd, 1980; Moeller, Schlingemann, & Stulz, 2003).

Essa constatação é, de certa forma, surpreendente, pois os efeitos do desempenho sobre o fortalecimento ou mudança do comportamento organizacional são discutidos há bastante tempo em outros campos de investigação (Greve, 2003). No

contexto de aquisições, porém, apesar da importância destes eventos como estratégia corporativa, essa ainda é uma lacuna a ser explorada.

Apenas uma pesquisa que analisou conjuntamente a experiência prévia e o desempenho como fatores preditivos das aquisições foi encontrada, a de Haleblan, Kim e Rajagopalan (2006). Todavia, esta pesquisa foi realizada a partir de uma amostra de empresas do setor financeiro, que, em função de suas características regulatórias e legislativas, são bastante diferentes das empresas de outros setores da economia. Além disso, pouco se sabe sobre o efeito da interação entre a experiência em aquisições e do desempenho empresarial sobre o comportamento de aquisição das empresas.

Nesse contexto, esta pesquisa pretende preencher as lacunas apresentadas e contribuir com a literatura de aquisições, respondendo aos seguintes questionamentos: *Quais são os efeitos da experiência prévia em aquisições sobre o comportamento da firma em futuras aquisições? O desempenho da firma impacta a ocorrência de novas aquisições? O desempenho da firma e a experiência prévia em aquisições interagem para explicar o comportamento da empresa em futuras licitações?*

Especificamente esta pesquisa objetiva verificar se o comportamento de aquisições de uma firma pode ser explicado por meio de sua experiência em aquisição e desempenho econômico-financeiro prévio, assim como pela interação destas duas variáveis, controlando preditores tradicionais das aquisições.

Ao atender a esses objetivos, esta pesquisa gera duas contribuições principais. A primeira delas é incorporar à literatura uma análise dos motivos pelos quais uma empresa se envolve em aquisições frequentemente. Sabe-se que muitas empresas, como a Siemens, a Cisco e a Nestlé, tornaram os programas de aquisição parte de suas estratégias corporativas, mas as motivações por trás deste comportamento ainda precisam ser melhor exploradas.

A segunda contribuição é demonstrar que o atual comportamento de aquisição corporativo pode ser explicado a partir das experiências em aquisições anteriores. Além disso, demonstra-se que o comportamento de aquisição é moldado em função dos resultados obtidos ao longo do tempo em que as empresas se envolvem em aquisições.

A pesquisa está estruturada em cinco seções, incluindo esta introdução. Na sequência, faz-se uma incursão teórica sobre a literatura correlata ao tema, a partir da qual as hipóteses de pesquisa são desenvolvidas. Na terceira seção, apresentam-se o delineamento da pesquisa, a amostra, a coleta de dados, as variáveis e os procedimentos

econométricos utilizados. Em seguida, expõem-se os resultados, a discussão e as considerações finais da pesquisa.

2.2 Referencial Teórico e Hipóteses de Pesquisa

Nesta seção, apresentam-se os principais aspectos teóricos e descobertas empíricas relacionados às aquisições corporativas, assim como as hipóteses a serem testadas por esta pesquisa.

2.2.1 *Background da literatura sobre aquisições corporativas*

As aquisições são uma estratégia crucial no mundo corporativo e constituem-se em um dos temas mais analisados em administração (Kim & Olsen, 1999). De forma geral, existem três correntes na literatura sobre aquisições, as quais se passam a discutir. A primeira corrente de pesquisas investiga os motivos que levam as organizações a procederem aquisições, que são tradicionalmente relacionados à criação de valor e ao auto interesse gerencial (Haleblian, Denvers, McNamara, Carpenter & Davinson, 2009). O valor é criado em uma aquisição, quando duas empresas são mais valiosas em comum propriedade do que eram quando estavam sob a posse separada, o que ocorre quando ativos sinérgicos ou privados estão envolvidos (Barney, 1988). Nesse contexto, a privacidade refere-se a informações sobre a combinação que não está disponível para os potenciais concorrentes externos. A sinergia excepcionalmente valiosa é criada quando nenhuma outra combinação de empresas pode produzir o mesmo valor (Harrison, Hitt, Hoskisson & Ireland, 2001).

Por outro lado, as aquisições podem destruir valor, ou seja, culminarem em um desempenho empresarial inferior ao esperado ou em valores presentes líquidos negativos. Estas situações podem acarretar na redução do preço das ações ou do valor de uma empresa no mercado financeiro (Stahl, Mendenhall & Javidan, 2005). A literatura aponta o auto interesse gerencial, representado pela ganância e engrandecimento pessoal, como uma das principais explicações para a destruição de valor em aquisições (Capron e Pistre, 2002).

Capron e Pistre (2002) afirmam que as aquisições são mecanismos de alimentação do ego dos gestores, da reputação e das aspirações de construção de impérios que podem aumentar a remuneração e as regalias dos gestores. No nível básico de ambição, os problemas surgem quando executivos usam aquisições como um atalho

para alcançar as metas de crescimento e gerar publicidade para si próprios. Em um nível mais profundo, os gestores abusam das aquisições por causa de sistemas de incentivos que enfatizam (equivocadamente) o tamanho ao invés da verdadeira sinergia, a velocidade contra o cuidado *due diligence* e o foco de curto prazo sobre lucro por ação ao invés da criação de valor em longo prazo (Capron e Pistre, 2002).

Além das motivações relacionadas à criação de valor e ao auto interesse gerencial a literatura dessa primeira corrente de pesquisas também aponta diferentes características da empresa, do negócio e do ambiente como motores das aquisições. As características da empresa representam os traços ou aspectos que podem contribuir ou dificultar a participação de uma empresa em atividades de aquisição (Habelian *et al*, 2009). Dentre estas características destacam-se o tamanho da empresa, o fluxo de caixa livre e a alavancagem (Habelian *et al*, 2009; Masulis, Wang & Xie, 2007).

O tamanho da empresa é considerado um fator antecedente das aquisições em função de poder influenciar as escolhas estratégicas de uma organização, pois grandes empresas estão sujeitas a forças de inércia e, portanto, são mais propensas a repetir suas ações anteriores (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006). Em outras palavras, as grandes empresas com experiência em aquisições anteriores são mais propensas a realizar novas aquisições do que as menores empresas.

O fluxo de caixa livre e a alavancagem são fatores antecedentes comumente encontrados nas pesquisas em aquisição. Isso por que, as empresas com mais recursos disponíveis e/ou com uma melhor capacidade de obtenção de financiamento externo são mais propensas a fazer aquisições do que aquelas com uma capacidade mais baixa (Masulis, Wang & Xie, 2007).

As características do negócio são entendidas como preditores das aquisições e também como indicadores de sucesso ou falha das atividades de aquisição (Haleblian, Denvers, McNamara; Carpenter & Davison, 2009). As principais características das aquisições encontradas na literatura são o valor da aquisição, a similaridade e a não similaridade entre a empresa adquirente e empresa-alvo.

O valor da aquisição pode influenciar a probabilidade de uma futura aquisição por alterar a percepção da empresa sobre a importância desse evento. Por exemplo, uma maior aquisição pode ser percebida como um evento mais importante do que uma aquisição menor, e caso o desempenho obtido seja positivo, pode aumentar a confiança da empresa adquirente mais do que um resultado semelhante obtido a partir de uma

menor aquisição e, conseqüentemente, promover ainda mais aquisições (Haleblian, Kim e Rajagopalan, (2006).

A similaridade entre a empresa adquirente e a empresa-alvo está, comumente, associada à busca por maior participação e poder de mercado (Anand & Singh, 1997; Ghosh, 2004). Já a não similaridade representa aquisições com foco em diversificação que, normalmente, indica a busca por sinergias financeiras tais como a diversificação do risco para a empresa adquirente (Ansoff, 1965).

As características ambientais representam forças externas de mudança que podem afetar uma empresa em função de sua variabilidade e complexidade (Camponovo, Ondrus & Pigneur, 2010). Assim, o ambiente funciona como um mecanismo de seleção no sentido evolutivo clássico, atribuindo contexto para as aquisições corporativas e podendo proporcionar *feedback* sobre o valor e a viabilidade dos comportamentos atuais da organização (Zollo & Winter, 2002).

São duas as características ambientais mais comuns nas pesquisas em aquisição. A primeira delas privilegia a concentração de mercado, pois em setores muito concentrados o número de aquisições pode ser menor em função de características regulatórias (Ghosh, 2004). A segunda concede relevo ao volume ou densidade de aquisições no setor, pois a intensidade das atividades de aquisição é susceptível de afetar o comportamento de aquisição das empresas individuais, isso porque elas tendem a imitar as estratégias de outras empresas para tentar conseguir os mesmos resultados (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006).

A segunda corrente de pesquisas se prende mais na relação das aquisições com o desempenho corporativo. Observa-se, porém, uma considerável heterogeneidade em relação às formas de mensuração do desempenho empresarial, dentre as quais, as mais comuns são: (1) retornos contábeis, normalmente mensurados a partir do retorno sobre os ativos (ROA) (Haleblian e Flinketein, 1999; Zollo & Singh, 2000); (2) reações dos preços de ações, mensurados por meio de retorno anormais cumulativos (Hayward, 2002; Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006); (3) percepção dos acionistas no mercado financeiro, usualmente medida pelo Q de Tobin, uma métrica da capitalização de uma empresa de capital aberto no mercado (Jovanovic & Rousseau, 2002); e (4) competição no mercado consumidor, normalmente mensurado a partir do *Market Share* (Ghosh, 2004).

As evidências empíricas encontradas nesta segunda corrente de pesquisas sugerem que as aquisições destroem valor econômico-financeiro. Segundo essa literatura os retornos para as empresas adquirentes, tanto no curto quanto no longo prazo, em média, são nulos ou negativos e altamente voláteis (Agrawal, Jaffe, & Mandelker, 1992; Asquith, 1983; Dodd, 1980; King, Dalton, Daily & Complô, 2004; Moeller, Schlingemann, & Stulz, 2003). No entanto, mesmo com esses resultados negativos as empresas continuam a realizar aquisições, o que faz com que elas sejam chamadas de “sádicas” e “masoquistas”, principalmente pela imprensa de negócios (Business Week, 1995).

Uma característica comum às duas correntes de pesquisas discutidas até agora é que ambas possuem como objeto de estudo as aquisições pontuais. Dessa forma, desconsideram o fato de que as empresas podem ter se envolvido em sucessivas aquisições durante a sua existência. A terceira e mais recente corrente de pesquisas em aquisições foca nesse último aspecto e, na maioria das vezes, discorda de as alegações sobre as aquisições gerarem um desempenho empresarial negativo.

Especificamente, as pesquisas dessa terceira corrente alegam que a acumulação de experiência em processos de aquisição anteriores tende a melhorar o desempenho empresarial em aquisições posteriores (Barkema & Schijven, 2008). O objeto central de análise das pesquisas dessa área é a aprendizagem em aquisições, definida como a transferência da experiência obtida pela organização em uma aquisição para outra subsequente (Barkema & Schijven, 2008).

O primeiro estudo que abordou a aprendizagem em aquisições foi o de Kusewitt (1985). O autor testou empiricamente os efeitos do *feedback* de desempenho de aquisições anteriores, dentre outras variáveis, sobre o desempenho financeiro a longo prazo de um grupo de empresas americanas. Os resultados do estudo sugeriram que o número de aquisições anteriores, o tamanho relativo do negócio, o setor e o *timing* em relação ao ciclo de negócios, afetam o desempenho da firma adquirente significativamente.

Outro estudo é o de Leshchinskii e Zollo (2005), que investigaram o desempenho pós-aquisição de 47 instituições bancárias que realizaram 579 aquisições no período 1964-1996. Um dos objetivos dos autores, sob a luz da literatura de aprendizagem, foi identificar os fatores que explicam a variância no desempenho pós-aquisição das firmas. Os resultados da pesquisa mostraram que o impacto da

experiência em aquisições sobre o desempenho da firma é positivo quando a empresa codifica as lições aprendidas nas aquisições anteriores.

De uma forma geral, os estudos da terceira corrente de pesquisas em aquisição se baseiam na teoria de aprendizagem comportamental. Essa teoria sugere que o comportamento e a capacidade, tanto de indivíduos quanto de organizações, são determinados por estímulos externos percebidos pelos sentidos, colocando, assim, forte ênfase na percepção, observação, experiência e ambiente como variáveis independentes principais (Felin & Foss, 2009).

Neste sentido, o que os indivíduos e as organizações fazem é uma função de seu passado, experiências heterogêneas, exposições repetidas, percepções sensoriais e contingências ambientais observáveis (Felin & Foss, 2009). Assim, as organizações aprendem a fazer aquisições selecionando aquelas que podem trazer retorno daquelas em que o retorno é mais incerto. As empresas selecionadas são aquelas mais aptas a sobreviver no ambiente de negócios em que se encontram.

Todavia, apesar de as empresas desse campo de estudos terem avançando significativamente, questões importantes sobre a aprendizagem em aquisições permanecem sem resposta. Em particular, as pesquisas têm discutido bastante os efeitos da experiência em aquisições sobre o desempenho das firmas, mas pouco se fala sobre o porquê as empresas se envolvem frequentemente com essa estratégia. Este artigo contribui nesse aspecto, focando, em particular, na experiência em aquisições e no desempenho para fornecer explicações mais abrangentes sobre o comportamento de aquisição das firmas.

2.2.2 Efeitos da experiência em aquisições sobre o comportamento das empresas adquirentes

A literatura sobre aprendizagem comportamental sugere que o comportamento das firmas é guiado por rotinas que são sustentadas pela experiência (Levitt & March, 1988; Nelson & Winter, 1982). Rotina representa um termo geral para todos os padrões comportamentais regulares e previsíveis das empresas. As rotinas desempenham o papel que os genes desempenham na teoria biológica evolutiva e são uma característica persistente do organismo que determina o seu possível comportamento (Levitt & March, 1988).

Dessa forma, assim como acontece no nível individual, subentende-se que a estrutura biológica da organização, em um dado momento, é efeito de sua história,

envolvendo as relações entre a empresa e o seu ambiente. Assim, para que se possa entender o comportamento da firma é preciso recorrer à sua história (Rose, 1982).

Para Nelson e Winter (1982) as organizações aprendem fazendo e o conhecimento adquirido é armazenado nas rotinas da empresa, que se constituem em registros da história da organização. Neste sentido, as rotinas tornam-se o objeto central na análise do comportamento organizacional.

As pesquisas em aquisição já começaram a analisar os efeitos das rotinas em aquisições sobre o comportamento das firmas em novos negócios. Especificamente, os autores têm alegado que a experiência em processos de aquisição anteriores pode levar ao desenvolvimento de rotinas associadas a fazer aquisições. Amburgey e Miner (1992), por exemplo, identificaram que as empresas que tinham experiência com um tipo de aquisição em particular, vertical, horizontal ou conglomerado, estavam mais propensas a seguir o mesmo padrão em aquisições posteriores.

Outro estudo que documentou resultados semelhantes foi o de Haleblan, Kim e Rajagopalan (2006). Os coeficientes da pesquisa dos autores, que apoiavam a hipótese de que a experiência em aquisição estava positivamente relacionada com a probabilidade de uma futura aquisição, foram significativamente positivos para uma amostra de bancos americanos.

Esses resultados empíricos indicam que o comportamento de aquisição das empresas está associado às aquisições anteriores. Essa consideração possui respaldo nas teorias que tratam do comportamento no nível individual e que norteiam a teoria comportamental da empresa. Foxall (1999), por exemplo, sugere que o significado de uma ação ou comportamento não é encontrado no cenário atual. Em vez disso, ele está localizado exclusivamente na história de exposição a contingências semelhantes que fizeram o comportamento se repetir no momento atual (Foxall, 1998).

Assim, acredita-se que a experiência em aquisições é um fator preditivo do aumento da frequência com que uma firma adquirente se envolve em novos negócios (Haleblan, Kim & Rajagopalan, 2006). Esse argumento leva à primeira hipótese desta pesquisa:

Hipótese 1: Quanto maior a experiência em aquisições anteriores de uma empresa, maior a chance de ela realizar uma nova aquisição.

2.2.3 Efeitos do desempenho das empresas sobre o comportamento de aquisição

No tópico anterior, argumentou-se que a frequência de aquisições está associada à experiência em aquisições anteriores da firma. Da mesma forma, que a experiência em aquisições pode ser armazenada nas rotinas organizacionais e passar a fazer parte de sua história de aprendizagem (ver, como exemplo, Levitt & March, 1988).

Na história de aprendizagem analisam-se efeitos dos reforços ou punições de comportamentos já realizados pela empresa em qualquer situação anterior do contexto ambiental (Porto & Oliveira-Castro, 2013). No nível individual, a definição de reforço é baseada na ideia de taxa ou frequência de benefícios consequentes a um comportamento (Rose, 1982). Em outras palavras, reforços são consequências do comportamento que aumentam a probabilidade de ocorrência da mesma classe de comportamento na situação subsequente. Já punições são consequências da realização do comportamento que diminui a probabilidade de ocorrência da mesma classe de comportamento na situação subsequente, podendo até extingui-la (Skinner, 1938).

No nível corporativo, a ideia de reforço ou punição está intrinsecamente associada ao desempenho da firma (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006). Assim, examinar apenas os efeitos da experiência prévia em aquisições sobre o comportamento das empresas seria insuficiente. É provável que desempenho empresarial, ao longo do tempo em que uma firma se envolveu em aquisições, forneça uma estrutura útil para compreensão das características que reforçam ou restringem o comportamento de aquisição das empresas (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006).

Embora se reconheça que a maioria das pesquisas em aquisição corporativa tenha, geralmente, tratado o desempenho da empresa como uma variável de resultado, neste artigo, considera-se o desempenho da empresa como um antecedente ao invés de um resultado. O respaldo, para tanto, busca-se na vertente da teoria de aprendizagem comportamental proposta por Greve (2003) e nas pesquisas em estratégia corporativa que têm demonstrado que o sucesso de uma ação organizacional passada induz à persistência desta estratégia (Audia, Locke, Smith, 2000; Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006; Miller & Chen, 1994),

Especificamente, propõe-se que o desempenho da empresa, caso este seja negativo, induz a empresa a reavaliar ou mudar suas estratégias. Por outro lado, reforça a ocorrência de futuras aquisições quando é positivo (Greve, 2003). Assim, caracterizando o desempenho das empresas como uma consequência, de forma que um

bom desempenho é uma forma de "reforço" e um mau desempenho uma forma de "punição" para empresa, o bom desempenho provavelmente leva à persistência do comportamento, enquanto o mau desempenho deve levar à diminuição (Haleblian & Finkelstein, 1999). Com base nesses argumentos propõe-se a seguinte hipótese:

H2: O desempenho da firma está positivamente relacionado ao aumento da frequência de aquisições de uma empresa ao longo do tempo.

2.2.4 Efeitos da interação entre experiência e *feedback* de desempenho sobre o comportamento das empresas adquirentes

Nas duas primeiras hipóteses desta pesquisa, respectivamente, argumentou-se que a experiência em aquisições e o desempenho da firma podem, de forma independente, influenciar o comportamento das empresas no que se refere à frequência de aquisições. A partir de agora, estendem-se essas proposições, sugerindo-se que essas duas formas de aprendizagem podem interagir para melhor explicar o comportamento de aquisição das firmas.

Segundo Levitt e March (1988), o comportamento das empresas depende da relação entre os resultados observados e as aspirações que a empresa tinha para esses resultados. Para os autores, distinções mais nítidas sobre os níveis de aspiração da empresa podem ser feitas quando se considera o sucesso e o fracasso de uma determinada ação. Nesse quadro, a aprendizagem organizacional é vista como uma forma de codificação da inferência realizada por meio da história inerente às rotinas que guiam o comportamento organizacional, ou seja, os resultados das ações realizadas no passado podem tanto explicar a sua continuidade, em casos de sucesso, quanto a mudança de comportamento da empresa, em caso de fracasso da ação.

Assim, no contexto de aquisições, o efeito das rotinas criadas para esse propósito pode ser reforçado quando a empresa adquirente obtém um desempenho positivo, pois este fato valida a suposição de que as rotinas são eficazes e que a empresa conseguiu desenvolver as competências necessárias para executá-las com sucesso (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006).

Por outro lado, um desempenho ruim pode levar a mudanças estratégicas na organização, pois esse resultado induz à reavaliação das rotinas na busca pela identificação dos erros cometidos e também por alternativas estratégicas que podem melhorar o desempenho da empresa (Greve, 2003). Assim, na terceira hipótese desta

pesquisa, propõe-se que o desempenho da firma modera a relação entre a experiência em aquisições e a ocorrência de uma nova aquisição:

Hipótese 3: O efeito da experiência prévia em aquisição sobre o aumento da frequência de ocorrência deste evento será mais forte nos maiores níveis de desempenho da empresa.

2.3 Metodologia

Nesta seção, apresentam-se as principais pretensões relativas à metodologia da pesquisa: delineamento, amostra e coleta de dados, variáveis dependente, independentes e de controle e método de estimação adotado.

2.3.1 Delineamento da pesquisa

Identificou-se o estudo inferencial/causal como o mais adequado para o desenvolvimento do presente trabalho. A abordagem predominante foi estabelecida de acordo com as premissas da pesquisa quantitativa com estrutura de dados em painel.

Conforme mencionado na introdução, as questões propostas nesta pesquisa foram testadas por meio de dados longitudinais, que englobam o intervalo de tempo entre janeiro de 1996 e dezembro de 2013, em uma amostra de empresas americanas não financeiras de capital aberto.

2.3.2 Amostra e Coleta de Dados

Os dados desta pesquisa foram obtidos em duas diferentes bases de dados e posteriormente combinados. As informações sobre as aquisições e suas características foram coletadas na *Thomson Financial's SDC Database*. As informações financeiras e de mercado foram obtidas na base de dados *Compustat*.

Para formar a amostra de empresas adquirentes, foram selecionados todos os negócios codificados como fusão ou aquisição de participação majoritária anunciados e concluídos no período entre 1º de janeiro de 1996 e 31 de dezembro de 2013ⁱⁱ, na *Thomson Financial's SDC Database*. Dentre as empresas identificadas, foram mantidas na amostra apenas aquelas em que o adquirente controlava menos de 50% das ações da empresa-alvo antes da data do anúncio e mais de 90% das ações após a aquisição.

Além disso, com base em estudos anteriores (Bena & Li, 2014), exigiu-se que: (1) o valor do negócio fosse igual ou maior que US\$ 1 milhão (em dólares constantes de

1996), a fim de eliminar as transações economicamente insignificantes; (2) a transação fosse incondicional e completa; (3) as empresas adquirentes não fizessem parte do setor financeiro (*Standard Industry Classification* – SIC de 6.000-6.999) e nem do setor de utilidades (SIC de 4900-4999ⁱⁱⁱ); (4) as empresas adquirentes tivessem, pelo menos, três anos de dados financeiros anteriores às datas de anúncio disponíveis na base de dado *Compustat*; e (5) todos os negócios tivessem como escopo geográfico os Estados Unidos.

Com esses filtros, a amostra ficou composta por 1.286 empresas que, no total, realizaram 1.984 aquisições, conforme se observa na distribuição temporal apresentada na Tabela 1.

Tabela 1

Número de aquisições ao longo do tempo, 1996 – 2013

<i>Amostra de aquisições</i>	
<i>Ano</i>	<i>Número de aquisições</i>
1996	107
1997	88
1998	136
1999	168
2000	141
2001	121
2002	96
2003	102
2004	130
2005	128
2006	129
2007	140
2008	94
2009	78
2010	84
2011	100
2012	89
2013	53
<i>Total</i>	1.984

Nota. Esta tabela mostra o número de aquisições corporativas anunciadas e concluídas durante o período de 1º de janeiro de 1996 a 31 de dezembro de 2013, em que a forma do acordo foi codificada como uma fusão ou uma aquisição de participação majoritária, após os filtros explicitados no item 4.2 desta pesquisa. Fonte: Dados da pesquisa.

Todos os dados de mercado e contábeis foram *winsorizados* ao nível de 5%, como uma forma de eliminar os efeitos dos *outliers*.

2.3.3 Variáveis da pesquisa

2.3.3.1 Variável dependente

Frequência de aquisições. Na sequência de estudos anteriores que examinaram a experiência em aquisições (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006; Hayward, 2002), esta variável foi mensurada a partir da contagem sequencial do número de vezes que o comportamento de aquisição (adquirir outra firma) se manifesta em uma organização ao longo do tempo. De forma específica, até o momento em que a empresa realizou a sua primeira aquisição o valor atribuído foi zero (0), quando ela fez a primeira aquisição o valor atribuído foi um (1), quando realizou a segunda o valor da variável passou a ser dois (2), e assim sucessivamente.

2.3.3.2 Variáveis independentes

As variáveis independentes da pesquisa são a experiência em aquisições e o desempenho das firmas.

Experiência em aquisições. Subtraiu-se a última aquisição realizada por uma empresa da variável frequência em aquisições para mensurar esta variável, ou seja, é a variável frequência em aquisições menos a última aquisição realizada pela empresa.

Desempenho Empresarial. Seguindo a literatura sobre o tema, foram utilizadas três variáveis para representar o desempenho das empresas. A primeira está relacionada ao mercado financeiro, o *Q de Tobin*; a segunda é uma métrica de desempenho financeiro baseada em medidas contábeis, o retorno sobre os ativos (ROA). Quanto à terceira, o *Market Share*, trata-se de uma medida relacionada à competição no mercado consumidor (ver, por exemplo, Ghosh, 2004; Haleblian & Finkelstein, 1999; Morck, Sheifer & Vishny, 1988; Villalonga, 2004; Zollo & Singh, 2000).

O *Q de Tobin* foi mensurado a partir da divisão do valor de mercado da firma pelo valor contábil dos ativos (Morck, Shleifer & Vishny, 1988; Villalonga, 2004). O ROA foi mensurado pelo lucro operacional antes da depreciação dividido pelos ativos totais. Embora se reconheça que na maioria das pesquisas o lucro líquido seja utilizado para o cálculo do ROA, a utilização dessa medida alternativa gera resultados mais fidedignos. Isso porque o cálculo do ROA pelo lucro operacional antes da depreciação leva em conta que a necessidade de investimento em ativos circulantes e não circulantes varia muito em função da intensidade de investimentos de capital. Algumas empresas, como as de tecnologia e serviços, por exemplo, são menos intensivas em investimento

de capital. As empresas de capital intensivo transportam uma base de ativos relativamente grande, o que gera um denominador alto no cálculo do ROA. Por outro lado, as empresas não intensivas em capital (com um pequeno investimento em ativos fixos) são geralmente favorecidas com um ROA relativamente alto por causa de um baixo denominador (Cai & Sevilir, 2011). Por estes motivos, considera-se a utilização do lucro operacional mais adequada aos propósitos desta pesquisa, pois essa métrica permitirá que se analise melhor a evolução do ROA da empresa ao longo dos anos.

A última variável dependente desta pesquisa é o *Market Share*, mensurada pela divisão do faturamento bruto de uma empresa pelo faturamento bruto de todas as empresas do setor.

2.3.3.3 Variáveis de controle

Foram inseridas uma série de variáveis de controle para descartar fatores de confundimento relacionados à propensão de uma empresa para fazer aquisições. Essas variáveis referem-se a características da empresa, da gestão, do próprio negócio da aquisição e do ambiente no qual está inserida.

Características da empresa. Foram incluídas três variáveis de controle para capturar as características que podem influenciar a propensão de uma empresa a fazer novas aquisições: o tamanho, o fluxo de caixa livre e a alavancagem. O tamanho da empresa foi mensurado pelo logaritmo dos ativos totais. A alavancagem foi calculada a partir da divisão das dívidas de longo prazo pelo valor total da firma, enquanto o fluxo de caixa livre foi obtido pela dedução dos valores das despesas com juros, imposto de renda e despesas de capital do valor do lucro líquido antes da depreciação.

Auto interesse gerencial. A fim de controlar os efeitos do auto interesse gerencial, nesta pesquisa foram utilizadas três variáveis: a dominância do gestor, mensurada a partir da divisão da remuneração do gestor pelos ativos totais da empresa (Brow & Sarma, 2006). A proporção de ações do gestor, representada pela proporção de ações detidas por esse agente em relação ao volume total de ações da empresa e participação do gestor no conselho, uma variável *dummy*, para a qual foi atribuído o valor 1 caso o gestor fosse membro do conselho e 0 para o caso contrário

Características ambientais. Foram incluídas três variáveis para controlar os efeitos do ambiente que podem impactar a ocorrência de aquisições. A primeira é a *receita do setor*, mensurada pela soma das receitas de todas as empresas de um setor a cada ano em análise. Essa variável foi incluída para controlar as mudanças ao longo do

tempo e inerentes às receitas globais da indústria (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006). A segunda é o *índice Herfindahl*, mensurado por meio da soma dos quadrados dos *market shares* individuais das firmas participantes do mercado em um dado setor (SIC2). A concentração de mercado é um fator importante para a análise da frequência com que uma empresa adquire, pois em setores muito concentrados o número de aquisições pode ser menor em função de características regulatórias. A terceira variável ambiental, *densidade*, foi inserida neste estudo em função de pesquisas anteriores sugerirem que a intensidade das atividades de aquisição em um setor é susceptível de afetar o comportamento de aquisição das empresas individuais, isso porque elas tendem a imitar as estratégias de outras empresas para tentar conseguir os mesmos resultados (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006). Essa variável foi mensurada a partir da soma do número de aquisições realizadas por todas as empresas de um determinado setor (SIC de dois dígitos a cada ano).

Características do negócio. Em função de as pesquisas sobre o tema argumentarem que a similaridade entre a empresa adquirente e a alvo e o valor gasto na aquisição têm influência sobre as futuras aquisições (Amburgey & Miner, 1992), essas variáveis foram inseridas nesta pesquisa. Para a *Similaridade*, inseriu-se uma *dummy*, em que 1 representa que a adquirente comprou outra empresa do mesmo setor em que atua e 0 para o caso contrário. O *Tamanho relativo da aquisição* controlou-se por meio de uma medida de tamanho relativo da aquisição, mensurada a partir da divisão do valor dos ativos da empresa-alvo pelo valor dos ativos da empresa adquirente, assim como proposto por Haleblian, Kim e Rajagopalan (2006).

2.3.4 Modelagem Empírica

A variável dependente utilizada para testar as três hipóteses desta pesquisa é a frequência de aquisições. Conforme já mencionado, essa variável foi mensurada a partir da contagem sequencial do número de aquisições realizadas pelas empresas da amostra. Foram obtidos, assim, números que variam de zero (0) a oito (8). Zero para as empresas que não realizaram nenhuma aquisição e números que vão de um (1) a oito (8) para aquelas empresas que se envolveram em atividades desse tipo.

Em função de a variável dependente ser discreta e composta por números inteiros não negativos, a estimação por mínimos quadrados ordinários (OLS) não forneceria resultados robustos, tornando, portanto, preferível a utilização de modelos

adequados para dados de contagem como, por exemplo, a regressão de Poisson (Arindam & Sheeba, 2015), cujo modelo básico é descrito na Equação 1:

$$\Pr(y_{it}) = f(y_{it}) = \frac{e^{-\lambda_{it}} \lambda_{it}^{y_{it}}}{y_{it}!}, \quad (1)$$

em que: y_{it} é a variável dependente, composta por valores inteiros não negativos $\{0, 1, 2, \dots\}$; $\lambda_{it} = x_{it}'\beta$, de forma que x_{it} é um vetor de m regressores para a unidade i no tempo t e β são os parâmetros associados a esses regressores.

O modelo de Poisson tem a forte restrição de que a variância e média devem ser iguais, suposição que é muitas vezes violada nos conjuntos de dados de contagem real, isto é, esses tipos de dados tendem a ter excesso de dispersão. A superdispersão ocorre quando a variância condicional excede a média condicional, o que pode ser causado pela heterogeneidade individual não observada ou por uma quantidade excessiva de zeros nos dados de contagem (Hu, 2002).

Caso os dados apresentem superdispersão, uma alternativa é utilizar o modelo de regressão Binomial Negativo, que corrige o problema adicionando mais variância (heterogeneidade não observada) por meio de um parâmetro α adicional (Cameron e Trivedi, 1998). Sendo assim, a estratégia empírica deste trabalho consistiu em estimar os modelos de Poisson e Binomial Negativo (para dados em painel), utilizando o teste LR para definir o modelo mais adequado. Os resultados do teste não foram significativos (Prob > chi2 = 1.0000), demonstrando que o modelo de Poisson é o que melhor se adequa. Essa escolha também se respalda nos resultados dos Critérios de informação Bayesiano de Schwarz (BIC) e Akaike (AIC), que foram um pouco melhores para o modelo Poisson (AIC= 22174.18 e BIC= 22455.87) em relação ao modelo Binomial Negativo (AIC= 22176.19 e BIC= 22465.48).

Como forma de minimizar possíveis problemas de variáveis omitidas, considerando assim a heterogeneidade não observada, optou-se por estimar o modelo de Poisson com efeitos fixos. Para confirmar a adequabilidade dessa escolha, utilizou-se o teste de Hausman (1978). Especificamente, estimaram-se os modelos de Poisson com efeitos fixos e com efeitos aleatórios, considerando os resultados do teste para Hausman (1978) para definir o mais adequado.

Esse procedimento testa se as variáveis explicativas estão correlacionadas com algum tipo de efeito não observado. Sob a hipótese nula, o modelo de efeitos aleatórios está especificado corretamente. Por isso, tanto o modelo de efeitos fixos quanto o

modelo de efeitos aleatórios são consistentes. Sob a hipótese alternativa, os efeitos aleatórios são correlacionados com os regressores. Portanto, este modelo perde a sua consistência (Hu, 2000). Os resultados significativos do teste ($p\text{-value} < 0.01$) permitem rejeitar a hipótese nula e aceitar que o modelo de efeitos fixos é mais apropriado, já que há fortes evidências de que os efeitos específicos das firmas no modelo de efeitos aleatórios são correlacionados com as variáveis explicativas.

Além disso, antes de iniciar a estimação dos modelos, foram realizados testes para verificar a adequabilidade do modelo de Poisson. Os primeiros testes indicaram a presença de heterocedasticidade (teste Breusch-Pagan) e autocorrelação (teste de Wooldridge). Como forma de superar esses problemas, aplicaram-se erros padrão robustos agrupados no nível da firma. Calculou-se também o fator de inflação da variância (VIF) das variáveis preditoras dos modelos. Em nenhum dos casos, os resultados indicaram a presença de multicolinearidade.

O modelo básico desta pesquisa está apresentado na Equação 2. A variável dependente está no tempo $t + 1$ e as variáveis independentes e de controle, no tempo corrente. Para criar o termo de interação, em todos os modelos, as variáveis preditoras foram centralizadas, como forma de resolver potenciais problemas de multicolinearidade (Stock & Watson, 2012). Além disso, para facilitar a interpretação dos coeficientes todas as variáveis foram padronizadas.

$$\begin{aligned} & \text{Frequência}_{i,t+1} = \\ & f(\beta_1 \text{Experiência}_{i,t} + \beta_2 \text{Desempenho}_{i,t} + \beta_3 \text{Experiência} \times \text{Desempenho}_{i,t} + \beta_4 \text{CF}_{i,t} + \\ & \beta_5 \text{CN}_{i,t} + \beta_6 \text{CG}_{i,t} + \beta_7 \text{CA}_t + D^t + D^i) \quad (2) \end{aligned}$$

em que $\text{Frequência}_{i,t+1}$ é a contagem do número de aquisições realizadas por uma empresa i no tempo $t + 1$; $\beta_1 \text{Experiência}_{i,t}$ indica a contagem do número de aquisições realizadas por uma empresa i até o tempo t ; $\beta_2 \text{Desempenho}_{i,t}$ representa o desempenho da firma i no tempo t , mensurado por cada uma das métricas de desempenho, ou seja, Q de Tobin, ROA e Market Share; $\beta_3 \text{Experiência} \times \text{Desempenho}_{i,t}$ indica a interação entre experiência e desempenho para firma i no tempo t ; $\text{CF}_{i,t}$ são as características da firma i no tempo t ; $\text{CN}_{i,t}$ são as características do negócio i no tempo t ; $\text{CG}_{i,t}$ representa as características do auto

interesse gerencial dos gestores da firma i no tempo t ; CA_t são as características do ambiente no tempo ; D^t e D^i são *dummies* de tempo e de empresa, respectivamente.

Na próxima seção apresentam-se os resultados das regressões estimadas. Na sequência, discutem-se tais resultados.

2.4 Resultados

Nesta seção, apresentam-se os resultados e a discussão deste artigo. As estatísticas descritivas e as correlações para as variáveis utilizadas no estudo estão apresentadas na Tabela 2.

Tabela 2

Estatísticas descritivas e correlações para variáveis-chave da pesquisa

Variáveis	Média	s.d.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1. Tamanho	6,87	1,98	1												
2. Fluxo de caixa livre	0,02	0,34	0,27	1											
3. Alavancagem	0,14	0,17	0,25	0,00	1										
4. Densidade	8,90	8,23	-0,21	-0,02	-0,23	1									
5. Receita do setor	2,94	4,80	0,12	-0,07	-0,05	0,20	1								
6. Herfindahl index	0,07	0,06	0,03	0,06	0,06	-0,33	-0,53	1							
7. Dominância do CEO	1,98	6,09	-0,09	0,03	-0,12	0,08	-0,04	0,00	1						
8. % de ações do CEO	1,22	4,49	-0,01	0,05	-0,05	0,00	-0,08	0,06	0,10	1					
9. CEO membro do conselho	0,47	0,49	0,25	0,14	-0,04	0,00	-0,10	0,03	0,30	0,30	1				
10. Tamanho relativo aquisição	0,02	0,30	-0,05	-0,01	-0,02	0,06	-0,01	-0,01	0,00	0,00	-0,01	1			
11. Similaridade	0,13	0,42	0,02	0,03	-0,02	0,08	-0,01	-0,01	0,03	0,01	0,05	0,21	1		
12. Experiência em aquisições	1,62	1,01	0,11	0,08	-0,05	0,16	0,00	-0,04	0,06	0,03	0,18	0,07	0,11	1	
13. Desempenho	0,08	0,30	-0,50	-0,23	-0,51	0,27	0,05	-0,10	0,16	0,01	-0,07	0,04	-0,50	0,01	1

Nota. As estatísticas descritivas referem-se à amostra total com 15.737 observações. O item 13 da Tabela, desempenho, refere-se ao *Q de Tobin*. Fonte: Dados da pesquisa, 2014.

Os sumários das regressões Poisson estimadas estão dispostos nas Tabelas 3 e 4. Na Tabela 3, estão expostas as estimativas das regressões quando a métrica de desempenho é o *Q de Tobin*. O modelo 1 inclui apenas as variáveis de controle. Nos modelos 2, 3 e 4 foram inseridas, passo a passo e respectivamente, as variáveis: experiência em aquisições, desempenho (*Q de Tobin*) e a interação entre essas duas variáveis.

Na Tabela 4, estão os resultados quando as variáveis de desempenho são o ROA e o *Market Share*. No modelo 5, as variáveis experiência e ROA foram inseridas

separadamente. No modelo 6, o termo de interação entre estas duas variáveis foi introduzido. Os modelos 7 e 8 seguem a mesma tendência, mas para o desempenho mensurado a partir do *Market Share*.

Tabela 3

Resultados das regressões Poisson com *Q de Tobin* como métrica de desempenho

<i>Variáveis</i>	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4	
<i>Variáveis de controle</i>								
Tamanho	0,106***	(0,012)	0,070***	(0,110)	0,072***	(0,111)	0,074***	(0,111)
Fluxo de caixa livre	0,003	(0,006)	0,006	(0,006)	0,006	(0,006)	0,004	(0,006)
Alavancagem	-0,012*	(0,008)	-0,022***	(0,007)	-0,020***	(0,007)	-0,014**	(0,007)
Densidade	0,002	(0,001)	0,003**	(0,001)	0,003**	(0,001)	0,004**	(0,001)
Receita do setor	-0,091***	(0,017)	-0,134***	(0,017)	-0,134***	(0,017)	-0,106***	(0,016)
Herfindahl index	0,013	(0,011)	0,013	(0,010)	0,013	(0,010)	0,013	(0,010)
Dominância do CEO	-0,000	(0,008)	0,006	(0,007)	0,005	(0,007)	0,003	(0,007)
% de ações do CEO	-0,005	(0,010)	-0,011	(0,009)	-0,011	(0,009)	-0,009	(0,009)
CEO membro do conselho	0,061***	(0,026)	0,055**	(0,023)	0,055**	(0,023)	0,051**	(0,023)
Tamanho relativo da aquisição	0,092***	(0,005)	0,082***	(0,006)	0,076***	(0,006)	0,074***	(0,006)
Similaridade	0,170***	(0,014)	0,116***	(0,014)	0,093***	(0,015)	0,180***	(0,013)
<i>Variáveis Predictoras</i>								
Experiência em aquisições			0,233***	(0,021)	0,234***	(0,021)	0,202***	(0,020)
Desempenho - Q de Tobin					0,074***	(0,018)	0,109***	(0,018)
Experiência X Q de Tobin							0,196***	(0,041)
Efeitos fixos da firma	<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>	
Efeitos fixos do tempo	<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>	
<i>n</i>	14.448		14.884		14.884		14.884	
R ²	41%		45%		46%		49%	

Nota. Os coeficientes das regressões estão padronizados. Entre parênteses estão os erros padrão robustos à heterocedasticidade. Fonte: Dados da pesquisa, 2014. * $p \leq 0,10$; ** $p \leq 0,05$; *** $p \leq 0,01$.

Os coeficientes para a variável experiência em aquisições foram positivos e significativos (p -valor < 0.01) em todos os modelos estimados. Este resultado sustenta a hipótese 1, a qual afirma que quanto maior a experiência em aquisições anteriores de uma empresa, maior a chance de ela realizar uma nova aquisição. Especificamente, os resultados mostraram que cada aquisição adicional no nível de experiência da empresa aumenta em, aproximadamente, 27%^{iv} a chance de ela realizar uma nova aquisição.

A segunda hipótese desta pesquisa afirma que o desempenho da firma está positivamente relacionado ao aumento da frequência de aquisições de uma empresa ao longo do tempo. Os resultados, utilizando-se o *Q de Tobin* como medida de

desempenho, indicaram que as empresas com maior *Q de Tobin* têm sua frequência de aquisições aumentada em, aproximadamente, 8% em t+1 (Tabela 3).

Embora não se tenha medido, especificamente, o desempenho obtido com as aquisições realizadas anteriormente por uma empresa, a amostra é composta por adquirentes, o que permite supor que é provável que os eventos realizados anteriores contribuíram para maiores ou menores níveis de desempenho, neste caso do *Q de Tobin*. Os coeficientes do ROA e do *Market Share* não foram significativos a nenhum dos níveis considerados (Tabela 4).

Tabela 4

Resultados das regressões Poisson com ROA e *Market Share* como métricas de desempenho

	Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8	
<i>Variáveis de controle</i>								
Tamanho	0,081***	(0,011)	0,081***	(0,011)	0,085***	(0,013)	0,085***	(0,012)
Fluxo de caixa livre	0,000	(0,008)	0,000	(0,009)	0,004	(0,006)	0,005	(0,006)
Alavancagem	-0,012	(0,008)	-0,012	(0,008)	-0,013	(0,008)	-0,015***	(0,008)
Densidade	0,010**	(0,005)	0,011**	(0,005)	0,010**	(0,005)	0,010***	(0,005)
Receita do setor	-0,048***	(0,014)	-0,050***	(0,014)	-0,050***	(0,014)	-0,065	(0,014)
Herfindahl index	0,005	(0,010)	0,006	(0,010)	0,005	(0,010)	0,007	(0,010)
Dominância do CEO	0,049**	(0,024)	0,050***	(0,024)	0,051**	(0,023)	0,051***	(0,024)
% de ações do CEO	0,002	(0,007)	0,001	(0,007)	0,002	(0,007)	0,001	(0,007)
CEO membro do conselho	-0,012	(0,012)	-0,010	(0,011)	-0,012	(0,012)	-0,013	(0,011)
Tamanho relativo da aquisição	0,243***	(0,010)	0,244***	(0,010)	0,243***	(0,010)	0,246***	(0,010)
Similaridade	0,219***	(0,011)	0,219***	(0,011)	0,219***	(0,011)	0,213***	(0,011)
<i>Variáveis Preditoras</i>								
Experiencia em aquisições	0,387***	(0,039)	0,284***	(0,041)	0,379***	(0,038)	0,269***	(0,037)
Desempenho - ROA	0,004	(0,010)	0,014	(0,005)				
Experiencia X ROA			0,013	(0,009)				
Desempenho - <i>Market-Share</i>					-0,007	(-0,01)	0,006	(0,005)
Experiencia X <i>Market-Share</i>							-0,135	(-0,223)
Efeitos fixos da firma	<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>	
Efeitos fixos do tempo	<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>	
<i>n</i>	8.890		8.890		14.051		14.051	
R ²	0,67		0,68		0,67		0,68	

Nota. Os coeficientes das regressões estão padronizados. Entre parênteses estão os erros padrão robustos à heterocedasticidade. Fonte: Dados da pesquisa, 2014. * $p \leq 0,10$; ** $p \leq 0,05$; *** $p \leq 0,01$.

Por fim, na terceira hipótese, estabeleceu-se que a interação entre a experiência em aquisição e desempenho da firma é positivamente relacionada com a probabilidade

futura de aquisição. Esta hipótese foi sustentada apenas quando a métrica de desempenho é o *Q de Tobin*, com coeficiente do termo de interação positivo e significativo ($p\text{-valor} < 0.01$) (modelo 4 da Tabela 3).

Os termos de interação entre a experiência em aquisições e as variáveis ROA e *Market Share* não foram significativos em nenhum dos níveis considerados para análise, conforme relatou-se nos modelos 6 e 8 da Tabela 4. O sinal positivo do coeficiente do termo de interação entre a experiência em aquisições e o *Q de Tobin* sugere que o efeito positivo da experiência sobre a probabilidade de fazer futuras aquisições foi reforçado nos níveis mais elevados de desempenho da empresa, apoiando assim a hipótese 3 desta pesquisa.

2.4.1 Discussão

Os resultados deste estudo demonstraram que o comportamento de aquisição das firmas pode ser explicado sob a ótica da aprendizagem comportamental. Identificou-se que as empresas adquirentes são mais propensas a fazer aquisições subsequentes quando já possuem experiência em eventos anteriores. Este achado, sob uma perspectiva de aprendizagem, é consistente com a ideia de que as organizações realizam ações semelhantes ao longo do tempo e, com isso, desenvolvem rotinas e competências que podem se tornar *drivers* para repetir essas ações posteriormente (Levitt & March, 1988).

Além disso, os resultados estão de acordo com a ideia de que as empresas ajustam os seus comportamentos, tendo em conta os resultados anteriores (Greve, 2003). Demonstrou-se que a probabilidade de uma futura aquisição foi positivamente relacionada com o desempenho das empresas ao longo dos anos em que elas se envolveram em aquisições. Este fato é verdadeiro apenas nos casos onde a métrica de desempenho é o *Q de Tobin*.

As aquisições são uma estratégia corporativa que tem impacto imediato no mercado, mas não nas informações contábeis da empresa (Hannan & Pilloff, 2009). Por esse motivo, é compreensível que apenas o *Q de Tobin*, no ano posterior à aquisição, tenha apresentado coeficientes significativos nas análises. Dentre as três métricas de desempenho utilizadas nesta pesquisa, somente o *Q de Tobin* representa a percepção dos acionistas em relação às ações estratégicas da empresa.

Dessa forma, por ser uma variável que representa a percepção dos acionistas, o *Q de Tobin* pode ser considerado como um *feedback* de desempenho fornecido pelo mercado. Nesse sentido, o resultado que sustenta a segunda hipótese desta pesquisa

corroborar a perspectiva da teoria de aprendizagem comportamental de que o sucesso passado de uma ação organizacional induz à persistência da ação (ver, como exemplo, Greve, 2003). Assim, o *Q de Tobin* pode ser considerado uma condição antecedente que possui um impacto positivo sobre o comportamento de aquisição das empresas. Por outro lado, este resultado permite inferir que um decréscimo no *Q de Tobin* pode ser entendido como uma forma de punição, pois reduz a probabilidade de a empresa realizar novas aquisições (Greve, 2003).

Por fim, analisou-se o efeito conjunto da experiência prévia em aquisições e do desempenho da firma. Os resultados demonstraram que o efeito da interação entre esses dois fatores preditivos é positivo sobre a chance de a empresa realizar uma nova aquisição. Em outras palavras, as evidências empíricas encontradas indicaram que a probabilidade de uma empresa aumentar sua frequência de aquisições é maior nos níveis mais altos de desempenho (*Q de Tobin*).

Esse resultado está de acordo com a teoria do reforço das pesquisas que analisam o nível individual, indicando que o mesmo vale para o nível corporativo. Demonstrou-se que o comportamento de aquisição atual da firma, assim como acontece no nível individual, é explicado pela história de exposição a contingências semelhantes (ver Foxall, 1998, como exemplo).

Além disso, evidenciou-se que o comportamento de aquisição é moldado em função das suas consequências. O desempenho das empresas adquirentes, em seus mais altos níveis, teve efeito reforçador sobre o aumento da frequência da classe de respostas às quais é contingente, ou seja, das aquisições (ver, como exemplo, Skinner, 1938).

2.5 Considerações Finais

Explorou-se neste artigo os efeitos da experiência em aquisições e do desempenho empresarial sobre o comportamento de aquisição das firmas. Todas as hipóteses testadas foram suportadas quando a métrica de desempenho é o *Q de Tobin*, mas não quando se considera o ROA e o *Market Share*. Isso demonstra que as empresas que se envolvem em programas de aquisição consideram o *feedback* do mercado de ações para tomar suas decisões.

A partir de uma perspectiva de aprendizagem comportamental, os resultados são consistentes com a ideia de que as empresas aprendem ao realizar aquisições e usam o desempenho para ajustar sua futura decisão. Esta constatação foi evidenciada por se

demonstrar que quanto maior o desempenho das firmas adquirentes, maior é a probabilidade do comportamento de aquisição persistir.

Em conclusão, este artigo forneceu *insights* úteis sobre os efeitos da aprendizagem por meio da experiência prévia e do desempenho empresarial no contexto de aquisições corporativas. A principal contribuição gerada está no fato de se apresentar evidências empíricas de que o significado de uma aquisição não está associado ao cenário atual, mas à história de exposição a eventos anteriores.

No entanto, algumas considerações precisam ser feitas. Este artigo analisou parcialmente o comportamento de aquisição das empresas. Demonstrou-se que a experiência em aquisições e o desempenho empresarial são fatores preditivos do comportamento de aquisição, mas não foi possível verificar de que forma esses fatores são influenciados por este comportamento.

Em seu trabalho Skinner afirmou que "*Os homens agem sobre o mundo, modificam-no e, por sua vez, são modificados pelas consequências de sua ação*" (Skinner, 1957, p. 15). Assim, acredita-se que é possível que o comportamento de aquisição modifique a história da empresa e o ambiente em função de suas consequências. Além disso, esta pesquisa analisou apenas empresas americanas de capital aberto no intervalo temporal que compreende os anos de 1996 a 2013. Sugere-se que novas pesquisas estendam esse intervalo de tempo, assim como, que analisem outros mercados, como o brasileiro, por exemplo.

3. Segunda Pesquisa: Dimensões comportamentais das aquisições corporativas: um estudo antes e depois da primeira aquisição

3.1 Introdução

Nas duas últimas décadas, tem-se observado um interesse crescente em questões relacionadas à aprendizagem organizacional no contexto estratégico das aquisições corporativas (por exemplo, Haleblian e Finkelstein, 1999; Zollo e Singh, 2004). Em grande parte, esse interesse vem acompanhado pela busca da resposta à seguinte questão: *como as aquisições podem ser realizadas com mais sucesso?*

As pesquisas prévias têm utilizado duas formas de aprendizagem para tentar responder a esse questionamento. A primeira delas é a busca cognitiva e a segunda a experiência (Barkema & Schijven, 2008). A aprendizagem por meio da pesquisa cognitiva se fundamenta nos conceitos da psicologia cognitiva e trata da busca do gestor por recursos que o auxiliem na identificação de um conjunto de cursos alternativos de ação para, em seguida, compará-los e, finalmente, selecionar o que parece mais promissor dada a tarefa em mãos (Barkema & Schijven, 2008).

O achado prevaLENcente das pesquisas que adotam essa perspectiva é que o auto interesse gerencial, ou seja, a suscetibilidade dos gestores a regras heurísticas que limitam ou distorcem a sua capacidade de decisão, é o principal responsável pela destruição de riqueza corporativa em atividades de aquisição (ver, como exemplo, Agrawal, Jaffe, & Mandelker, 1992; King, Dalton, Daily & Complô, 2004; Moeller, Schlingemann, & Stulz, 2003). Assim, essas pesquisas obtiverem êxito ao explicar o comportamento gerencial, mas foram insuficientes para demonstrar como as aquisições podem ser realizadas de forma a gerar um melhor desempenho econômico-financeiro para as empresas.

A segunda forma de aprendizagem se refere ao conhecimento adquirido a partir da transferência da experiência obtida em uma aquisição para outra subsequente (ver como exemplo Barkema & Schijven, 2008; Beckman & Haunschild, 2002; Haleblian & Finkelstein, 1999). A maioria das pesquisas que adota essa perspectiva se fundamenta nos aspectos da teoria comportamental da empresa, como, por exemplo, nos trabalhos de Levitt e March (1988), March e Simon (1958) e Nelson e Winter (1982). Esses trabalhos, entre outros temas, discutem o papel da experiência organizacional, centrando-se na história de aprendizagem das firmas e nos estímulos ambientais como

fatores essenciais. Com isso, acabam por indicar uma forte ligação com o behaviorismo psicológico, em particular com o modelo de comportamento operante proposto por Skinner (1938).

A análise do comportamento operante identifica relações de tríplice contingência, antecedente-comportamento-consequência (A-B-C). O antecedente “A” representa os estímulos discriminativos do ambiente (ou cenário) que podem provocar a resposta “B”, ou seja, o comportamento, que, por sua vez terá como consequência os estímulos reforçadores ou punitivos “C”, que retroagem no comportamento subsequente (Foxall *et al.*, 2006). Dessa forma, o comportamento operante afeta ou é afetado pelo ambiente, sugerindo que a sua consequência pode aumentar, manter ou reduzir a frequência, a duração e a força do comportamento (ver, como exemplo, Bailey & Burch, 2002; Coady & Lehmann, 2008).

A frequência, a duração e a força são consideradas dimensões comportamentais pela literatura (ver como exemplo, (Bailey & Burch, 2002; Coady & Lehmann, 2008). A frequência se refere ao número de vezes que um comportamento discreto ocorre em um período de tempo padronizado (Bailey & Burch, 2002). A duração indica quanto tempo leva do início ao fim de um comportamento ou a quantidade total de tempo em que uma resposta ocorre (Bailey & Burch, 2002; Coady & Lehmann, 2008). A força ou magnitude de um comportamento se refere ao grau de intensidade da resposta (Bailey & Burch, 2002).

Nas pesquisas sobre aquisição, a frequência, também comumente chamada de experiência, é representada pelo número de vezes que uma empresa realiza aquisições (Haleblian & Finkelstein, 1999; Hayward, 2002; Zollo & Reuer, 2003). A duração indica o intervalo de tempo entre duas aquisições sucessivas (Aktas, Bodt & Roll, 2013; Hayward, 2002). Enquanto a força (ou magnitude) do comportamento de aquisição representa o montante de recursos financeiros investidos no negócio.

Todavia, ao se analisar a literatura que adota a perspectiva de aprendizagem por meio da experiência em aquisições percebe-se que apenas a frequência com que o comportamento de aquisição se repete é alvo de estudo (ver, como exemplo, Amburgey & Miner, 1992; Haleblian & Finkelstein, 1999; Hayward, 2002). A força e a duração do comportamento praticamente não foram exploradas.

Além disso, a maioria das pesquisas foca apenas nas consequências do comportamento de aquisição, ou seja, no desempenho econômico-financeiro que pode

umentar se tornando reforçador ou diminuir se tornando uma forma de punição do comportamento (ver, como exemplo, Amburgey & Miner, 1992; Gulati, 1995). Todavia, a abordagem behaviorista é clara ao afirmar que as dimensões de um determinado comportamento, ou seja, a frequência, a força e a duração, são funções complexas não só das propriedades reforçadoras ou punitivas de comportamentos já realizados, mas também da história de aprendizagem e do ambiente (cenário) (Foxall *et al.*, 2006).

Pelo exposto, as pesquisas sobre aprendizagem em aquisições têm evoluído consideravelmente ao longo do tempo, mas ainda há lacunas que esta pesquisa pretende preencher respondendo ao seguinte questionamento: *O comportamento de aquisição (em qualquer uma de suas dimensões) modifica a história de aprendizagem, o ambiente (cenário) e o desempenho econômico-financeiro das empresas (reforço/punição)?*

A resposta a essa questão será dada a partir de um quase experimento natural, em que a aquisição será considerada uma intervenção realizada pela própria empresa. De forma específica, esta pesquisa objetiva comparar um grupo de empresas americanas antes e após a realização da primeira aquisição. Ao atender a esse objetivo, duas contribuições principais serão fornecidas.

A primeira delas é incorporar à literatura de aquisições um quase experimento que engloba três dimensões do comportamento de aquisição. Esta contribuição é inédita para esta pesquisa, pois, conforme mencionado, apenas uma dimensão, a frequência, é objeto de estudo. A duração e a força do comportamento de aquisição praticamente não foram exploradas.

A segunda contribuição é dada ao fornecer *insights* úteis sobre as dimensões do comportamento de aquisição que podem ser utilizados para nortear as decisões de aquisição como, por exemplo, com que frequência as empresas devem adquirir, em que intervalo de tempo e com qual magnitude.

A pesquisa está estruturada em cinco seções, incluindo esta introdução. Na sequência, faz-se uma incursão teórica sobre a literatura correlata ao tema, a partir da qual as hipóteses de pesquisa são desenvolvidas. Na terceira seção, apresentam-se o delineamento da pesquisa, a amostra, a coleta de dados, as variáveis e os procedimentos estatísticos utilizados. Em seguida, expõem-se os resultados, a discussão e as considerações finais da pesquisa.

3.2 Referencial Teórico

Nesta seção, apresentam-se os principais aspectos teóricos relacionados ao behaviorismo psicológico e suas adaptações para o nível corporativo. Além disso, desenvolvem-se as hipóteses da pesquisa.

3.2.1 Teorias comportamentais no nível individual e organizacional

A essência da perspectiva comportamental situa-se na compreensão do funcionamento do comportamento, concebido como um objeto de estudo sujeito às mesmas leis naturais das ciências físicas e biológicas (Del Prette e Del Prette, 1995). Adotando essa premissa, Del Prette e Del Prette (1995) sugerem que há tipos de comportamento, como por exemplo o operante, tratado inicialmente por Thorndike (1898) e, posteriormente, por Skinner (1938, 1966, 1969)^v.

O comportamento operante é adquirido ontogeneticamente, isto é, no decorrer da história de aprendizagem do indivíduo (Skinner, 1965). Para Skinner (1957), os homens agem sobre o mundo, modificam-no e, por sua vez, são modificados pelas consequências de suas próprias ações (Skinner, 1957).

O comportamento operante é a relação funcional entre eventos ambientais e o organismo, que segue a seguinte ordem: estímulo discriminativo/neutro, resposta e estímulo reforçador/punidor (Skinner, 1963). Ademais, os reforçadores e punidores podem retroagir sobre o comportamento subsequente em qualquer uma de suas dimensões (Coady & Lehmann, 2008).

Teoricamente, há uma forte ligação entre o behaviorismo psicológico de Thorndike e Skinner e os modelos posteriores de organizações (Felin & Foss, 2009). A influência da abordagem behaviorista é evidente nas teorias comportamentais da empresa. Um exemplo é o clássico trabalho de Cyert e March (1963), cujo foco está sobre as inter-relações entre a estrutura corporativa e a mudança ambiental. Neste modelo, a empresa é considerada como um sistema aberto cujas transformações sucessivas são dependentes das mudanças no ambiente. Em outras palavras, a empresa é vista como um sistema racional adaptativo que aprende com a experiência e que altera o seu comportamento em resposta ao *feedback* do seu ambiente (Cyert & March, 1963).

A influência do behaviorismo psicológico também é perceptível na teoria evolucionária de mudança econômica de Nelson e Winter (1982) e em sua concepção de

rotinas organizacionais. Para os autores, as rotinas representam para a organização o mesmo papel que os genes desempenham na teoria da evolução biológica. Nelson e Winter (1982) argumentam que a experiência organizacional consiste basicamente na capacidade de realizar e sustentar um conjunto de rotinas; que podem ser consideradas como um conjunto altamente estruturado de "reações habituais" que ligam os membros da organização um ao outro e ao ambiente (Nelson & Winter, 1982).

A mesma tendência é notória na teoria de aprendizagem organizacional de Levitt e March (1988), que é fundamentada em três observações principais. A primeira é que o comportamento de uma organização se baseia em rotinas, cuja ação corresponde às situações já vivenciadas.

A segunda observação é que as ações tomadas pela empresa dependem da história ou experiência organizacional e são adaptadas em resposta aos *feedbacks* do ambiente. A terceira observação é que as organizações são orientadas por objetivos e o seu comportamento depende da relação entre o resultado observado (consequências) e as aspirações que a empresa tinha em relação a esse resultado (Levitt & March, 1988). Ou seja, se o desempenho econômico-financeiro das firmas for categorizado como uma consequência, de tal modo que o bom desempenho é uma forma "recompensa", e o desempenho ruim uma forma "punição" para organização, então o bom desempenho provavelmente leva à persistência comportamental, enquanto o desempenho ruim deve enfraquecê-lo, tornando-se um precursor para a mudança comportamental (Haleblian & Finkelstein, 1999).

As alienações corporativas (Shimizu, 2007) e a mudança de gestor (Bhagat, Bolton & Subramanian, 2010), que normalmente estão associadas ao fraco desempenho da organização, são dois exemplos de comportamentos punidos que levam à mudança de comportamento das empresas. Pelo exposto, os elementos centrais da abordagem comportamentalista, utilizados para analisar o comportamento no nível individual, também são úteis para as análises no nível organizacional.

Conforme demonstrado, é perceptível que estes elementos têm uma forte influência sobre as clássicas teorias comportamentais das empresas que sustentam as pesquisas que tratam do comportamento de aquisições corporativas (ver, como exemplo, Haleblian & Finkelstein, 1999; Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006; Hayward, 2002). No entanto, percebe-se que as pesquisas sobre aquisições têm focado em apenas uma dimensão comportamental, a frequência; o que deixa as demais

dimensões, duração e força, como uma lacuna a ser explorada, conforme já mencionado na introdução desta pesquisa.

Assim, esta pesquisa utiliza os pressupostos do comportamento operante de Skinner, para que se possa entender um pouco mais o comportamento de aquisição das firmas. Isso porque a literatura de aquisições já apresentou evidências de que este tipo de comportamento é válido para as análises no nível organizacional, especificamente para a análise do comportamento de aquisição quando se considera a dimensão frequência (ver, como exemplo, Haleblian & Finkelstein, 1999).

3.2.2 Desenvolvimento das hipóteses da pesquisa

Para Nelson e Winter (1982) as organizações aprendem fazendo e o conhecimento adquirido é armazenado nas rotinas da empresa, que se constituem em registros da história da organização. A literatura argumenta que a frequência em processos de aquisição leva ao acúmulo de experiência e conhecimento até o ponto em que a empresa aprende a adquirir e, conseqüentemente, melhora o desempenho em futuras aquisições (conseqüência reforçadora) (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006). Assim, é possível que a história de aprendizagem e o desempenho econômico-financeiro (reforço/punição) das firmas seja influenciado pela frequência com que essa empresa adquire. Além disso, a frequência de aquisições possivelmente modifica o ambiente.

As evidências empíricas da literatura demonstraram que concentração de mercado é um fator importante para a análise da frequência com que uma empresa adquire, pois em setores muito concentrados o número de aquisições pode ser menor em função de características regulatórias (Ghosh, 2004).

O volume de aquisições no setor também é uma variável ambiental passível de ser modificada pela frequência de aquisições das firmas. Pesquisas anteriores sugeriram que a intensidade das atividades de aquisição afeta o ambiente setorial, pois as empresas tendem a replicar ações estratégicas de outras firmas para tentar conseguir os mesmos resultados (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006). Estes argumentos originam a primeira hipótese desta pesquisa:

H1: A frequência do comportamento de aquisição modifica a história de aprendizagem, o ambiente e desempenho econômico-financeiro das empresas.

Para Foxall (1998) é importante qualificar o comportamento para que obtenha resultados mais robustos. Com base nesse fato, qualifica-se nesta pesquisa a dimensão comportamental frequência quanto à similaridade do setor da empresa-alvo com o da adquirente. Isso porque, as pesquisas em aquisições já argumentarem que a similaridade entre a empresa adquirente e a alvo tem influência sobre as futuras aquisições (Amburgey & Miner, 1992). Assim, ao classificar a dimensão frequência em função da similaridade entre a empresa-alvo e a adquirente, surgem duas hipóteses complementares à H1:

H1a: A frequência de aquisições similares modifica a história de aprendizagem, o ambiente e o desempenho econômico-financeiro (reforço/punição) das empresas.

H1b: A frequência de aquisições não similares modifica a história de aprendizagem, o ambiente e o (o desempenho econômico-financeiro (reforço/punição).

Segundo Levitt e March (1988) as empresas aprendem fazendo. Todavia, quando há uma interrupção, ou intervalo longo de tempo até que a prática da ação seja retomada, o desempenho com a ação é inferior àquele do momento em que a prática da ação foi interrompida (por exemplo, ver Kolers 1976). No nível individual, por exemplo, há evidências de que, se a prática de uma tarefa por um indivíduo é interrompida, o esquecimento ocorre (Ebbinghaus, 1885; Izquierdo, 2002).

Assim, é provável que a duração do comportamento de aquisição afete a história de aprendizagem, o ambiente e também o desempenho da firma, podendo gerar tanto consequências reforçadoras, quando o intervalo de tempo é menor, quanto punitivas, quando o tempo entre as aquisições é maior. Assim surge a segunda hipótese desta pesquisa:

H2: A duração do comportamento de aquisição modifica a história de aprendizagem, o ambiente e o desempenho das empresas.

Por fim, a última dimensão comportamental analisada por esta pesquisa é a força ou magnitude do comportamento de aquisição. Segundo Haleblan, Kim e Rajagopalan (2006) o valor da aquisição pode influenciar a probabilidade de uma futura aquisição por alterar a percepção da empresa sobre a importância desse evento. Por exemplo, uma aquisição com maiores recursos financeiros investidos pode ser percebida como um evento mais importante do que uma aquisição com menos recursos envolvidos. O que pode ser ainda mais ressaltado nos casos em que o desempenho empresarial obtido a

aquisição mais cara for positivo. Esse fato pode aumentar a confiança do adquirente mais do que um resultado semelhante obtido a partir de uma aquisição com menos recursos investidos, e, conseqüentemente, promover ainda mais aquisições.

Dessa forma, é possível que a força do comportamento de aquisição exerça impacto sobre o ambiente. O aumento do volume de aquisições por uma empresa pode aumentar sua participação no mercado e, conseqüentemente, a concentração deste mercado (ver, como exemplo, Ghosh, 2004).

Além disso, a força do comportamento de aquisição pode aumentar a confiança dos gestores corporativos. A literatura em aquisições já demonstrou que o excesso de confiança gerencial leva à subestimação das sinergias que podem ser obtidas em processos de aquisição, o que está associado ao desempenho empresarial negativo em aquisições (Larwood & Whittaker, 1977; Malmendier & Tate, 2008). Estes argumentos levam à terceira hipótese desta pesquisa:

H3: A força do comportamento de aquisição modifica a história de aprendizagem, o ambiente e o desempenho das empresas.

De forma geral, o modelo comportamental desta pesquisa pode ser observado na Figura 1. Na primeira coluna encontram-se as três dimensões comportamentais que serão consideradas nas análises. Na segunda e na terceira colunas, respectivamente, estão a história de aprendizagem, o ambiente e o desempenho econômico-financeiro (reforço/punição), antes da realização da primeira aquisição (quadrante 1) e depois da empresa realizar a primeira aquisição (quadrante 2).

<i>Dimensões comportamentais:</i>	<i>Antes da primeira aquisição</i>	<i>Após a primeira aquisição</i>
<ul style="list-style-type: none"> • <i>Frequência</i> • <i>Força</i> • <i>Duração</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • História de aprendizagem • Ambiente • Desempenho (Reforço/Punição) <p style="text-align: right;">(1)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • História de aprendizagem • Ambiente • Desempenho (Reforço/Punição) <p style="text-align: right;">(2)</p>

Figura 1 – Modelo comportamental da pesquisa

Nota. A Figura 1 representa o modelo geral de análise deste artigo. Cada uma das dimensões será analisada de forma separada. Especificamente, ao analisar uma dimensão, como por exemplo, a frequência, os efeitos das demais dimensões (força e duração) serão controlados. E assim, sucessivamente. Além disso, em todas as análises uma variável que representa o ambiente macro será inserida como variável de controle, pois os efeitos que se pretende encontrar são relacionados ao ambiente setorial.

Em suma, o modelo proposto permite que as aquisições sejam interpretadas como uma intervenção realizada pela própria empresa. Assim, será possível verificar as modificações que o comportamento de aquisição, em cada uma das suas dimensões, ocasiona na história de aprendizagem, no ambiente e no desempenho econômico-financeiro (reforço/punição). Na próxima seção discutem-se os principais aspectos metodológicos que suportam essa análise.

3.3 Metodologia

3.3.1 Delineamento

Esta pesquisa utilizou delineamento quase experimental em ambiente natural, entre empresas, com um único grupo experimental analisado antes e depois da ocorrência de aquisições. A base de dados foi coletada e organizada em forma de um painel de observações firma-anos, considerando o período entre janeiro de 1996 e dezembro de 2013. Os dados desta base foram agregados para que se pudesse realizar o quase experimento.

3.3.2 Amostra e Coleta de Dados

As empresas que compõem a amostra desta pesquisa são americanas não financeiras de capital aberto. Os dados necessários para os testes empíricos foram obtidos em duas diferentes bases de dados e posteriormente combinados. As informações sobre as aquisições e suas características foram coletadas na *Thomson Financial's SDC Database*. As informações financeiras e de mercado sobre todas as empresas das amostras foram obtidas na base de dados *Compustat*.

Para formar a amostra de empresas adquirentes, foram selecionados todos os negócios codificados como fusão ou aquisição de participação majoritária anunciados e concluídos no período entre 1º de janeiro de 1996 e 31 de dezembro de 2013^{vi}. Estes dados foram obtidos na *Thomson Financial's SDC Database*.

Dentre as empresas identificadas, foram mantidas na amostra apenas aquelas em que o adquirente controlava menos de 50% das ações da empresa-alvo antes da data do anúncio e passou a controlar mais de 90% das ações após a aquisição. Além disso, com base em estudos anteriores (Bena & Li, 2014), exigiu-se que: (1) o valor do negócio fosse igual ou maior que US\$ 1 milhão (em dólares constantes de 1996), a fim de

eliminar as transações economicamente insignificantes; (2) a transação fosse incondicional e completa; (3) as empresas adquirentes não fizessem parte do setor financeiro (*Standard Industry Classification* – SIC de 6.000-6.999) e nem do setor de utilidades (SIC de 4900-4999^{vii}); (4) as empresas adquirentes tivessem, pelo menos, três anos de dados financeiros anteriores às datas de anúncio disponíveis na base de dados *Compustat*; (5) todos os negócios tivessem como escopo geográfico os Estados Unidos, já que não é objetivo desta pesquisa analisar as aquisições transfronteiriças; (6) não houvesse dados faltantes (*missing values*).

Com esses filtros, a amostra de empresas adquirente ficou composta por 371 empresas. Todos os dados de mercado e contábeis foram *winsorizados* ao nível de 5%, como uma forma de eliminar os efeitos dos *outliers*.

3.3.3 Variáveis da pesquisa

2.3.3.1 Variáveis dependentes

História de aprendizagem. As variáveis que representam a história de aprendizagem são: tamanho da empresa, mensurado pelo logaritmo dos ativos totais; as despesas de capital, despesas de capital divididas pelo ativo total; alavancagem, calculada a partir da divisão das dívidas de longo prazo pelo valor total da firma; caixa, mensurado pela soma do montante em caixa com os investimentos de curto prazo; fluxo de caixa livre, obtido pela dedução dos valores das despesas com juros, imposto de renda e despesas de capital do valor do lucro líquido antes da depreciação; proporção de ações do CEO (*Chief Executive Officer*), representada na proporção de ações detidas por esse agente em relação ao volume total de ações da empresa; e CEO membro do conselho, uma variável *dummy*, em que 1 indica que o CEO faz parte do conselho de administração da empresa, e 0 o contrário.

Contexto Ambiental. Seguindo os trabalhos anteriores sobre o tema, foram incluídas três variáveis para representar o ambiente setorial. A primeira é o índice Herfindahl, mensurado por meio da soma dos quadrados dos *Market Shares* individuais das firmas participantes do mercado dentro de um dado setor (SIC de dois dígitos) (Ghosh, 2004). A segunda variável é a receita do setor, mesurada pela soma das receitas de todas as empresas de um setor a cada ano em análise (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006). A terceira variável ambiental, *densidade*, mensurada pela soma do

número de aquisições realizadas por todas as empresas do setor a cada ano (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006).

Reforço/punição. Seguindo a literatura em aquisições, o desempenho da empresa é categorizado como reforço ou punição nesta pesquisa (Haleblian & Finkelstein, 1999): reforço quando o resultado econômico-financeiro é positivo e pode fortalecer o comportamento de aquisição, e punição quando é negativo e pode enfraquecer o comportamento. As variáveis que representam o reforço/punição nesta pesquisa são o Q de Tobin, uma métrica relacionada ao mercado financeiro, o retorno sobre os ativos (ROA), uma métrica de desempenho financeiro baseada em medidas contábeis, e a participação de mercado (*Market Share*), uma medida relacionada baseada à competição no mercado consumidor.

O *Q de Tobin* foi mensurado a partir da divisão do valor de mercado da firma pelo valor contábil dos ativos (Morck, Sheifer & Vishny, 1988; Villalonga, 2004). O ROA foi mensurado pela divisão do lucro operacional antes da depreciação pelos ativos totais.

A última variável dependente desta pesquisa é o *Market Share*, que foi mensurado pela divisão do faturamento bruto de uma empresa pelo faturamento bruto de todas as empresas do setor (Ghosh, 2004).

2.3.3.2 Variáveis Independentes – Dimensões do comportamento de aquisição

Primeira dimensão comportamental - frequência de aquisições. Esta variável foi mensurada a partir da contagem total do número de vezes que o comportamento de aquisição (adquirir outra firma) se manifesta em uma organização. Por exemplo, se uma empresa realizou cinco (5) aquisições ao longo dos 18 anos em que os dados foram coletados, o valor atribuído foi cinco (5).

Qualificação da frequência de aquisição. Cada uma das aquisições realizada por uma empresa foi qualificada em função do setor de atividades da empresa adquirente. Quando a empresa-alvo atuava no mesmo setor da licitante, considerou-se que a aquisição era do tipo similar. Quando o setor da empresa-alvo era distinto do da adquirente, qualificou-se como não similar.

Segunda dimensão comportamental - Duração. Seguindo trabalhos com tema semelhante (Aktas, Bodt & Roll, 2013; Hayward, 2002), a duração do comportamento de aquisição foi mensurada pela diferença entre o ano do anúncio de uma determinada aquisição e o ano de anúncio da aquisição que a antecede.

Terceira dimensão comportamental – Força. A força (ou magnitude) do comportamento de aquisição foi mensurada a partir da divisão do valor dos ativos da empresa-alvo pelo valor dos ativos da empresa adquirente (Haleblian, Kim e Rajagopalan, (2006).

2.3.3.4 Covariáveis

Para que se pudesse capturar os efeitos isolados de cada dimensão comportamental, assim como da qualificação da dimensão frequência, sobre a história de aprendizagem, ambiente e reforço/punição, as hipóteses foram construídas considerando o controle dos efeitos das dimensões que não estavam na análise. Além disso, inseriu-se uma variável representativa do contexto macro ambiental para controlar os efeitos regulatórios. Esta variável é SOX (Sabanex Oxley), uma lei criada para proteger os investidores, melhorando a precisão e a confiabilidade das divulgações corporativas efetuadas em conformidade com as leis de valores mobiliários nos estados Unidos (Karan & Sharifi, 2006).

3.3.4 Procedimentos estatísticos

Os dados desta pesquisa foram analisados por meio de uma análise de covariância multivariada (MANCOVA) com medidas repetidas. A MANCOVA é uma extensão da análise de covariância (ANCOVA). Basicamente, é a análise de variância multivariada (MANOVA) com a inserção de uma ou mais covariáveis. O termo medidas repetidas refere-se aos casos em que se observa uma ou mais variáveis respostas repetidamente na mesma unidade experimental (Diggle, 1988). Esta técnica foi utilizada nesta pesquisa para avaliar a significância estatística de diferenças entre dois grupos formados para a mesma unidade experimental. Especificamente, as variáveis respostas foram separadas em dois períodos para cada empresa adquirente, considerando o período anterior e o posterior à primeira aquisição realizada por uma empresa.

A matriz de dados desta pesquisa estava, inicialmente, organizada em forma de um painel de observações firma-anos. Para que se pudesse realizar a MANCOVA, foi necessário preparar os dados, o que feito a partir de alguns procedimentos descritos a seguir.

Primeiro, identificou-se o ano da primeira aquisição realizada por cada empresa da amostra e criou-se um novo banco de dados, no qual as informações para cada

empresa foram separadas considerando o período anterior à realização da primeira aquisição e o período posterior à ocorrência da primeira aquisição. Por exemplo, a coluna com as informações sobre a variável tamanho da empresa foi segregada em duas. A primeira coluna possuía as informações sobre o tamanho da firma para os anos que antecederam a primeira aquisição da empresa, e a segunda coluna, para os anos sucederam a primeira aquisição. Este procedimento foi repetido para todas as variáveis que fazem parte da história de aprendizagem da firma e do ambiente, com exceção das variáveis SOX e participação do CEO no conselho.

Por se tratar de uma legislação implementada a partir de uma data específica, a SOX permaneceu como uma variável dicotômica em que 0 indicava que a empresa realizou sua primeira aquisição antes da implementação da lei e 1 para período posterior. Esta variável representa o contexto regulatório macro ambiental e foi tratada como covariável em todos os testes realizados.

A variável participação do CEO no conselho foi segregada em duas colunas. A primeira coluna apresentava a soma do número de anos que o CEO foi membro do conselho antes de a empresa realizar a primeira aquisição, e a segunda, o número de anos que este gestor participou do conselho após a empresa ter realizado sua primeira aquisição.

Na sequência, os dados foram agregados. Agregar significa que uma variável de nível mais baixo foi movida para um nível mais elevado. Por exemplo, obteve-se a variável referente ao tamanho de uma empresa a partir da média do tamanho desta empresa ao longo dos anos (ver como exemplo, Queiroga, Andrade, Borges-Ferreira, Nogueira e Abbad, 2012). Todas as variáveis contínuas foram agregadas pela função média (*Market Share*, *Q* de Tobin, ROA, índice Herfindahl, fluxo de caixa livre, tamanho, densidade, receita do setor, porcentagem de ações do CEO, caixa, alavancagem, despesas de capital e duração e força do comportamento de aquisição). As variáveis experiência em aquisições e participação do CEO no conselho foram agregadas pela função máximo. Por exemplo, se uma empresa no painel de dados havia realizado um total de cinco (5) aquisições ao longo dos anos em observação, o valor atribuído à variável de experiência agregada foi cinco (5).

As variáveis similar e não similar foram agregadas pela função soma. Assim, passaram a representar o número total de aquisições de empresas do mesmo setor (similar) e de setores diferentes (não similar) realizadas por uma empresa. Após estes

procedimentos, a matriz de dados tomou a forma de *cross-section* com medidas repetidas, ou seja, com informação para unidade experimental antes e depois da primeira aquisição.

Antes de se iniciar os procedimentos de estimação da MANCOVA com medidas repetidas, verificou-se se os dados atendiam aos pressupostos desta análise. A MANCOVA presume que quatro pressupostos devem ser atendidos para que os resultados alcançados sejam robustos e não viesados.

O primeiro pressuposto é que as variáveis independentes sejam categóricas e as independentes sejam contínuas e intervalares. O segundo é que não deve haver valores atípicos (*outliers*) nos grupos relacionados. O terceiro pressuposto é que as variáveis dependentes, em dois ou mais grupos relacionados, devem ser, aproximadamente, distribuídas normalmente (Weinfurt, 1995). Estes três pressupostos foram atendidos, a partir da operacionalização das variáveis dependentes e independentes, da *winsorização* dos dados e da transformação dos valores de cada variável em score z.

O quarto pressuposto da MANCOVA com medidas repetidas refere-se à esfericidade, ou seja, a matriz de covariâncias entre os tempos deve satisfazer a condição de esfericidade, o que é equivalente a especificar que as variâncias das diferenças entre todas as combinações de grupos relacionados devem ser iguais (Huynh & Feldt, 1979). Para verificar se os dados atendem a este pressuposto, utilizou-se o teste de esfericidade de Mauchly (1940), cujo resultado não foi significativo, indicando que a matriz de covariâncias é do tipo esférica, o que permite que o experimento seja realizado em forma de medidas repetidas (Huynh & Feldt, 1979).

Embora a MANCOVA tenha a vantagem de as variáveis dependentes poderem ou não ser correlacionadas entre si (Hair, Black, Babin, Anderson & Tatham (2009), os argumentos teóricos desta pesquisa foram construídos considerando que as dimensões do comportamento de aquisição, ou variáveis independentes, não estão correlacionadas. Assim, é importante verificar se estas dimensões podem realmente ser tratadas desta forma. Para tanto, realizou-se testes de correlação de Pearson entre as variáveis independentes, ou seja, entre a frequência, a duração e a força do comportamento de aquisição, assim como entre a dimensão frequência e as variáveis de similaridade que representam a qualificação desta dimensão. Os resultados destes testes estão apresentados na Tabela 5.

Tabela 5:

Testes de correlação entre as variáveis dependentes

Variáveis dependentes	1	2	3	Variáveis dependentes	1	2	3
1. Frequência	1			1. Frequência	1		
2. Duração	-0,17***	1		2. Similar	0,58***	1	
3. Força	-0,47***	-0,17***	1	3. Não similar	0,38***	-0,41***	1

Nota. As estatísticas descritivas referem-se à amostra total com 371 observações. *** $p \leq 0,01$.

Fonte: Dados da pesquisa, 2015.

Na primeira parte da Tabela 5, apresentam-se os resultados das correlações de Pearson para as dimensões do comportamento de aquisição. Percebe-se que os valores são baixos, o que justifica o fato de estas dimensões comportamentais serem tratadas como diferentes. Na segunda parte da Tabela 5, estão os sumários das correlações entre a dimensão de frequência de aquisição e sua qualificação, ou seja, do fato de o setor da empresa-alvo de uma aquisição ser ou não relacionado com o setor de atividade da empresa adquirente. Neste caso, as correlações foram positivas e podem ser consideradas razoáveis: 0,58 para a qualificação similar e 0,38 para a não similar. Este resultado justifica chamar a similaridade e a não similaridade entre a empresa-alvo e a adquirente de qualificação do comportamento de aquisição.

Por fim, as MANCOVAS com medidas repetidas, para cada dimensão do comportamento de aquisição, foram estimadas conforme o modelo básico apresentado na Equação 3.

$$y_{ijk} = \mu + \alpha_i + y_{ij} + B_k + (\alpha B)_{ik} + \varepsilon_{ijk} \quad (3)$$

em que y_{ijk} é o valor observado da variável resposta na i -ésima intervenção, j -ésimo tempo na k -ésima repetição; μ representa uma constante comum a todas as observações; y_{ij} é o efeito da i -ésima intervenção; B_k é o efeito do j -ésimo tempo; $(\alpha B)_{ik}$ indica o efeito da interação entre a i -ésima intervenção com o j -ésimo tempo; e ε_{ijk} é o erro aleatório associado à observação da i -ésima intervenção, j -ésimo tempo na k -ésima repetição.

3.4 Resultados

Nesta seção, apresentam-se os testes para cada hipótese desta pesquisa. A primeira hipótese prevê a existência de efeitos significativos da frequência de aquisições sobre a história de aprendizagem, ambiente e desempenho econômico-financeiro empresarial (reforço/punição) quando as características do cenário macro ambiental e das demais dimensões do comportamento de aquisição são controlados.

As médias marginais estimadas a partir da MANCOVA com medidas repetidas para o teste desta hipótese estão apresentadas na Tabela 6. As covariáveis utilizadas nestas primeiras análises foram a SOX, a qualificação da frequência, a força e a duração do comportamento de aquisição. A primeira coluna da Tabela 6, dimensão frequência, indica o número de aquisições realizadas pelas empresas. Na segunda coluna, grupo, o termo pré refere-se aos resultados para o período anterior à realização da primeira aquisição por uma empresa e o termo pós ao período posterior. Nas demais colunas, estão as médias e os erros padrão para as variáveis dependentes em que o efeito da dimensão frequência (variável independente) foi significativo aos níveis de 1% e de 5% sobre as variáveis dependentes.

Tabela 6:

MANCOVA com medidas repetidas para dimensão comportamental frequência

Variável dependente		Variáveis Independentes							
		Tamanho**		CEO membro***		Densidade***		Q de Tobin**	
Dimensão	Grupo	Média	E.P	Média	E.P	Média	E.P	Média	E.P
Frequência 1	pré	-0,007	0,092	0,233	0,087	-0,026	0,093	-0,156	0,092
	pós	-0,064	0,090	-0,223	0,053	-0,179	0,090	-0,281	0,091
2	pré	-0,119	0,132	-0,361	0,125	-0,044	0,133	0,08	0,132
	pós	0,046	0,129	0,413	0,076	0,218	0,129	0,322	0,130
3	pré	0,159	0,310	-0,711	0,294	0,034	0,313	0,891	0,312
	pós	0,121	0,304	0,436	0,180	0,347	0,304	0,713	0,307
4	pré	0,469	0,437	-0,672	0,414	0,550	0,441	0,677	0,439
	pós	0,598	0,429	0,905	0,253	1,237	0,428	1,844	0,432
5	pré	0,187	0,730	-1,615	0,692	0,474	0,736	0,871	0,733
	pós	0,543	0,716	0,902	0,423	1,240	0,715	1,577	0,722
<i>n</i>		317		317		317		317	

Nota. Apenas as variáveis independentes que se apresentaram significativas a 1% e a 5% estão apresentadas. Os coeficientes da MANCOVA de medidas repetidas estão padronizados. Os valores da coluna dimensão frequência indicam o número de aquisições que as empresas realizaram. Na coluna Grupo o termo pré indica o período anterior à realização da primeira aquisição e o termo pós o período posterior. E.P são os erros padrão. Fonte: Dados da pesquisa, 2015. ** $p \leq 0,05$; *** $p \leq 0,01$.

Ao se analisar a Tabela 6, percebe-se que existem diferenças estatisticamente significativas entre os períodos de anteceder e suceder a realização de aquisições para, pelo menos, uma das variáveis representativas da história de aprendizagem, do ambiente e do desempenho empresarial. Os resultados indicaram que ao fazer quatro aquisições, a empresa aumenta o seu tamanho em, aproximadamente, 0,6 desvios padrão acima da média com um intervalo de confiança de 95%. O número de anos que o CEO participa do conselho também é alterado em 0,905 e 0,902 desvios padrão acima da média quando a empresa realiza 4 e 5 aquisições, respectivamente. Dessa forma, infere-se que a história de aprendizagem das empresas é influenciada pela dimensão comportamental frequência de aquisição.

Estes resultados estão mais bem ilustrados na Figura 2, em que linha preta indica os resultados da MANCOVA com medidas repetidas para o período pré aquisição e a linha tracejada para o período pós aquisição. As demais figuras apresentadas ao longo deste artigo possuem a mesma referência de legenda descrita para a Figura 2.

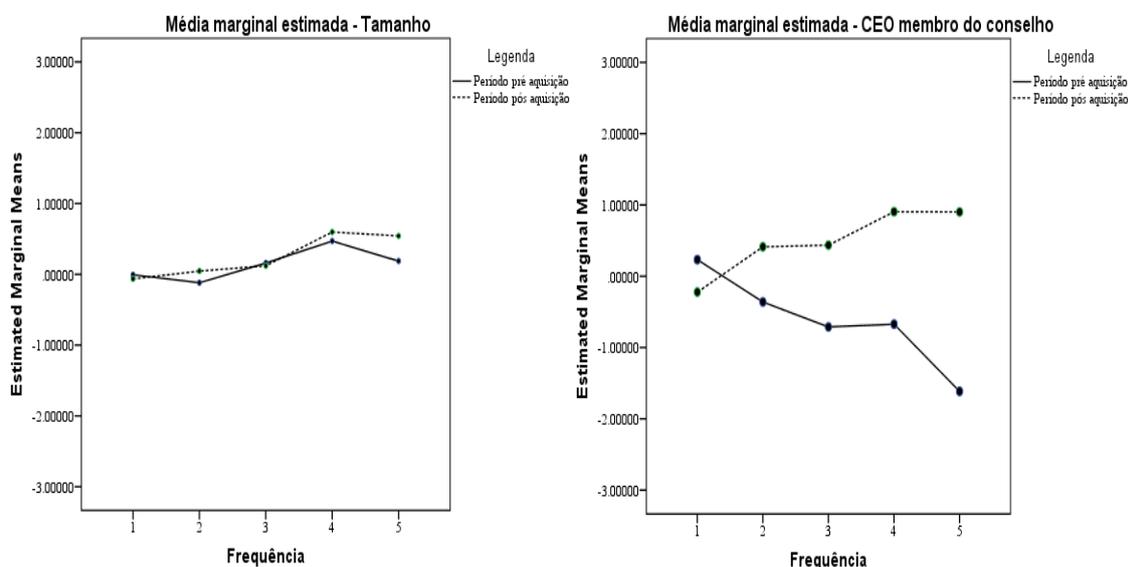


Figura 2. Médias marginais estimadas para tamanho e CEO membro do conselho para a dimensão frequência

Os resultados apresentados na Tabela 6 indicam também que o ambiente, especificamente a densidade de aquisições no mercado, é influenciado pela frequência de aquisições, o que é intuitivo. As empresas que mais adquirem exercem maior influência sobre a densidade, tanto que o maior valor da MANCOVA é para as

empresas que realizam 5 aquisições: especificamente 1,240 desvios padrão acima da média, com 95% de intervalo de confiança.

Apenas o desempenho econômico, representado pela variável *Q* de Tobin, foi influenciado pela dimensão comportamental frequência. Percebe-se que o maior nível de desempenho econômico, 1,844 desvios padrão acima média, é dado para as empresas que realizam 4 aquisições. Esses resultados podem ser observados nas ilustrações apresentadas na Figura 3. As variáveis que representam o desempenho financeiro, ou seja, o *market share* e o ROA, não foram significativas a nenhum dos níveis considerados.

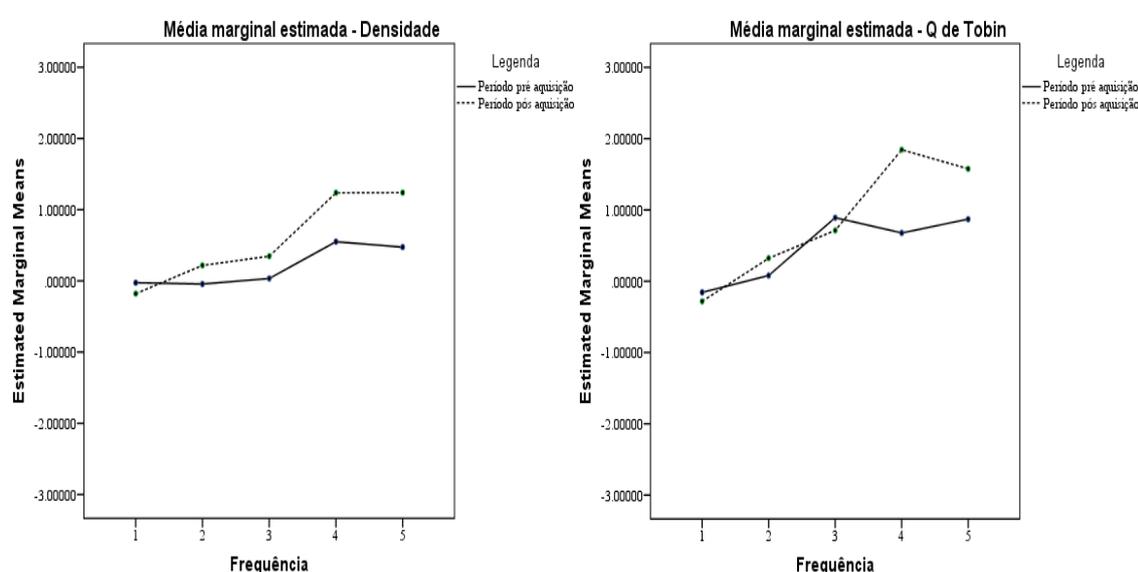


Figura 3. Médias marginais estimadas para densidade e *Q* de Tobin para a dimensão frequência

Os resultados apresentados na Tabela 6 e nas Figuras 2 e 3 sustentam a primeira hipótese desta pesquisa, ou seja, indicam a existência de efeitos significativos da dimensão comportamental frequência de aquisições sobre a modificação da história de aprendizagem, do ambiente e do desempenho econômico quando as características do cenário macro ambiental, da qualificação da frequência de aquisições e das demais dimensões do comportamento de aquisição são controlados.

A segunda e a terceira hipóteses desta pesquisa se referem à qualificação da dimensão comportamental frequência de aquisições. De forma específica, estas hipóteses preveem que o fato de uma empresa adquirir uma firma alvo no mercado que seja do seu mesmo setor de atividade tem efeitos significativos sobre a história de aprendizagem, ambiente e desempenho empresarial. Os resultados dos testes destas

hipóteses estão apresentados nas Tabelas 7 e 8. As covariáveis utilizadas nestes testes foram a SOX, a frequência, a força e a duração do comportamento de aquisição.

Quando a qualificação da dimensão comportamental frequência é a similaridade (Tabela 7), ou seja, a empresa-alvo adquirida é do mesmo setor de atividade da empresa adquirente, existem diferenças estatisticamente significativas para as medidas anteriores e posteriores à realização da aquisição para, pelo menos, uma das variáveis que representam a história de aprendizagem, o ambiente e o desempenho econômico financeiro.

Tabela 7:

MANCOVA com medidas repetidas para qualificação similar da dimensão frequência

Qualificação		Variáveis Independentes							
		Ceo Membro***		Densidade***		Q de Tobin**		Market Share**	
Similar	Grupo	Média	E.P	Média	E.P	Média	E.P	Média	E.P
1	pré	0,034	0,071	-0,021	0,075	-0,001	0,076	0,040	0,077
	pós	0,006	0,043	-0,008	0,073	0,06	0,074	-0,021	0,077
2	pré	0,003	0,197	0,103	0,209	0,029	0,210	-0,038	0,215
	pós	0,248	0,121	-0,081	0,204	-0,566	0,206	0,000	0,215
3	pré	0,285	0,390	-0,295	0,416	-0,237	0,418	-0,018	0,427
	pós	-0,295	0,240	0,833	0,405	-1,085	0,410	-0,116	0,427
4	pré	1,462	0,569	0,514	0,606	-0,374	0,610	0,045	0,622
	pós	-0,292	0,351	-0,388	0,591	-1,234	0,598	-0,045	0,622
5	pré	0,312	1,100	2,064	1,170	0,793	1,178	0,041	1,202
	pós	-0,279	0,677	-0,102	1,141	-3,207	1,154	0,399	1,201

Nota. Apenas as variáveis independentes que se apresentaram significativas a 1% e a 5% estão apresentadas. Os coeficientes da MANCOVA estão padronizados. Os valores da coluna qualificação similar indicam o número de aquisições similares que as empresas realizaram. Na coluna Grupo o termo pré indica o período anterior à realização da primeira aquisição e o termo pós o período posterior. E.P são os erros padrão. Fonte: Dados da pesquisa, 2015. ** $p \leq 0,05$; *** $p \leq 0,01$.

Ao se observar os resultados para a participação do CEO no conselho, percebe-se que as empresas que realizam mais aquisições similares, em relação àquelas que realizam menos, tem o CEO como membro do conselho por menos anos após a aquisição. A densidade de aquisições no mercado também é influenciada pela realização de aquisições similares.

A densidade somente é positivamente influenciada pelas aquisições similares quando se considera as empresas que realizaram três aquisições, com um aumento de 0,833 desvios padrão acima da média. Nos demais casos, o efeito das aquisições

similares é negativo sobre a densidade de aquisições no mercado. Esses resultados podem ser observados nas ilustrações apresentadas na Figura 4.

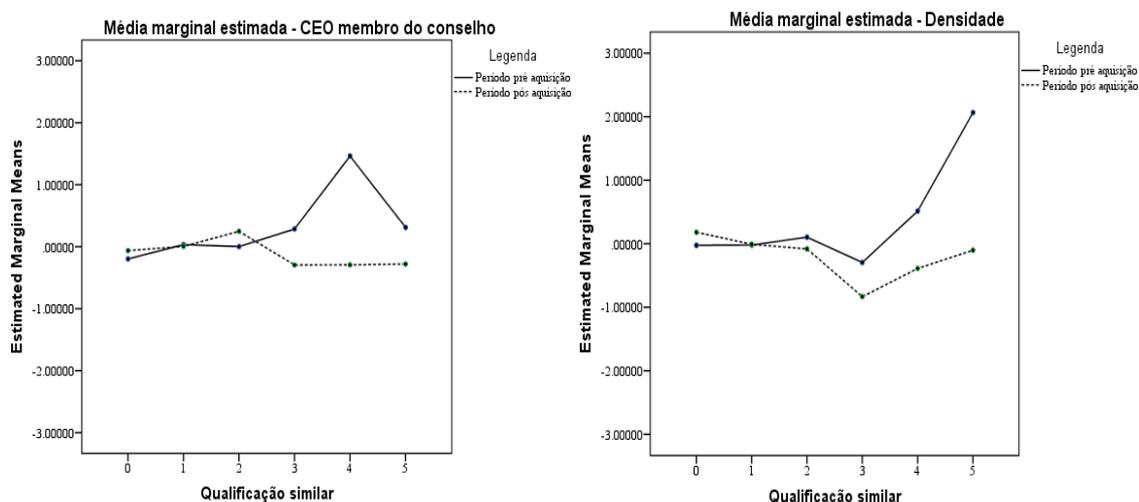


Figura 4. Médias marginais estimadas para CEO membro do conselho e densidade considerando a qualificação da dimensão frequência como similar

As variáveis Q de Tobin e $Market Share$, que representam o reforço/punição do comportamento de aquisição, foram influenciadas ao nível de significância de 5% pela frequência de aquisições quando esta é classificada como similar. Os resultados apresentados na Tabela 7 indicam que as empresas que realizam 5 aquisições geram um Q de Tobin 3,207 desvios padrão abaixo da média com um intervalo de confiança de 95%. Enquanto as empresas que realizam as mesmas 5 aquisições similares aumentam seu $market share$ em 0,399 desvios padrão acima da média (Figura 5).

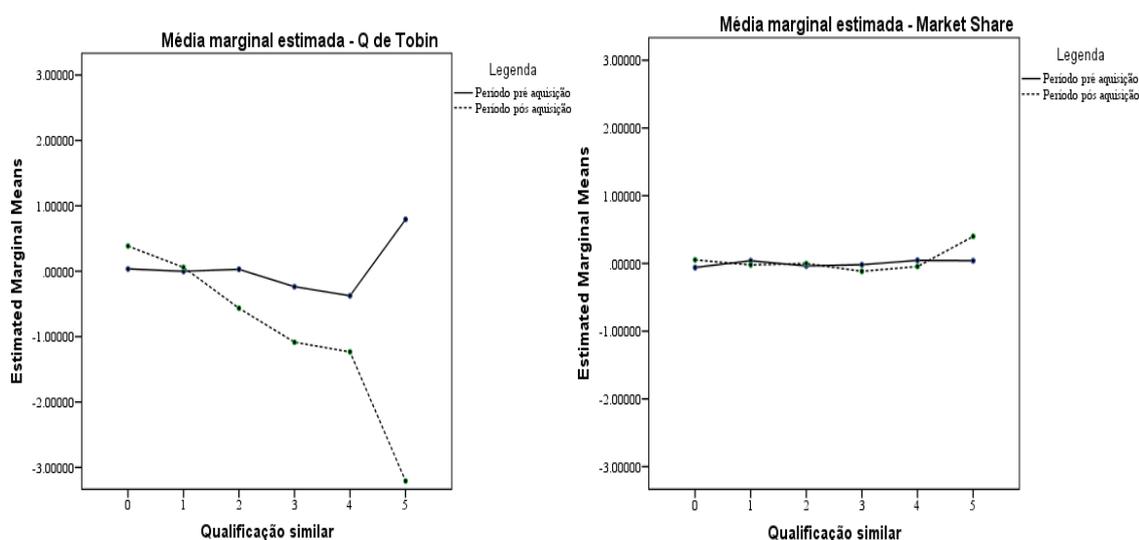


Figura 5. Médias marginais estimadas para o Q de Tobin e o $Market Share$ para a qualificação da dimensão frequência em similar

Esses resultados sustentam a hipótese 1 desta pesquisa ao demonstrar a existência de efeitos significativos da frequência de aquisições, quando esta é qualificada como similar, sobre a modificação da história de aprendizagem, do ambiente e do desempenho empresarial.

Em relação à terceira hipótese, ou seja, quando a dimensão comportamental frequência é qualificada como não similar, apenas uma variável do contexto ambiental, a densidade, apresentou-se significativa aos níveis considerados (Tabela 8).

Tabela 8:

MANCOVA com medidas repetidas para qualificação da similar da frequência

<i>Variável dependente</i>		<i>Variáveis Independentes</i>	
Qualificação		<i>Densidade***</i>	
Não similar	Grupo	Média	E.P
1	pré	0,036	0,129
	pós	-0,104	0,125
2	pré	-0,161	0,322
	pós	-0,494	0,313
3	pré	-0,037	0,538
	pós	-0,697	0,523
4	pré	0,65	1,124
	pós	-1,076	1,093
5	pré	-0,397	1,206
	pós	-1,438	1,173
<i>n</i>		317	

Nota. Apresentam-se as variáveis independentes que se apresentaram significativas a 1% e a 5%. Os valores da coluna qualificação não similar indicam o número de aquisições não similares. Na coluna Grupo o termo pré indica o período anterior à realização da primeira aquisição e o pós o período posterior. Os coeficientes da MANCOVA estão padronizados. E.P são os erros padrão. Fonte: Dados da pesquisa, 2015. ** $p \leq 0,05$; *** $p \leq 0,01$.

Este achado não sustenta a hipótese 1b desta pesquisa e está graficamente apresentado na Figura 6.

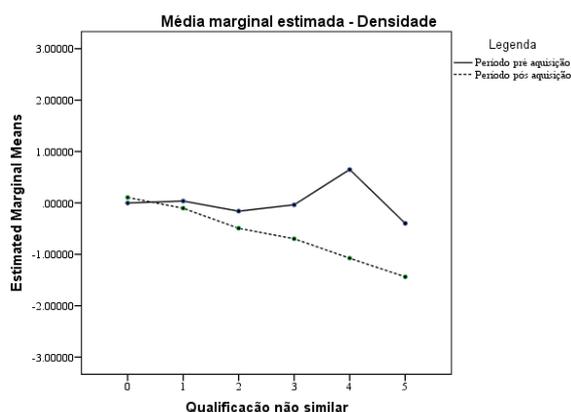


Figura 6. Médias marginais estimadas para a densidade considerando qualificação da dimensão frequência em não similar

A segunda dimensão comportamental analisada nesta pesquisa é a duração do comportamento de aquisição. Assim como ocorreu para a dimensão frequência, pelo menos uma das variáveis dependentes que representam a história de aprendizagem, o ambiente e o desempenho empresarial foram influenciadas pela dimensão duração aos níveis de 1% ou 5%.

A dimensão duração foi dicotomizada em função da média de tempo que todas as empresas da amostra levam para realizar aquisições; esta média foi de 2,7 anos. As empresas que ficaram abaixo dela, ou seja, que levam menos de 2,7 anos para realizar uma aquisição, estão categorizadas na Tabela 9 como 0; aquelas que levam mais do que 2,7 anos para realizar aquisições, ou seja, que estão acima da média, estão categorizadas como 1.

Tabela 9:

MANCOVA com medidas repetidas para dimensão comportamental duração

<i>Variável dependente</i>	Grupo	<i>Variáveis Independentes</i>									
		<i>CEO membro</i>		<i>Caixa</i>		<i>Receita do setor</i>		<i>Densidade</i>		<i>ROA</i>	
		Média	E.P	Média	E.P	Média	E.P	Média	E.P	Média	E.P
Dimensão 0 Duração	pré	0,244	0,066	0,123	0,066	0,252	0,066	0,105	0,068	-0,166	0,068
	pós	-0,557	0,049	0,032	0,068	0,173	0,068	0,046	0,066	-0,065	0,068
1	pré	-0,336	0,078	-0,169	0,078	0-,348	0,078	-0,145	0,080	0,229	0,080
	pós	0,767	0,058	-0,044	0,080	-0,238	0,080	-0,063	0,078	0,090	0,080
<i>n</i>		317		317		317		317		317	

Nota. Apenas as variáveis independentes que se apresentaram significativas a 1% e a 5% estão apresentadas. A coluna dimensão duração 0 refere-se às empresas que realizaram aquisições abaixo da média de tempo de 2,7 anos e o valor 1 às empresas que estão acima dessa média. Na coluna Grupo o termo pré indica o período anterior à realização da aquisição e termo pós o período posterior. Os coeficientes da MANCOVA estão padronizados. E.P são os erros padrão. Fonte: Dados da pesquisa, 2015. ** $p \leq 0,05$; *** $p \leq 0,01$.

No que se refere à história de aprendizagem, os resultados da MANCOVA com medidas repetidas indicaram que a participação do CEO no conselho é reduzida em 0,557 desvios padrão abaixo da média após a empresa realizar sua primeira aquisição quando a duração é menor do que 2,7 anos. Por outro lado, o número de anos que o CEO permanece no conselho após a realização da primeira aquisição é de 0,767 desvios

padrão acima da média para as empresas que realizam aquisições com duração acima da média, ou seja, em mais de 2,7 anos.

Em relação à variável caixa, os resultados indicam que as empresas cuja duração está abaixo da média têm caixa 0,032 desvios padrão acima da média após realizar a primeira aquisição. Enquanto aquelas que realizam aquisição com intervalo acima de 2,7 anos, após realizar o primeiro negócio, possuem caixa 0,044 desvios padrão abaixo da média. Esses resultados estão ilustrados na Figura 7. As retas de cor azul representam o período pré aquisição e as verdes o período pós.

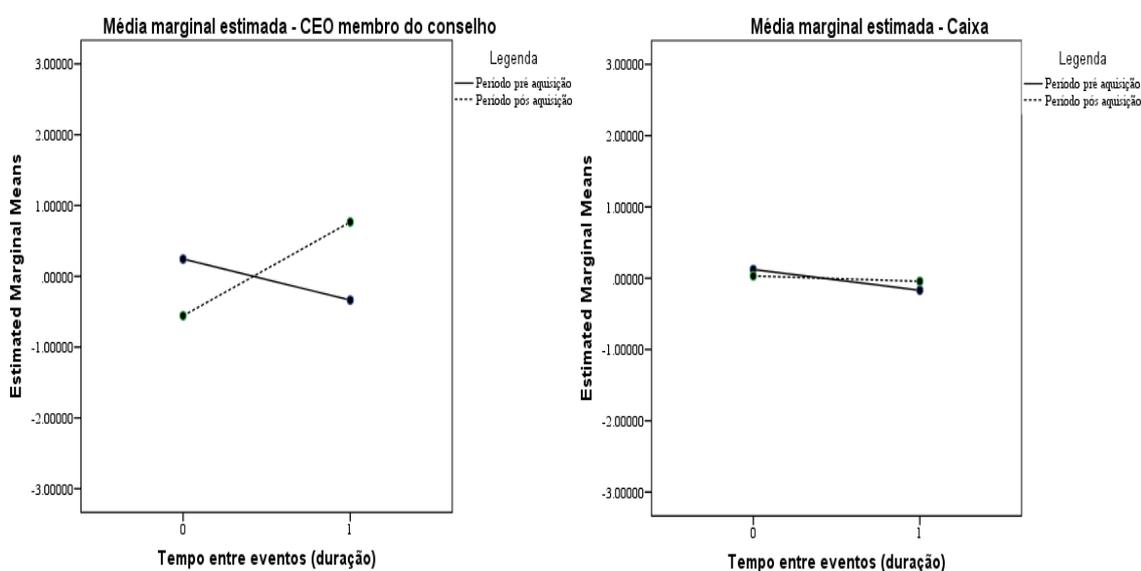


Figura 7. Médias marginais estimadas para CEO membro do conselho e caixa para a dimensão duração

Duas das variáveis dependentes que representam o ambiente foram influenciadas significativamente pela dimensão comportamental duração. A primeira delas é densidade de aquisições. A duração do comportamento de aquisições das empresas que estão abaixo da média de 2,7 anos gera uma densidade de aquisições 0,046 desvios padrão acima da média no período pós aquisição, enquanto aquelas que estão acima da média geram 0,063 desvios padrão abaixo da média.

A segunda variável ambiental influenciada pela dimensão duração é a receita do setor, que fica 0,173 desvios padrão acima da média para o período pós aquisição das empresas com duração do comportamento abaixo da média de 2,7 anos. Já quando a duração do comportamento está acima da média, a receita do setor apresentou 0,231

desvios padrão abaixo da média no período pós aquisição. Estes resultados também podem ser observados nas ilustrações dispostas na Figura 8.

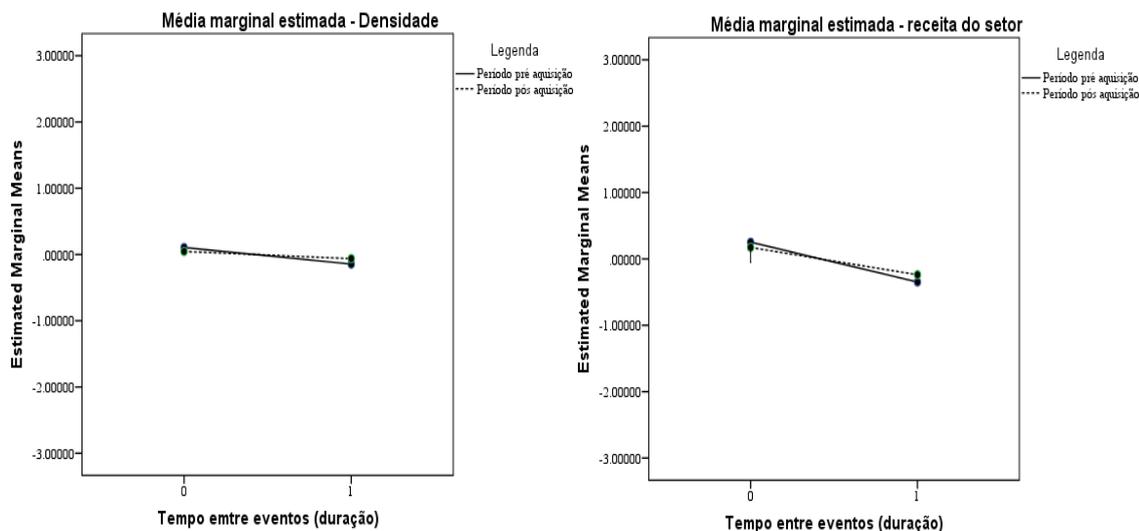


Figura 8. Médias marginais estimadas para densidade e receita do setor para a dimensão duração

A última variável dependente na análise da dimensão duração do comportamento de aquisição é o ROA. Os resultados apresentados na última coluna da Tabela 9 e na Figura 9 indicam que, se uma empresa fizer uma aquisição em um intervalo abaixo de 2,7 anos, o seu ROA é aumentado. Assim como, que se o intervalo de tempo for superior a 2,7 anos, o valor desta variável é reduzido.

Os resultados apresentados para a dimensão duração sustentam a segunda hipótese desta pesquisa, que prevê a existência de efeitos significativos da duração do comportamento de aquisição sobre a modificação da história de aprendizagem, do ambiente e do desempenho empresarial.

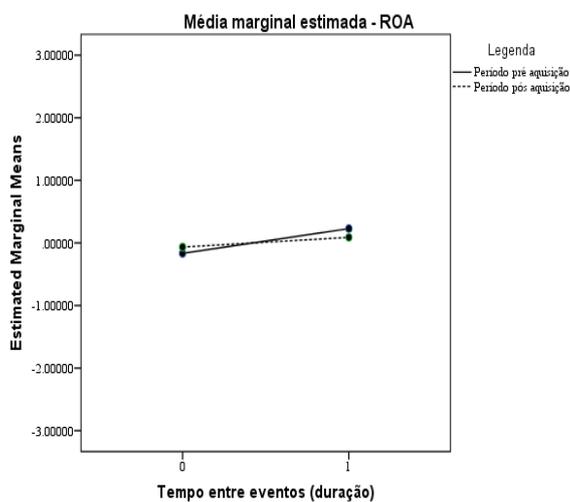


Figura 9. Média marginal estimada para o ROA para a dimensão duração

Por fim, a última hipótese desta pesquisa está relacionada à dimensão força do comportamento de aquisição. Apenas uma variável da história de aprendizagem da empresa, a participação do CEO no conselho, apresentou-se significativa aos níveis considerados para a análise (Tabela 10).

Tabela 10:

MANCOVA com medidas repetidas para dimensão comportamental força ou magnitude

<i>Variável dependente</i>	Grupo	<i>Variável independente</i>	
		<i>CEO membro**</i>	
		Média	E.P
Dimensão 0 Força	pré	0,090	0,053
	pós	-0,022	0,033
1	pré	-0,367	0,111
	pós	-0,091	0,069
<i>n</i>		317	

Nota. Apenas as variáveis independentes que se apresentaram significativas a 1% e a 5% estão apresentadas. Na coluna dimensão força o valor 0 indica que o investimento na aquisição está abaixo da média e o valor 1 que está acima. Os coeficientes da MANCOVA estão padronizados. E.P são os erros padrão. Na coluna Grupo o termo pré indica o período anterior à realização da aquisição e termo pós o período posterior. Fonte: Dados da pesquisa, 2015. ** $p \leq 0,05$; *** $p \leq 0,01$.

A força do comportamento de aquisição foi mensurada a partir da divisão do valor dos ativos da empresa-alvo pelo valor dos ativos da empresa adquirente. Para dicotomizar essa variável calculou-se a média de seus valores para as empresas que fazem parte do mesmo setor de atuação (SIC de dois dígitos). Com isso, para cada empresa da amostra, atribuiu-se o valor 0 para as empresas cuja força do comportamento está abaixo da média da força do comportamento do setor e o valor 1 para aquelas que estão acima da média (Tabela 10).

Os resultados da Tabela 10 indicam que o número de anos que o CEO permanece no conselho após a empresa realizar a primeira aquisição é de 0,022 desvios padrão abaixo da média para as empresas cuja força do comportamento de aquisição está abaixo da média da força do comportamento de aquisição do setor. Para as empresas cuja força do comportamento está acima da média do setor o número de anos

de permanência do CEO no conselho é 0,091 desvio-padrão abaixo da média. Este achado está ilustrado na Figura 10.

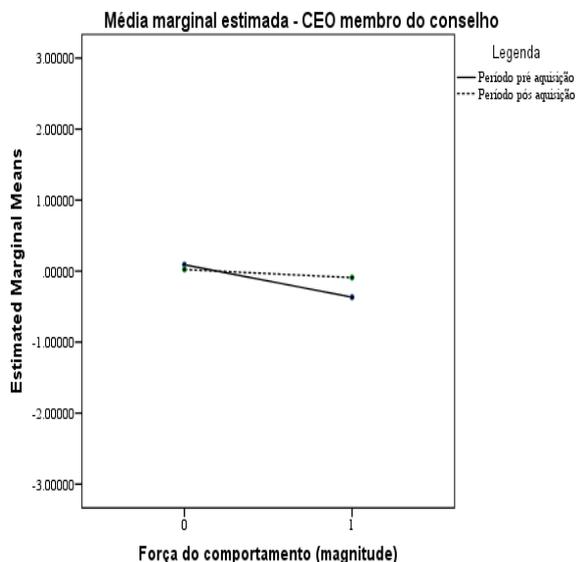


Figura 10. Médias marginais estimadas para CEO membro do conselho para a dimensão força

Pelo exposto, a quinta e última hipótese desta pesquisa não foi sustentada. Nenhuma das variáveis ambientais e de desempenho empresarial foi influenciada pela força do comportamento de aquisição. No tópico a seguir, os resultados descritos nesta seção são discutidos.

3.5 Discussão

Os resultados deste artigo demonstraram que a frequência e a duração do comportamento de aquisição modificam a história de aprendizagem, o ambiente (cenário) e desempenho econômico-financeiro das empresas. Enquanto a força do comportamento de aquisição modifica somente a história de aprendizagem das firmas.

Especificamente, no que se refere à dimensão frequência, os resultados indicaram que quando a empresa realiza quatro (4) aquisições, em média, o seu tamanho, o número de anos que o CEO permanece no conselho, a densidade de aquisições no setor e o desempenho econômico-financeiro, quanto a métrica é o *Q de Tobin*, são aumentados. Esse resultado é suportado pela teoria comportamental, a partir do momento que demonstrou que a história de aprendizagem da firma, o ambiente e o desempenho econômico-financeiro (reforço/punição) são impulsionados pelo

comportamento de aquisição, assim como ocorre no nível individual (ver como exemplo, Abib, 2001; Skinner, 1965).

Ao se observar os resultados que se referem ao *Q de Tobin*, percebe-se que o valor dessa variável vai aumentando, gradativamente, para as empresas que realizam de uma (1) a quatro (4) aquisições e decresce para aquelas que realizam cinco (5). Essa evidência sugere que existe um limite a partir do qual a frequência de aquisições passa a gerar uma consequência com estímulos punitivos.

Quando se analisa a qualificação da frequência do comportamento de aquisição, percebe-se que os gestores das empresas que realizam aquisições similares permanecem menos tempo no conselho após a empresa concretizar a primeira aquisição. Identifica-se também que as firmas que se envolvem em aquisições similares têm seu *Q de Tobin* reduzido após realizar a primeira aquisição.

Esse resultado empírico corrobora a conjectura teórica de que comportamento da firma depende da relação entre o resultado observado (consequências) e as aspirações que a empresa tinha em relação a esse resultado (Levitt & March, 1988). Assim, pode-se entender a redução do tempo de permanência do gestor como membro do conselho, após a empresa ter realizado aquisições que reduziram o seu *Q de Tobin* (estímulo punitivo), como uma forma de punição.

Os resultados da análise da dimensão duração demonstraram que o comportamento de aquisição é reforçado, ou seja, gera um desempenho empresarial positivo, quando a duração deste comportamento é inferior ao período de 2,7 anos.

Esse resultado está de acordo com as evidências da literatura psicológica de que, se a prática de uma tarefa por um indivíduo é espaçada demais, o esquecimento ocorre (Ebbinghaus, 1885; Izquierdo, 2002). Assim, demonstrou-se neste artigo que o mesmo acontece no contexto das aquisições. Especificamente, apresentou-se evidências empíricas de que quando o intervalo entre as aquisições é superior a 2,7 anos o efeito da aprendizagem em aquisições deixa de ter efeito positivo sobre o desempenho econômico-financeiro das firmas.

A última dimensão analisada foi a força ou magnitude do comportamento de aquisição. Os resultados dessa análise indicaram que apenas a participação do CEO no conselho é influenciada por esta dimensão. Demonstrou-se que quanto maior a força ou magnitude do comportamento, menos tempo o CEO permanece como membro do conselho de administração.

Embora nenhuma das métricas de desempenho econômico-financeiro tenha apresentado coeficientes significativos nas análises dessa dimensão, acredita-se que a redução da permanência do gestor como membro do conselho ocorra em função de estímulos punitivos de comportamento anteriores (ver, como exemplo, Skinner, 2007). Especificamente, as maiores aquisições podem ser percebidas como eventos mais importante do que as menores, e caso o desempenho obtido seja positivo, pode aumentar a confiança do adquirente mais do que um resultado semelhante obtido a partir de uma menor aquisição (Haleblian, Kim e Rajagopalan, 2006). Por outro lado, caso o desempenho obtido seja negativo, pode gerar como consequências estímulos punitivos.

3.6 Considerações Finais

Esta pesquisa verificou os efeitos de cada dimensão do comportamento de aquisição sobre as variáveis dependentes que foram representadas pela história de aprendizagem, ambiente e desempenho econômico-financeiro (reforço/punição) das firmas. A MANCOVA com medidas repetidas permitiu que se considerasse cada dimensão do comportamento de aquisição como um tipo de “intervenção” que empresa recebeu.

De uma forma geral, os resultados desta pesquisa permitem inferir que a análise do comportamento de aquisição pode ser suportada pelos aspectos do behaviorismo psicológico. Principalmente, no que se refere às dimensões comportamentais frequência e duração.

Embora todas as análises aqui realizadas sejam relevantes para uma melhor compreensão do comportamento de aquisição, a principal contribuição gerada por este artigo está em demonstrar que o desempenho econômico-financeiro das empresas está associado não só à frequência do comportamento de aquisição, mas também à duração desse comportamento. Especificamente, foram apresentadas evidências empíricas de que as empresas que possuem maior desempenho econômico-financeiro, quando a métrica é o *Q de Tobin*, são aquelas que realizaram quatro (4) aquisições no intervalo de tempo de 2,7 anos.

Esse resultado possui uma importante implicação gerencial, pois pode auxiliar o processo de aprendizagem em aquisições ao apresentar parâmetros sobre a frequência e o tempo que uma empresa leva para aprender a adquirir.

Todavia, apenas relações lineares foram apresentadas neste artigo, fato que se constitui em uma primeira limitação. Dessa forma, sugere-se que novas pesquisas analisem relação entre a frequência de aquisições e a duração desses eventos sob uma ótica longitudinal. Assim como, os efeitos da interação entre essas duas dimensões sobre o desempenho das empresas.

Uma segunda limitação está relacionada à análise da dimensão força ou magnitude do comportamento de aquisição. Dentre as hipóteses testadas nesta pesquisa, a que tinha essa dimensão como variável independente não foi suportada. Acredita-se que esse fato se deve à métrica de força ou magnitude do comportamento utilizada. Assim, sugere-se que futuros trabalhos investiguem essa dimensão do comportamento de aquisição a partir de outras métricas.

4 Terceira Pesquisa. Cada uma a seu Modo e a seu Tempo! Como as Adquirentes Frequentes Aprendem a Adquirir

4.1 Introdução

As aquisições corporativas são eventos complexos que falham por vários motivos. Entre outras coisas, a firma adquirente pode selecionar uma empresa-alvo errada e não gerir bem o processo de integração. Esses fatores ajudam a explicar por que grande parte das aquisições geram retornos nulos ou negativos para as firmas adquirentes, fazendo com que a literatura as intitule de “masoquistas e sádicas” (Hayward, 2002).

Todavia, tanto a imprensa de negócios quanto os estudiosos que analisam as aquisições sob a ótica das teorias de aprendizagem têm, frequentemente, insinuado que as empresas que adquirem frequentemente ganham experiência e aprimoram suas habilidades para lidar melhor com esses eventos (Haleblian & Finkelstein, 1999; Fowler & Schmidt, 1989). Consequentemente, as adquirentes frequentes podem apresentar resultados positivos ou melhores do que aquelas empresas sem nenhuma experiência.

Nesse sentido, o termo adquirente frequente possui um forte apelo intuitivo. A principal razão, sob a ótica da teoria de aprendizagem comportamental^{viii}, é que a repetição de uma ação (experiência ou frequência de ocorrência) em contextos estimuladores resulta no refinamento e na melhoria dos resultados obtidos com essa ação (ver, por exemplo, Levitt & March, 1988; Nelson & Winter, 1982).

No entanto, as evidências empíricas apresentadas ainda são mistas. Parte dos pesquisadores não encontram relações positivas entre a experiência em aquisições e o desempenho das empresas (Hayward, 2002; Kusewitt, 1985; Zollo e Singh, 2000). Outra parte evidenciou relações positivamente significativas (Fowler & Schmidt, 1989). Estes achados sugerem que contingências importantes estão em jogo e, portanto, que são necessárias mais pesquisas sobre essa temática (Barkema & Schijven, 2008).

Uma possível explicação para esses resultados contraditórios é que boa parte das pesquisas que analisam a experiência em aquisições adotam uma perspectiva de curva de aprendizagem que prevê retornos positivos para o acúmulo de experiência organizacional (ver, como exemplo, Amburgey & Miner, 1992; Baum, Li & Usher, 2000). Assim, o efeito depreciativo do tempo sobre o processo de aprendizagem é

desconsiderado. A presunção de que a aprendizagem em aquisições está associada à experiência implica que o conhecimento adquirido em eventos anteriores persiste ao longo tempo, mas há pouca evidência de que isso se concretize.

No nível individual, por exemplo, há evidências na literatura psicológica de que, se a prática de uma tarefa por um indivíduo é interrompida e, retomada após um intervalo longo de tempo, o esquecimento ocorre (Ebbinghaus, 1885; Izquierdo, 2002). Esse fato também é verdadeiro nos contextos operacionais no nível organizacional. As evidências empíricas demonstraram que as empresas aprendem fazendo, ou seja, ao repetir uma mesma ação, mas quando há um intervalo longo de tempo até que a prática da ação seja retomada, o desempenho empresarial é inferior àquele do momento em que a prática da ação foi interrompida (por exemplo, ver Kolers 1976). Especificamente, sob a ótica comportamental é possível que a experiência (ou frequência) e o tempo (ou duração), duas dimensões comportamentais, podem interagir para melhor explicar as consequências de um determinado comportamento.

Acredita-se que essas constatações também sejam válidas para contextos estratégicos, em particular para as aquisições corporativas. Neste artigo, entende-se o desempenho econômico-financeiro das adquirentes frequentes como uma consequência do comportamento de aquisição. Assim, sugere-se que a presunção de que o processo de aprendizagem em aquisições perdura ao longo do tempo constitui-se em um dos principais motivos por trás dos resultados discrepantes sobre a relação entre experiência em aquisições e o desempenho econômico-financeiro das firmas.

Todavia, esta inferência é apenas uma intuição que precisa de análises sistemáticas para ser confirmada, e este é o objetivo desta pesquisa que se propõe a responder ao seguinte questionamento: *A experiência em aquisições e o tempo entre os eventos interagem para explicar o desempenho econômico-financeiro das firmas adquirentes?*

Especificamente, objetiva-se descobrir se a experiência em aquisições tem efeito positivo sobre o desempenho econômico-financeiro das firmas. Se sim, por quanto tempo esse efeito perdura. Se não, quais são as implicações do efeito da experiência para as firmas no longo prazo.

Ao atender a esses objetivos, esta pesquisa gera duas contribuições principais. A primeira delas é incorporar à literatura, por meio de uma abordagem comportamental,

uma análise dos efeitos da experiência em aquisições sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas, que leva em consideração os efeitos do tempo.

A segunda contribuição é no sentido de ajudar a desmistificar a ideia de que as empresas adquirentes são “masoquistas e sádicas” em função de se envolverem em atividades de aquisições. Espera-se apresentar evidências empíricas de que as adquirentes frequentes podem obter benefícios por se engajar em aquisições ao aprender com a experiência em eventos anteriores. Assim como, de que o desempenho econômico-financeiro negativo pode ser atribuído ao intervalo de tempo entre a realização das aquisições, o que é passível de ação gerencial e pode ser modificado.

O artigo está estruturado em cinco seções, incluindo esta introdução. Na sequência, apresenta-se a literatura correlata ao tema, a partir da qual as hipóteses de pesquisa são desenvolvidas. A terceira seção apresenta a metodologia e, em seguida, expõem-se os resultados, a discussão e as considerações finais da pesquisa.

4.2 Teoria e Hipótese da Pesquisa

Nesta seção, apresentam-se os principais aspectos teóricos relacionados à aprendizagem organizacional e sua aplicação no contexto das aquisições corporativas. Desenvolve-se também a hipótese da pesquisa.

4.2.1 A aprendizagem organizacional e as aquisições corporativas

A aprendizagem organizacional é um processo dinâmico e interativo no qual as empresas se envolvem em experiências, fazem inferências e armazenam o material inferido para utilizar posteriormente (Levitt e March, 1988). Um dos conceitos centrais da teoria de aprendizagem é que o comportamento das firmas é guiado por rotinas que são sustentadas pela experiência (ver, por exemplo, Levitt & March, 1988; Nelson & Winter, 1982).

As rotinas são programas de ação que refletem a experiência prévia de uma organização com uma tarefa específica (Nelson & Winter, 1982). A aprendizagem com base na experiência fundamenta-se no pressuposto de que a repetição da ação leva a uma maior experiência, aumentando a confiança e reduzindo as incertezas à medida que a compreensão e a capacidade de execução das rotinas melhoram (Levitt & March, 1988). Dessa forma, é possível que a experiência promova criação de valor para as empresas por meio de seus efeitos sobre a criação e transferência de conhecimento, e

por induzir mudanças nas estratégias e estruturas organizacionais (Cyert e March, 1963; Levitt & March, 1988).

As rotinas muitas vezes desempenham um papel crucial na formulação das opções estratégicas de uma empresa, completando, ou mesmo substituindo, regras calculistas de tomada de decisões estratégicas formais (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006). Empiricamente, retornos positivos para a acumulação de experiência operacional são uma das descobertas mais robustas na literatura de aprendizagem organizacional (Argote, 1999) e, a cada dia, aparecem evidências empíricas de que o mesmo vale para ações estratégicas, como é o caso das aquisições corporativas.

Todavia, a ideia de aprendizagem baseada em rotinas, utilizada pelos pesquisadores no campo das aquisições, presume que os efeitos do conhecimento perduram ao longo do tempo, o que pode não ser verdade. A própria definição de rotinas (Levitt & March, 1988; Nelson & Winter, 1982) conjectura a sustentação da aprendizagem a partir da experiência. Assim, é provável que a análise das aquisições sob uma perspectiva temporal, que considere os intervalos de tempo entre as sucessivas aquisições realizadas por uma empresa, gere resultados interessantes, que é o que se pretende obter com este estudo.

Para tanto, os aspectos relacionados à conservação e à recordação da aprendizagem, inerentes ao conceito de memória organizacional, advindos das teorias de aprendizagem comportamental, são a base teórica que sustenta esta pesquisa.

Reconhece-se que grande parte do discurso sobre a memória organizacional é metafórico. Todavia, cada vez mais os estudiosos têm demonstrado que as questões fundamentais sobre os diferentes tipos de aprendizagem e sua manutenção dentro de uma estrutura de memória podem ser abordados empiricamente no contexto organizacional (ver, por exemplo, Argote, Beckman & Epple, 1990; Spender, 1996).

Assim, embora se reconheça que a aprendizagem organizacional depende parcialmente das características da memória dos indivíduos, esta pesquisa foca na análise dos aspectos da história de aprendizagem ou da memória organizacional, assim como foi feito por Levitt e March (1988) e Spender (1996). Para tanto, os efeitos da mudança de gestor e do *turnover* de empregados serão controlados nos modelos empíricos estimados.

4.2.2 A memória organizacional: ação, experiência e recordação

A concepção de aprendizagem baseada em rotinas presume que as lições oriundas da experiência organizacional são mantidas e acumuladas dentro das rotinas. Regras, procedimentos, tecnologias, crenças e culturas são conservadas por meio de sistemas de socialização e controle que são recuperados por meio de mecanismos de atenção dentro de uma estrutura de memória organizacional. Tais instrumentos não só registram a história da organização, mas também moldam o seu futuro caminho, que é dependente dos processos pelos quais a memória é mantida e consultada (Levitt & March, 1988). Os registros possuem o intuito de demonstrar normas de boa prática profissional dentro da organização, ou seja, de apresentar percepções de "como as coisas são feitas por aqui" (Levitt & March, 1988).

Walsh e Ungson (1991) definem memória organizacional como as informações armazenadas a partir da história de uma organização que podem ser recuperadas e exercidas sobre as decisões presentes. Nesse contexto, a memória organizacional se constitui em um componente crítico do processo de aprendizagem (Hendry, 1996). Todavia, pouco se sabe sobre os detalhes pelos quais a experiência organizacional é armazenada em uma estrutura de rotinas, mas claramente esse é um processo que produz diferentes tipos de rotinas em diferentes situações e é apenas parcialmente bem-sucedido em impor a consistência interna em memórias organizacionais (Levitt & March, 1988).

Nem tudo é gravado. A transformação da experiência em rotinas e o registro dessas rotinas envolvem custos, que são sensíveis à tecnologia da informação. Uma observação comum é que a tecnologia baseada em sistemas computacionais incentiva a automação de rotinas, reduzindo sensivelmente os custos de gravá-las. Mesmo assim, uma parte da experiência não é gravada simplesmente porque os custos são muito altos (Levitt & March, 1988). Além disso, as organizações são relutantes em codificar a aprendizagem ou gerar inferências de atividades que não esperam repetir (Hayward, 2002).

Dessa forma, a menos que as implicações da experiência tenham sido transferidas de quem a experimentou para aqueles que não o fizeram, as lições da história da aprendizagem ou memória organizacional são susceptíveis de serem perdidas (Levitt & March, 1988). Argote, Beckman e Epple (1990) vão além desses aspectos em suas inferências sobre a memória organizacional. Para estes autores, mesmo que a

aprendizagem tenha sido devidamente registrada, a perda de memória ainda pode existir nos casos em que a organização demora a utilizar uma rotina, o que a torna menos disponível. A disponibilidade está associada com a frequência de uso de uma rotina e com o tempo decorrido após seu uso. As rotinas utilizadas recentemente, ou aquelas operadas com mais frequência, são mais facilmente evocadas do que aquelas acessadas com pouca frequência (Levitt & March, 1988).

Em outras palavras, a aprendizagem é adquirida e sustentada pela experiência, mas não resiste aos efeitos depreciativos do tempo (Argote, Beckman & Epple, 1990). Estes argumentos, construídos com base na literatura de aprendizagem comportamental, são utilizados a partir de agora para o desenvolvimento da hipótese desta pesquisa.

4.2.3 Efeitos da experiência em aquisições sobre o desempenho da firma em função do tempo decorrido entre os eventos

Nos dois tópicos anteriores foram discutidos os aspectos centrais da aprendizagem baseada em rotinas e sustentada pela experiência, assim como as características da memória organizacional. A partir de agora, estes argumentos são utilizados em uma proposta que visa relacionar a experiência em aquisições com o nível de desempenho das empresas em função do tempo.

A experiência em processos de aquisição pode levar ao desenvolvimento e refinamento de rotinas associadas a fazer aquisições (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006). A empresa pode acumular experiência gradativamente, conforme realiza aquisições, até o ponto em que consegue melhorar o desempenho relacionado a esta ação (ver, por exemplo, Levitt & March, 1988). Em outras palavras, mesmo que, inicialmente, os resultados obtidos com a aquisições sejam negativos, a repetição da ação pode levar a um melhor desempenho (efeito construção da experiência) (ver, por exemplo, Levitt & March, 1988).

No entanto, para que isso ocorra, a empresa precisa conseguir fazer inferências a partir das aquisições anteriores, o que pode não ser possível caso o intervalo de tempo entre a aquisição anterior e o novo negócio seja longo. Isso porque, quando a empresa demora a utilizar uma rotina, existe a chance de que ela se torne indisponível (efeito perda de memória), perdendo ou reduzindo, conseqüentemente, seu efeito positivo sobre o desempenho da nova aquisição (ver, como exemplo, Argote, Beckman & Epple, 1990).

Esse argumento gera a intuição de que existe um dado limite de tempo e de número de aquisições para que as empresas consigam obter benefícios por se engajar nesse tipo de estratégia. Assim, espera-se que durante a fase inicial de construção da experiência, ou seja, enquanto a empresa está aprendendo a fazer aquisições, o reflexo dessa experiência no desempenho da firma seja negativo.

Em seguida, o reflexo da aprendizagem sobre o desempenho passa a ser positivo, pois a empresa já possui conhecimento suficiente para realizar novas aquisições que sejam factíveis de gerar melhores resultados (Aktas, Bodt & Roll, 2013; Hayward, 2002). Esta suposição se respalda no fato de que na concepção de aprendizagem sustentada pela experiência está implícita a ideia de aprender por tentativa e erro. Assim, a empresa vai ajustando a rotina em função das consequências dos negócios anteriores até que consiga obter um melhor resultado (Gavetti & Levinthal, 2000).

Com o passar do tempo, no entanto, o conhecimento obtido em eventos anteriores começa a se perder (efeito perda de memória) e a empresa não consegue mais obter os benefícios da experiência, ou seja, quando o intervalo de tempo se torna longo, os efeitos da experiência sobre o valor da empresa passam a ser neutros (ver, por exemplo, Aktas, Bodt & Roll, 2013; Argote, Beckman & Epple, 1990; Hayward, 2002). Essas suposições originam a hipótese central desta pesquisa:

H1: A relação entre experiência em aquisições e o desempenho da firma se molda em uma função quadrática com o termo original de experiência negativo e o termo quadrado positivo quando as aquisições são realizadas em curtos intervalos de tempo.

4.3 Metodologia

Para responder ao problema proposto neste estudo, realizou-se uma pesquisa via quase experimento, em que algumas empresas foram selecionadas para compor o grupo experimental (amostra de aquisições), e outras para compor o grupo de controle (amostra de controle). A hipótese da pesquisa foi testada por meio de dados longitudinais, que englobam o intervalo de tempo entre janeiro de 1996 e dezembro de 2013.

4.3.1 Amostra e Coleta de Dados

As empresas que compõem a amostra desta pesquisa são americanas não financeiras de capital aberto. Os dados necessários para os testes empíricos foram obtidos em duas diferentes bases de dados e posteriormente combinados. As informações sobre as aquisições e suas características foram coletadas na *Thomson Financial's SDC Database*. As informações financeiras e de mercado sobre todas as empresas das amostras foram obtidas na base de dados *Compustat*.

Para formar a amostra de empresas adquirentes, foram selecionados todos os negócios codificados como fusão ou aquisição de participação majoritária anunciados e concluídos no período entre 1º de janeiro de 1996 e 31 de dezembro de 2013^{ix}. Estes dados foram obtidos na *Thomson Financial's SDC Database*.

Dentre as empresas identificadas, foram mantidas na amostra apenas aquelas em que o adquirente controlava menos de 50% das ações da empresa-alvo antes da data do anúncio e passaram a controlar mais de 90% das ações após a aquisição. Além disso, com base em estudos anteriores (Bena & Li, 2014), exigiu-se que: (1) o valor do negócio fosse igual ou maior que US\$ 1 milhão (em dólares constantes de 1996), a fim de eliminar as transações economicamente insignificantes; (2) a transação fosse incondicional e completa; (3) as empresas adquirentes não fizessem parte do setor financeiro (*Standard Industry Classification* – SIC de 6.000-6.999) e nem do setor de utilidades (SIC de 4900-4999^x); e (4) as empresas adquirentes tivessem, pelo menos, três anos de dados financeiros anteriores às datas de anúncio disponíveis na base de dados *Compustat*. Com esses filtros, a amostra ficou composta por 1.286 empresas, que, no total, realizaram 1.984 aquisições.

Para formar a amostra de controle, levou-se em consideração uma das principais críticas aos estudos sobre aquisição: o fato de muitas vezes as empresas adquirentes serem comparadas a outras que não captam as perspectivas da firma caso não houvesse o negócio, levando a estimativas tendenciosas (Bena & Li, 2014).

Visando minimizar esse problema de heterogeneidade da amostra, para formar o grupo de controle, utilizou-se o pareamento por escore de propensão (*propensity score matching*), um método que visa reduzir o viés de seleção pela busca de empresas similares ou pareadas em termos de características observáveis (Rosenbaum & Rubin, 1983).

Para tanto, baixou-se da base de dados *Compustat* todas as empresas ativas no período entre 1996 e 2013. Posteriormente, excluiu-se desse grupo de empresas aquelas já identificadas como adquirentes na *Thomson Financial's SDC Database*. A partir dessas informações, iniciou-se o processo de pareamento por meio do software Stata 12.

Inicialmente, as empresas adquirentes foram combinadas com as não adquirentes por setor (SIC de dois dígitos)^{xi} e, sequencialmente, pelos escores de propensão estimados a partir do tamanho e dos índices *book-to-market*. Especificamente, para cada aquisição anunciada no ano t foram identificadas no mínimo duas (2) e no máximo três (3) potenciais empresas adquirentes (correspondentes) na base de dados *Compustat* que não tinham realizado nenhuma aquisição. Como muitas empresas adquirentes foram excluídas da amostra de aquisições em função dos filtros utilizados, estas estavam sujeitas a compor o grupo de controle. Para evitar problemas nas análises, tomou-se o cuidado de verificar se as empresas pareadas do grupo de controle não tinham se envolvido em aquisições nos três anos anteriores ao ano focal observado.

O B/M foi incluído nas características de pareamento em função de captar os principais condutores das aquisições: oportunidades de crescimento (Bena & Li, 2014), sobrevalorização (Shleifer & Vishny, 2003; Bena & Li, 2014, Rhodes-Kropf & Viswanathan, 2004) e complementaridade de recursos (Bena & Li, 2014; Rhodes-Kropf & Robinson, 2008).

Em função dos procedimentos utilizados, os grupos experimental e de controle tornaram-se comparáveis e quaisquer diferenças observáveis entre esses grupos podem ser consideradas pequenas e devidas ao erro de chance. Tecnicamente, assegurando que a estimativa do resultado contra factual é imparcial (Roberts & Whited, 2013), ou seja, que as estimativas dos resultados das empresas adquirentes, caso essas não tivessem se envolvido em aquisições, e dos resultados das empresas da amostra de controle, caso estas tivessem realizado aquisições, não são enviesadas.

Após o pareamento, obteve-se uma amostra final com 5.108 empresas, compondo um painel desbalanceado de informações ao longo de 18 anos. Todos os dados de mercado e contábeis foram *winsorizados* ao nível de 5%, como uma forma de eliminar os efeitos dos *outliers*.

4.3.2 Variáveis da pesquisa

4.3.2.1 Variáveis dependentes

Desempenho econômico-financeiro. As variáveis de desempenho representam as consequências do comportamento de aquisição que podem ser tanto reforçadoras quanto punitivas. Dada a importância de medir com precisão o desempenho das empresas neste estudo, foram utilizadas três variáveis: a primeira está relacionada ao mercado financeiro, o *Q de Tobin*; a segunda, uma métrica de desempenho financeiro baseada em medidas contábeis, o retorno sobre os ativos (ROA); e a terceira, a participação de mercado (*Market Share*), uma medida relacionada baseada à competição no mercado consumidor.

O *Q de Tobin* foi mensurado a partir da divisão do valor de mercado da firma pelo valor contábil dos ativos (Morck, Sheifer & Vishny, 1988; Villalonga, 2004). O ROA foi mensurado pela divisão do lucro operacional antes da depreciação pelos ativos totais e o *Market Share* pela divisão do faturamento bruto de uma empresa pelo faturamento bruto de todas as empresas do setor (Ghosh, 2004).

Segundo Ghosh (2004), embora se reconheça que o aumento da participação de mercado é maior para as aquisições relacionadas, o aumento também é significativo para as aquisições não-relacionadas. Assim, esta pesquisa não faz distinção entre aquisições relacionadas e não relacionadas nas análises quando a variável dependente é o *Market Share*.

4.3.2.2 Variáveis Independentes e de controle

Experiência em aquisições. Esta variável foi mensurada a partir da contagem sequencial do número de vezes que o comportamento de aquisição (adquirir outra firma) se manifesta em uma organização ao longo do tempo

Variáveis de controle. As variáveis de controle desta pesquisa referem-se à história de aprendizagem da firma e ao ambiente. Seguindo a literatura sobre o tema (Argote, Beckman & Epple, 1990; Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006; Hayward, 2002), foram incluídas quatro variáveis de controle para capturar as características que podem influenciar o fluxo de caixa das empresas e, conseqüentemente, o seu desempenho. Estas variáveis são o tamanho da empresa, mensurado pelo logaritmo dos ativos totais; as despesas de capital, despesas de capital divididas pelo ativo total; a

alavancagem, dívidas de longo prazo divididas pelo valor total da firma; e o caixa, mensurado pela soma do montante em caixa com os investimentos de curto prazo. No caso específico do *Q de Tobin*, o ROA (divisão dos lucros antes dos juros, impostos, depreciação e amortização pelo total dos ativos) foi inserido como variável de controle, em função de potencial efeito sobre o valor da firma no mercado.

Conforme mencionado no referencial teórico, são reconhecidos potenciais efeitos da mudança de gestor e do *turnover* de empregados sobre o processo de aprendizagem e manutenção do conhecimento. Todavia, esta pesquisa foca suas análises sobre a memória da organização. Para tanto, os efeitos da mudança de gestor e do *turnover* de empregados serão controlados. Inseriu-se uma variável representativa da mudança de gestor, *dummy* em que 1 indica que o gestor da empresa mudou e 0 indica o contrário, e uma variável que representa o *turnover* de empregados, mensurada pela variação ano a ano do número de empregados.

O índice Herfindahl, mensurado por meio da soma dos quadrados dos *Market Shares* individuais das firmas participantes do mercado dentro de um dado setor (SIC de dois dígitos) (Ghosh, 2004), também foi inserido como uma variável de controle. No caso específico da variável dependente *Market Share*, foram controlados os efeitos dos gastos com propaganda e publicidade, pois estes podem ter um efeito positivo sobre o aumento das vendas da empresa e, conseqüentemente, influenciar o aumento do valor da variável dependente. Por fim, foram inseridas *dummies* de tempo e da empresa para controlar os efeitos fixos do tempo e da firma nos modelos, assim como a variável dependente defasada em um período.

4.3.3 Modelagem econométrica

Para testar a hipótese desta pesquisa, foram estimados modelos por mínimos quadrados ordinários (OLS) com dados longitudinais para cada uma das variáveis dependentes, *Q de Tobin*, ROA e *Market Share*. Antes de iniciar a estimação dos modelos, foram realizados testes para verificar a adequabilidade do modelo OLS.

Os primeiros testes indicaram a presença de heterocedasticidade (teste Breusch-Pagan) e autocorrelação (teste de Wooldridge). Como forma de superar esses problemas, aplicou-se erros padrão robustos agrupados no nível da firma. Calculou-se também o fator de inflação da variância (VIF) das variáveis preditoras dos modelos. Em nenhum dos casos os resultados indicaram a presença de multicolinearidade.

Como forma de minimizar possíveis problemas de variáveis omitidas, considerando a heterogeneidade não observada, optou-se por estimar os modelos com efeitos fixos. Para confirmar a adequabilidade dessa escolha, utilizou-se o teste de Hausman (1978). Especificamente, estimou-se os modelos OLS com efeitos fixos e com efeitos aleatórios, considerando os resultados do teste para Hausman (1978) para definir o mais adequado.

Os resultados significativos do teste ($p\text{-value} < 0.00$) permitiram rejeitar a hipótese nula e aceitar que o modelo de efeitos fixos é mais apropriado, já que há fortes evidências de que os efeitos específicos das firmas no modelo de efeitos aleatórios são correlacionados com as variáveis explicativas.

A hipótese da pesquisa prevê uma relação entre a experiência em aquisições e o desempenho da empresa em função do intervalo de tempo decorrido entre a ocorrência das aquisições. Para que se pudesse capturar essa relação, os modelos foram estimados dentro de três grupos criados a partir da separação das empresas em função do tempo que elas levam para realizar uma nova aquisição (tempo entre os eventos).

Para tanto, seguindo trabalhos com tema semelhante (Aktas, Bodt & Roll, 2013; Hayward, 2002), o tempo entre os eventos (duração do comportamento) foi mensurado pela diferença entre o ano do anúncio de uma determinada aquisição e o ano de anúncio da aquisição que a antecede. Como algumas empresas da amostra realizaram apenas uma aquisição e outras não realizaram nenhuma (amostra de controle), no primeiro caso, a duração se refere ao número de anos entre a data do anúncio da aquisição e a data do primeiro registro da empresa na base de dados (Hayward, 2002).

Já no segundo caso, a duração é igual ao número de anos que a empresa aparece na base de dados. Isso por que não se pode afirmar que as empresas da amostra de controle não realizaram aquisições antes do período considerado para as análises desta pesquisa. Pelo contrário, é mais provável que elas, em algum momento, tenham se envolvido em eventos desse tipo (Hayward, 2002).

Para criar os grupos de análise em função da duração do comportamento de aquisição calculou-se a mediana desta variável a partir dos dados das empresas que fazem parte do mesmo setor a cada ano, cujo valor para a amostra total foi de, aproximadamente, 3,02 anos. Com essa informação, criou-se uma variável categórica, em que 1 indica que a duração do comportamento de aquisição da empresa estava abaixo da mediana da duração do setor, 2 sinaliza que estava na mediana e 3 informa

que estava acima da mediana do setor. Sequencialmente, os modelos foram estimados dentro de cada um desses grupos de tempo e para cada variável dependente, conforme o modelo básico apresentado na Equação 4.

$$Desempenho_{i,t} = \alpha + \beta_1 experi\acute{e}ncia_{i,t-1} + \beta_2 experi\acute{e}ncia_{i,t-1}^2 + \beta_3 HA_{it} + \beta_4 CA_t + D^i + D^t + \varepsilon_{i,t}, \quad (4)$$

em que $Desempenho_{i,t}$ indica cada uma das variáveis dependentes da pesquisa, Q de Tobin, ROA e $Market Share$, para empresa i no tempo t ; $experi\acute{e}ncia_{i,t-1}$ e $\beta_2 experi\acute{e}ncia_{i,t-1}^2$ representam o número de aquisições realizadas pelas empresas até $t-1$ e o seu termo quadrado; HA_{it} são as variáveis de controle relacionadas à história de aprendizagem da empresa i no tempo t ; CA_t são as variáveis de controle ambientais; D^i e D^t são *dummies* de tempo e de empresa.

4.4 Resultados

As estatísticas descritivas e as correlações para as variáveis preditoras e de controle utilizadas no estudo estão expostas na Tabela 11. As médias e desvios padrão estão apresentados para a amostra total e também separados para a amostra de empresas adquirentes e de não adquirentes. As correlações entre as variáveis são, relativamente, baixas e os testes iniciais não demonstraram problemas de multicolinearidade.

Tabela 11:

Estatísticas descritivas e correlações para variáveis-chave da pesquisa

Variáveis	Amostra total		Adquirentes		Não adquirentes		1	2	3	4	5	6	7	8
	Média	s.d.	Média	s.d.	Média	s.d.								
1.Tamanho	6,67	1,98	6,91	1,80	6,66	1,99	1,00							
2.Alavancagem	0,16	0,16	0,14	0,15	0,16	0,17	0,29	1,00						
3.Caixa	0,09	0,09	0,08	0,09	0,09	0,10	-0,21	-0,26	1,00					
4.Despesas de capital	0,07	0,18	0,05	0,06	0,07	0,19	-0,01	0,02	-0,08	1,00				
5.Herfindahl index	0,07	0,06	0,07	0,06	0,07	0,07	0,05	0,07	-0,13	0,03	1,00			
6.Mudança de CEO	0,08	0,26	0,09	0,29	0,08	0,26	0,11	0,01	-0,03	-0,01	0,01	1,00		
7.Turnover de empregados	-1,97	1,39	-1,67	1,20	-1,99	1,40	0,02	0,01	-0,01	0,00	0,00	0,00	1,00	
8.Experiência	0,28	0,66	1,56	0,94	0,23	0,60	0,15	0,00	0,01	-0,03	-0,04	0,02	0,00	1,00

Nota. As estatísticas descritivas referem-se à amostra total com 47.639 observações. Fonte: Dados da pesquisa, 2015.

Os principais resultados relacionados aos testes da hipótese de pesquisa estão descritos nos quatro subtópicos apresentados a seguir. Primeiro, relatam-se os resultados referentes à variável dependente *Q de Tobin* e, na sequência, ao *Market Share* e ao ROA, respectivamente.

Para cada variável dependente são apresentadas duas Tabelas. Na primeira, apenas a variável experiência é considerada em conjunto com as variáveis de controle. Na segunda, o termo quadrado da variável experiência é inserido para que seja possível encontrar evidências da relação curvilínea entre a experiência em aquisições e o desempenho das empresas.

Todos os modelos foram estimados dentro dos três grupos de análise identificados em função do tempo entre eventos (duração), conforme foi detalhado no tópico 4.3.3 deste artigo. Assim, cada Tabela é composta por três modelos. O primeiro mostra os resultados que se referem à influência da experiência sobre o valor da firma para aquelas empresas que realizaram aquisições com intervalos de tempo abaixo da mediana do tempo em que suas concorrentes o fizeram.

Os modelos 2 e 3, respectivamente, relatam os resultados para as empresas que realizaram aquisições na mediana do tempo em que as empresas do mesmo setor realizam (terceira e quarta colunas) e acima da mediana (quinta e sexta colunas).

4.4.1 Principais resultados para a variável dependente *Q de Tobin*

O coeficiente da variável experiência, quando a variável dependente é o *Q de Tobin*, foi negativamente significativo (*p-valor* < 0.05) para o grupo de empresas que realizaram aquisição em intervalos de tempo abaixo da mediana do setor (Tabela 12). Nos demais grupos de tempo analisados, ou seja, acima e abaixo da mediana de tempo, a experiência não foi significativa em nenhum dos níveis considerados.

Tabela 12Resultados com a variável dependente *Q de Tobin* sem o termo quadrado de experiência

Variáveis	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3	
	<i>Intervalo de tempo abaixo da mediana</i>		<i>Intervalo de tempo na mediana</i>		<i>Intervalo de tempo acima da mediana</i>	
Q de Tobin <i>t-1</i>	0,100***	(0,019)	0,009	(0,037)	0,172***	(0,006)
Tamanho	-0,196***	(0,027)	-0,180**	(0,063)	-0,183***	(0,008)
Alavancagem	-0,330***	(0,021)	-0,438***	(0,040)	-0,352***	(0,006)
Caixa	-0,160***	(0,017)	-0,191***	(0,037)	-0,233***	(0,006)
ROA	0,164***	(0,020)	0,099**	(0,040)	0,140***	(0,006)
Despesas de capital	0,030	(0,019)	0,023	(0,039)	0,003	(0,006)
Mudança de CEO	0,059**	(0,022)	-0,075	(0,053)	0,033***	(0,007)
<i>Turnover</i> de empregados	-0,093**	(0,051)	0,070	(0,109)	-0,061***	(0,018)
<i>Herfindahl index</i>	0,000	(0,000)	-0,000**	(0,000)	0,000	(0,000)
Experiência em aquisições	-0,058**	(0,082)	0,026	(0,212)	-0,036	(0,093)
Efeitos fixos da firma	<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>	
Efeitos fixos do tempo	<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>	
<i>n</i>	5.613		2.444		37.818	
<i>R² ajustado</i>	0,53		0,51		0,38	

Nota. Os modelos foram estimados por mínimos quadrados ordinários com efeitos fixos com dados em painel. Os coeficientes das regressões estão padronizados. Entre parênteses estão os erros padrão robustos à heterocedasticidade e agrupados ao nível da firma. Fonte: Dados da pesquisa, 2015. * $p \leq 0,10$; ** $p \leq 0,05$; *** $p \leq 0,01$.

Na Tabela 13 encontram-se os resultados quando o termo quadrado da variável experiência é inserido. Ao se observar os resultados do modelo 1, nota-se que o coeficiente do termo original da variável experiência em aquisições é negativo e o seu termo quadrado é positivo, ambos significativos (p -valor < 0.05).

Tabela 13Resultados com a variável dependente *Q de Tobin* com o termo quadrado de experiência

Variáveis	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3	
	<i>Intervalo de tempo abaixo da mediana do setor</i>		<i>Intervalo de tempo na mediana do setor</i>		<i>Intervalo de tempo acima da mediana do setor</i>	
Q de Tobin <i>t-1</i>	0,100***	(0,023)	0,009	(0,030)	0,172***	(0,009)
Tamanho	-0,196***	(0,035)	-0,180***	(0,064)	-0,183***	(0,015)
Alavancagem	-0,332***	(0,033)	-0,437***	(0,048)	-0,352***	(0,014)
Caixa	-0,161***	(0,019)	-0,192***	(0,050)	-0,233***	(0,031)
ROA	0,164***	(0,016)	0,099	(0,061)	0,140***	(0,019)
Despesas de capital	0,031	(0,019)	0,023	(0,042)	0,003	(0,011)
Mudança de CEO	-0,100	(0,068)	0,070	(0,089)	-0,061***	(0,022)
<i>Turnover</i> de empregados	0,00	(0,000)	-0,000	(0,000)	0,000	(0,000)
<i>Herfindahl index</i>	0,056**	(0,026)	-0,075	(0,050)	0,033**	(0,015)
Experiência	-0,297**	(0,145)	0,090	(0,2720)	0,034	(0,251)
Experiência ²	0,208**	(0,100)	-0,064	(0,115)	-0,075	(0,242)
Efeitos fixos da firma	<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>	
Efeitos fixos do tempo	<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>	
<i>n</i>	5.613		2.443		37.814	
<i>R</i> ² ajustado	0,53		0,51		0,46	

Nota. Os modelos foram estimados por mínimos quadrados ordinários. Os coeficientes das regressões estão padronizados. Entre parênteses estão os erros padrão robustos à heterocedasticidade e agrupados ao nível da firma. Fonte: Dados da pesquisa, 2014. * $p \leq 0,10$; ** $p \leq 0,05$; *** $p \leq 0,01$.

Nos modelos 2 e 3, intervalos de tempo na mediana e acima da mediana, estes coeficientes não foram significativos. Estes resultados sustentam a hipótese da pesquisa, a qual afirma que a relação entre a experiência em aquisições e o desempenho da firma se molda em uma função quadrática com o termo original da variável experiência negativo e o termo quadrado positivo quando as aquisições são realizadas em menores intervalos de tempo.

4.4.2 Principais resultados para a variável dependente *Market Share*

Os sumários das regressões estimadas para a variável *Market Share* estão apresentados na Tabela 14. O coeficiente da experiência em aquisições foi positivo e significativo no modelo 1 (p -valor < 0.01), ou seja, para o grupo de empresas que realizaram aquisições abaixo da mediana do setor, assim como para o grupo de empresas que realizam aquisições acima da mediana do setor (p -valor < 0.05). No

modelo 2, grupo de empresas que realizaram aquisições na mediana do setor, a experiência em aquisições não foi significativa em nenhum dos níveis considerados.

Tabela 14

Resultados com a variável dependente *Market Share* sem o termo quadrado de experiência

Variáveis	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3	
	<i>Intervalo de tempo abaixo da mediana</i>		<i>Intervalo de tempo na mediana</i>		<i>Intervalo de tempo acima da mediana</i>	
Market share t-1	0,000	(0,010)	-0,002	(0,026)	-0,004	(0,004)
Tamanho	0,599***	(0,031)	0,568***	(0,059)	0,546***	(0,009)
ROA	0,198***	(0,021)	0,161***	(0,042)	0,210***	(0,007)
Cash	-0,058***	(0,0170)	-0,095*8*	(0,035)	-0,076***	(0,006)
Herfindahl index	-0,005	(0,0300)	0,022	(0,065)	-0,055***	(0,010)
Publicidade e Propaganda	0,126***	(0,036)	0,057	(0,100)	0,084***	(0,0160)
Mudança de gestor	-0,025	(0,0590)	0,067	(0,107)	0,038	(0,021)
<i>Turnover</i> de Empregados	0,000***	(0,000)	0,000	(0,000)	0,000	(0,000)
Experiência em aquisições	0,213***	(0,086)	0,165	(0,208)	0,465**	(0,138)
Efeitos fixos da firma	<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>	
Efeitos fixos do tempo	<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>	
<i>n</i>	5.789		2.546		39.085	
<i>R</i> ² ajustado	0,56		0,49		0,30	

Nota. Os modelos foram estimados por mínimos quadrados ordinários. Os coeficientes das regressões estão padronizados. Entre parênteses estão os erros padrão robustos à heterocedasticidade e agrupados ao nível da firma. Fonte: Dados da pesquisa, 2014. * $p \leq 0,10$; ** $p \leq 0,05$; *** $p \leq 0,01$.

Na Tabela 15, encontram-se os resultados dos modelos estimados para a variável dependente *Market Share* com a inserção da variável experiência e do seu termo quadrado. Apenas no modelo 3, ou seja, no intervalo de tempo acima da mediana, coeficientes da variável destas variáveis foram significativos.

Tabela 15

Resultados com a variável dependente *Market Share* com o termo quadrado de experiência

Variáveis	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3	
	<i>Intervalo de tempo abaixo da mediana</i>		<i>Intervalo de tempo na mediana</i>		<i>Intervalo de tempo acima da mediana</i>	
Market share t-1	0,000	(0,010)	-0,003	(0,026)	-0,004	(0,004)
Tamanho	0,598***	(0,0310)	0,568***	(0,058)	0,546***	(0,009)
ROA	0,199***	(0,021)	0,162***	(0,042)	0,210***	(0,007)
Cash	-0,058***	(0,017)	-0,094***	(0,035)	-0,076***	(0,006)
Herfindahl index	-0,006	(0,030)	0,021	(0,064)	-0,055***	(0,010)
Publicidade e Propaganda	0,1267***	(0,036)	0,054	(0,100)	0,084***	(0,016)
Mudança de gestor	-0,028	(0,059)	0,061	(0,106)	0,038***	(0,021)
<i>Turnover</i> de Empregados	0,000***	(0,000)	0,000	(0,000)	0,000	(0,000)
Experiência em aquisições	0,095	(0,144)	-0,231	(0,481)	1.169***	(0,423)
Experiência em aquisições ²	0,104	(0,109)	0,396	(0,447)	-0,749**	(0,435)
Efeitos fixos da firma	<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>	
Efeitos fixos do tempo	<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>	
<i>n</i>	5.789		2.546		39.085	
<i>R</i> ² ajustado	0,56		0,49		0,30	

Nota. Os modelos foram estimados por mínimos quadrados ordinários. Os coeficientes das regressões estão padronizados. Entre parênteses estão os erros padrão robustos à heterocedasticidade e agrupados ao nível da firma. Fonte: Dados da pesquisa, 2014. * $p \leq 0,10$; ** $p \leq 0,05$; *** $p \leq 0,01$.

Os resultados encontrados quando a métrica de desempenho é o *Market share* não sustentam a hipótese da pesquisa, a qual prevê que a relação entre a experiência em aquisições e o desempenho da firma se molda em uma função quadrática com o termo original da variável experiência negativo e o termo quadrado positivo quando as aquisições são realizadas em menores intervalos de tempo. Pelo contrário, demonstrou uma relação curvilínea inversa ao que a hipótese prevê e para o grupo de empresas que realizou aquisições em intervalos de tempo superiores à mediana do setor.

4.4.3 Principais resultados para a variável dependente ROA

Na Tabela 16, estão relatados os resultados dos modelos estimados para a variável dependente ROA. É possível observar que em nenhum dos modelos a variável experiência foi significativa.

Tabela 16

Resultados com a variável dependente ROA sem o termo quadrado de experiência

Variáveis	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3	
	<i>Intervalo de tempo abaixo da mediana</i>		<i>Intervalo de tempo na mediana</i>		<i>Intervalo de tempo acima da mediana</i>	
ROA t-1	-0,000	(0,097)	-0,246**	(0,135)	-0,063***	(0,020)
Tamanho	-0,065	(0,065)	0,219**	(0,101)	0,166***	(0,019)
Alavancagem	-0,237***	(0,032)	-0,244***	(0,072)	-0,196***	(0,011)
Cash	-0,122***	(0,029)	-0,104	(0,069)	-0,089***	(0,011)
Despesas de Capital	0,141***	(0,038)	0,033	(0,077)	0,115***	(0,012)
Herfindahl index	-0,049***	(0,050)	-0,147*	(0,102)	-0,050***	(0,015)
Mudança de gestor	-0,044	(0,076)	-0,114	(0,230)	-0,051	(0,035)
Turnover de Empregados	0,000***	(0,000)	0,000	(0,000)	0,000**	(0,000)
Experiência em aquisições	0,075	(0,060)	0,116	(0,218)	-0,020	(0,066)
Efeitos fixos da firma	<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>	
Efeitos fixos do tempo	<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>	
<i>n</i>	5.616		2.445		37.829	
<i>R² ajustado</i>	0,30		0,24		0,15	

Nota. Os modelos foram estimados por mínimos quadrados ordinários. Os coeficientes das regressões estão padronizados. Entre parênteses estão os erros padrão robustos à heterocedasticidade e agrupados ao nível da firma. Fonte: Dados da pesquisa, 2014. * $p \leq 0,10$; ** $p \leq 0,05$; *** $p \leq 0,01$.

Na Tabela 17, apresentam-se os resultados para a variável ROA com a inserção da variável experiência e do seu termo quadrado. Os resultados do modelo 1 indicam que, no intervalo de tempo abaixo da mediana, o coeficiente do termo original da variável experiência em aquisições é significativo (p -valor < 0.05). Já o seu termo quadrado não apresentou significância em nenhum dos níveis considerados.

Nos modelos 2 e 3, intervalos de tempo na mediana e acima da mediana, os coeficientes da experiência e do seu termo quadrado não foram significativos. Este resultado, ao contrário daquele em que o *Q de Tobin* era a variável dependente, não sustenta a hipótese central desta pesquisa.

Tabela 17

Resultados com a variável dependente ROA com o termo quadrado de experiência

Variáveis	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3	
	<i>Intervalo de tempo abaixo da mediana</i>		<i>Intervalo de tempo na mediana</i>		<i>Intervalo de tempo acima da mediana</i>	
ROA t-1	0,170***	(0,022)	0,103**	(0,048)	0,342***	(0,006)
Tamanho	-0,110***	(0,033)	-0,014	(0,064)	-0,050***	(0,009)
Alavancagem	-0,216***	(0,023)	-0,293***	(0,047)	-0,183***	(0,007)
Cash	-0,092***	(0,021)	-0,084*	(0,046)	-0,075***	(0,0060)
Despesas de Capital	0,140***	(0,024)	0,103**	(0,050)	0,059***	(0,0070)
Herfindahl index	-0,056**	(0,027)	-0,000	(0,063)	-0,043***	(0,007)
Mudança de gestor	0,020	(0,062)	0,053	(0,109)	-0,036	(0,046)
Turnover de Empregados	-0,000***	(0,000)	0,0187	(0,104)	-0,030	(0,046)
Experiência em aquisições	-0,073**	(0,034)	-0,161	(0,135)	-0,066	(0,021)
Experiência em aquisições ²	-0,000	(0,030)	0,00	(0,00)	-0,000	(0,000)
Efeitos fixos da firma	<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>	
Efeitos fixos do tempo	<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>	
<i>n</i>	5.615		244		37.754	
<i>R</i> ² ajustado	0,53		0,24		0,25	

Nota. Os modelos foram estimados por mínimos quadrados ordinários. Os coeficientes das regressões estão padronizados. Entre parênteses estão os erros padrão robustos à heterocedasticidade e agrupados ao nível da firma. Fonte: Dados da pesquisa, 2014. * $p \leq 0,10$; ** $p \leq 0,05$; *** $p \leq 0,01$.

Conforme relatado, inicialmente, a experiência em aquisições não exerceu impacto sobre o ROA das empresas adquirentes. Após a inserção do termo quadrado desta variável preditora, uma relação significativamente negativa foi evidenciada. Este fato levou a uma análise detalhada das estatísticas descritivas do ROA para as adquirentes frequentes em relação às empresas da amostra de controle (Tabela 18). Ao se observar os resultados dessa análise, percebe-se uma diferença estatisticamente significativa entre os desvios padrão do ROA das empresas adquirentes e das não adquirentes (p -valor < 0.00).

Tabela 18

Estatísticas descritivas do ROA

	Média	s.d	Mínimo	Máximo
Não adquirentes	0,067	0,325	-29,409	18,973
Adquirentes	0,109	0,163	-3,116	0,918
Teste comparação de média e de variância	t=-16,25	f=3,96***		

Nota. Fonte: Dados da pesquisa, 2014. * $p \leq 0,10$; ** $p \leq 0,05$; *** $p \leq 0,01$.

O desvio padrão das adquirentes frequentes foi substancialmente menor do que o das empresas que não se envolveram em aquisições durante o período em análise. Este resultado sugere que, embora os efeitos da experiência em aquisições tenham sido negativos sobre o ROA das empresas, as adquirentes frequentes podem ter taxas de retorno menos voláteis, ou seja, menor rentabilidade pode estar associada com menor volatilidade.

Um dos objetivos desta pesquisa é o de investigar as implicações a longo prazo para as empresas nas situações nas quais o efeito da experiência em aquisições sobre o desempenho econômico-financeiro das firmas fosse negativo. Para atender a esse propósito foram realizadas análises detalhadas da relação entre a experiência em aquisições e o ROA das empresas, conforme se passa a descrever.

4.4.4 Análises do efeito da experiência em aquisições sobre o ROA

Como forma de se obter resultados mais robustos sobre os efeitos da experiência em aquisições sobre o ROA, analisaram-se o padrão de persistência e a variabilidade desta variável dependente. A persistência se refere à manutenção do valor do ROA ao longo do tempo, e a variabilidade corresponde ao coeficiente de variação do ROA ao longo do período em análise.

Para análise da persistência do ROA, foi construída uma variável que relaciona o sinal dessa variável, positivo ou negativo, com sua magnitude em relação à média do setor (SIC de dois dígitos), acima ou abaixo da média do setor. Para tanto, foi criada uma variável *dummy* na qual 1 indica que o ROA da empresa é positivo ($ROA > 0$) e 0 que é negativo ($ROA < 0$). Sequencialmente, a cada ano, o ROA da empresa foi categorizado em função da média do ROA do setor. Criou-se uma nova variável *dummy* em que 1 indica que o ROA da empresa está acima da média do setor e 0 que está

abaixo. Posteriormente, essas duas variáveis foram cruzadas, conforme se observa na matriz 2x2 disposta na Figura 11, para que se pudesse criar uma nova variável com quatro categorias, representadas por cada um dos quadrantes da matriz.

		<i>Magnitude do ROA da empresa em relação à média do setor</i>	
		<i>ROA acima da média do setor</i>	<i>ROA abaixo da média do setor</i>
<i>Sinal do ROA da empresa</i>	<i>ROA Positivo (ROA > 0)</i>	Positivo e acima da média do setor (1)	Positivo e abaixo da média do setor (2)
	<i>ROA Negativo (ROA < 0)</i>	Negativo e acima da média do setor (3)	Negativo e abaixo da média do setor (4)

Nota. Fonte: Elaborado pelos autores, 2014.

Figura 11 - Matriz 2x2 da relação entre sinal e magnitude do ROA em relação ao setor

No primeiro quadrante da matriz, positivo e acima da média do setor, relacionam-se o ROA positivo com o ROA acima da média do setor (alto), indicando a situação na qual o ROA da empresa é positivo ($ROA > 0$) e está acima da média do ROA das empresas do mesmo setor. No segundo quadrante, positivo e abaixo da média do setor, relacionam-se o ROA positivo com o ROA abaixo da média do setor (baixo), ou seja, situação na qual o ROA da empresa é positivo ($ROA > 0$), mas está abaixo da média do ROA das empresas do mesmo setor.

No terceiro quadrante, negativo e acima da média do setor, o ROA negativo está relacionado com o ROA acima da média do setor, representando a situação na qual a empresa possui um retorno sobre os ativos negativo, mas acima da média do setor. Por fim, no quarto e último quadrante, negativo e abaixo da média do setor, está a relação entre ROA negativo e o ROA abaixo da média do setor, ou seja, situação na qual as empresas possuem retorno dos ativos menor do que zero e abaixo da média do setor.

Sequencialmente, verificou-se se as empresas alternavam entre as categorias ao longo tempo, originando a variável persistência, uma *dummy* em que 1 indica que a empresa permanece no mesmo quadrante de $t - 1$ para t e 0 que a empresa mudou de quadrante.

Por fim, estimou-se uma regressão, por meio de um modelo logit com dados em painel, dentro de cada um dos quadrantes da matriz, a fim de verificar se a experiência em aquisições influencia a persistência dos retornos dos ativos da empresa. A variável dependente binária no modelo é a persistência, a variável independente é a experiência em aquisições, e as variáveis de controle são: tamanho da firma, alavancagem, caixa, despesas de capital, *Herfindahl index*, despesas com pesquisa e desenvolvimento, *turnover* de empregados e mudança de gestor. Os resultados desta regressão estão expostos na Tabela 19.

Tabela 19

Sumários das regressões que captam a persistência do ROA

Variáveis	Modelo 1		Modelo 2		Modelo3		Modelo 4	
	Quadrante 1 - Roa positivo e alto		Quadrante 2 - Roa positivo e baixo		Quadrante 3 - Roa negativo e alto		Quadrante 4- Roa negativo e baixo	
Tamanho	0,022	(0,017)	0,000	(0,021)	-0,040	(0,210)	0,021	(0,037)
Alavancagem	0,048***	(0,014)	0,011	(0,019)	0,081	(0,158)	-0,005	(0,032)
Cash	-0,019	(0,014)	-0,010	(0,018)	-0,365**	(0,170)	-0,048	(0,033)
Despesas de Capital	-0,037**	(0,015)	0,014	(0,020)	-0,129	(0,169)	0,063**	(0,032)
Herfindahl index	0,014	(0,015)	-0,072***	(0,019)	0,232	(0,2120)	0,029	(0,038)
P&D	-0,000	(0,000)	-0,000	(0,000)	0,000	(0,001)	0,000*	(0,000)
Mudança de gestor	-0,014	(0,047)	0,158	(0,064)	0,175***	(0,641)	-0,744***	(0,222)
<i>Turnover</i> de Empregados	0,050**	(0,022)	0,010	(0,034)	-0,230	(0,2300)	-0,032	(0,042)
Experiência em aquisições	0,103**	(0,061)	-0,113	(0,092)	0,132	(0,109)	-0,260	(0,289)
<i>n</i>	25.306		13.783		564		6.321	

Nota. Os modelos foram estimados por meio de regressões logísticas. Os coeficientes das regressões estão padronizados. Entre parênteses estão os erros padrão robustos à heterocedasticidade. Fonte: Dados da pesquisa, 2014. * $p \leq 0,10$; ** $p \leq 0,05$; *** $p \leq 0,01$.

Os resultados das regressões indicaram que a experiência em aquisições tem um efeito positivo e significativo sobre a manutenção dos retornos dos ativos da empresa dentro do quadrante em que o ROA é positivo e acima da média do setor. Nos demais quadrantes não houve significância desta variável.

A segunda análise é de volatilidade do retorno sobre ativos e foi mensurada pelo coeficiente de variação ROA das empresas. O desvio padrão e a média do ROA para cada empresa foram calculados a partir do ROA do ano atual (t) e de dois anos anteriores ($t-1$ e $t-2$); a razão entre essas variáveis originou o coeficiente de variação para cada firma (Shehzada, Scholtens & De Haan, 2013). Sequencialmente calculou-se o coeficiente de variação do ROA médio do setor.

Com esses dados, construiu-se uma variável *dummy* em que 0 indica que o coeficiente de variação do ROA da empresa está acima do coeficiente de variação do ROA do setor e 1, que está abaixo. Essa variável foi considerada como predita em um modelo logit utilizado para prever os efeitos da experiência em aquisições sobre a volatilidade do ROA das empresas em relação às suas concorrentes ao longo dos anos em análise e dentro de cada classe da constância da matriz apresentada na Figura 9. A variável independente é a experiência em aquisições e as variáveis de controle são: tamanho da firma, alavancagem, caixa, despesas de capital, *Herfindahl index*, despesas com pesquisa e desenvolvimento, *turnover* de empregados e mudança de gestor. Os resultados destas regressões estão expostos na Tabela 20.

Tabela 20

Sumários das regressões que captam a volatilidade do ROA

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo3		Modelo 4	
<i>Variáveis</i>	<i>Quadrante 1 - Roa positivo e alto</i>		<i>Quadrante 2 - Roa positivo e baixo</i>		<i>Quadrante 3 - Roa negativo e alto</i>		<i>Quadrante 4- Roa negativo e baixo</i>	
Tamanho	0,314***	(0,035)	0,257***	(0,054)	0,225	(0,271)	0,062	(0,045)
Alavancagem	0,001	(0,024)	-0,05	(0,039)	0,141	(0,231)	0,103**	(0,037)
Cash	-0,005	(0,024)	-0,145***	(0,040)	-0,176	(0,193)	-0,152***	(0,038)
Despesas de Capital	0,125***	(0,025)	0,032	(0,045)	-0,063	(0,211)	-0,310***	(0,038)
Herfindahl index	-0,086***	(0,026)	-0,102**	(0,045)	-0,299	(0,213)	-0,268***	(0,040)
P&D	0,079**	(0,031)	-0,046	(0,048)	0,492**	(0,244)	0,376***	(0,046)
Mudança de gestor	0,000	(0,000)	0,00	(0,000)	-0,832**	(0,485)	0,000***	(0,000)
<i>Turnover</i> de Empregados	0,068	(0,076)	0,054	(0,143)	-0,059	(0,123)	-0,236	(0,220)
Experiência em aquisições	0,213**	(0,096)	-0,261	(0,185)	0,285	(0,190)	-0,348	(0,251)
<i>n</i>	11.211		3.931		359		4.316	

Nota. Os modelos foram estimados por meio de regressões logísticas. Os coeficientes das regressões estão padronizados. Entre parênteses estão os erros padrão robustos à heterocedasticidade. Fonte: Dados da pesquisa, 2014. * $p \leq 0,10$; ** $p \leq 0,05$; *** $p \leq 0,01$.

Assim como ocorreu na análise da persistência do ROA, a experiência em aquisições teve efeito um positivo apenas dentro do quadrante 1. Este resultado indica que a experiência em aquisições contribui para que a volatilidade do ROA das empresas fique abaixo da média da volatilidade das empresas do mesmo setor. Este fato também pode ser considerado um benefício oriundo da experiência em aquisições, pois parece que a menor rentabilidade está associada a uma menor volatilidade, ou seja, a um menor risco para as empresas.

4.5 Discussão

Os resultados demonstraram que a experiência em aquisições e o tempo entre os eventos interagem para explicar o desempenho econômico-financeiro das adquirentes frequentes. A teoria e as evidências empíricas apresentadas geram *insights* sobre benefícios oriundos das aquisições que até agora mantiveram-se ignorados.

De forma específica, nas análises desta pesquisa, na qual o *Q de Tobin* é a variável dependente, demonstrou-se que, quando o intervalo de tempo entre eventos está abaixo da mediana, a experiência em aquisições tem, inicialmente, um impacto negativo sobre o *Q de Tobin*, com um coeficiente de -0,297. Depois, com o aumento do número de aquisições, o impacto passou a ser positivo, com um coeficiente de 0,208, o que reflete o efeito de construção da experiência. Todavia, quando o intervalo de tempo entre os eventos das firmas é maior ou igual à mediana de tempo do setor, a experiência em aquisições não impacta o *Q de Tobin*. É possível que as inferências oriundas das experiências anteriores não estejam disponíveis, como se houvesse uma perda de memória organizacional e o efeito da aprendizagem deixasse de fazer efeito.

Essa relação não linear em forma de “U”, encontrada a partir da interação de duas dimensões comportamentais das aquisições, a experiência e o tempo, está de acordo com os pressupostos da teoria de aprendizagem comportamental (ver, por exemplo, Levitt & March, 1988; Nelson & Winter, 1982), e também com as evidências empíricas da literatura. Haleblan e Finkelstein (1999), por exemplo, ao analisarem os efeitos do comportamento de discriminação entre as aquisições realizadas pelas empresas, encontraram uma relação em forma de U. O mesmo aconteceu com Hayward (2002) ao estudar os efeitos da similaridade entre as aquisições passadas e uma nova aquisição sobre os retornos anormais acumulados obtidos após o anúncio do novo evento.

No que se refere ao *Market Share*, os resultados foram diferentes do que a hipótese desta pesquisa previa. Todavia, também demonstraram uma lógica comportamental interessante e distinta daquela apregoada pelas teorias de curva de aprendizagem. O efeito da experiência em aquisições sobre o *Market Share* das firmas variou de positivo, com coeficiente de 1,169, para negativo, coeficiente de -0,749. Este resultado demonstra uma relação não linear em formato de U invertido. Em outras palavras, o efeito da experiência em aquisições sobre a participação de mercado das firmas é inicialmente positivo quando as aquisições são realizadas em longos intervalos

de tempo. Todavia, se as empresas aumentarem o volume de aquisições, esse resultado passa a ser negativo.

Esse resultado corrobora os aspectos relacionados à construção de experiência, mas de uma forma diferente daquela relatada quando o *Q de Tobin* era a variável dependente. O efeito positivo da experiência em aquisições sobre a participação de mercado das firmas está associado ao fato de a empresa realizar aquisições em intervalos de tempo superiores à mediana do setor, o que pode estar associado ao fato de a empresa não seguir tendências setoriais e conseguir, inicialmente, se diferenciar de suas concorrentes por aproveitar oportunidades ambientais (Seth, 1990).

Todavia, o sinal negativo do termo quadrado da experiência em aquisições sugere que um aumento no volume de negócios gera um impacto negativo sobre a participação de mercado da firma. Como as aquisições foram realizadas com intervalos longos de tempo, a empresa pode não conseguir fazer inferências sobre estes eventos e o efeito da experiência pode ser negativo pela razão simples de que a empresa não aprendeu a adquirir ou a memória organizacional se perdeu com o tempo ou duração do comportamento de aquisição. Este fato está de acordo com os argumentos da teoria de aprendizagem comportamental de que a disponibilidade está associada com a frequência de uso de uma rotina e com o tempo decorrido após seu uso (Levitt & March, 1988).

Além disso, o aumento no *Market Share* tem sido apontado pelos gestores como um dos principais motivos para a realização de aquisições (Ghosh, 2004). Segundo Jemison e Sitkin (1986), os gestores corporativos muitas vezes experimentam uma descarga de adrenalina ou excesso de exuberância para adquirir. Dessa forma, a preocupação com a realização de novas aquisições pode fazer com que estes membros organizacionais ignorem as inferências oriundas das aquisições prévias, particularmente se essas inferências aumentarem as dúvidas sobre o mérito da nova aquisição (Haunschild, Davis-Blake, Fichman, 1994). De outra forma, quando se considera o *Market Share*, os efeitos da aprendizagem em aquisições podem não existir em função do tempo e também de interferências do comportamento gerencial.

Por fim, as últimas análises desta pesquisa se referem aos efeitos da experiência em aquisições sobre o ROA. Os resultados das regressões estimadas demonstraram uma relação negativa quando se considera o intervalo de tempo abaixo da mediana do setor. Este resultado é sustentado por outros trabalhos como, por exemplo, o de Zollo e Singh (2004), que relataram uma relação significativamente negativa entre a experiência em

aquisições e o retorno sobre os ativos das empresas. Todavia, ao se analisar as estatísticas descritivas do ROA, separadas por adquirentes e não adquirentes, percebeu-se que o desvio padrão desta variável para as empresas adquirentes era significativamente menor.

Esta constatação levou a análises suplementares, as quais demonstraram que a experiência em aquisições contribui positivamente para a persistência e para a menor volatilidade dos retornos sobre os ativos das empresas. Este resultado sugere que a menor rentabilidade das empresas adquirentes está associada a uma menor volatilidade, e está de acordo com parte da literatura comportamental (ver, como exemplo, Nelson & Winter, 1982; Amburgey & Miner, 1992), que sugere que as empresas tendem a repetir ações estratégicas com as quais têm maior experiência para responder às novas situações impostas pelo ambiente.

As evidências apresentadas nesta pesquisa sugerem que as aquisições são uma estratégia que visa, pelo menos parcialmente, manter os retornos sobre os ativos das empresas mais persistentes e menos voláteis em relação às concorrentes do mercado que não se envolvem em aquisições. Este fato pode se refletir no valor da empresa e, conseqüentemente, na criação de valor aos acionistas, pois o ROA tem um efeito direto sobre o fluxo de caixa das empresas e, por conseqüência, sobre o seu valor.

Nos modelos em que o *Q de Tobin* era a variável dependente, o ROA foi considerado como uma variável de controle. Em todas as regressões estimadas o coeficiente do ROA foi significativamente positivo sobre o *Q de Tobin*, que é uma variável de mercado que reflete as expectativas dos acionistas quanto às ações tomadas por uma empresa. Assim, parece que a maior persistência e menor volatilidade do ROA é uma forma de as empresas criarem valor por meio das aquisições, quando estas são realizadas em curtos intervalos de tempo.

4.6 Considerações finais

O objetivo deste artigo foi de examinar efeitos da experiência em aquisições sobre o desempenho das firmas considerando os efeitos do tempo sobre esta relação, a partir das bases teóricas da aprendizagem comportamental. Em contraste com a teoria de curva de aprendizagem, a abordagem comportamental sugere que a experiência não necessariamente produz consequências positivas. Em vez disso, a teoria da aprendizagem comportamental permitiu que se compreendesse que os efeitos da aquisição sobre o desempenho das firmas podem variar de negativo para positivo, positivo para neutro e positivo para negativo, a partir da interação entre duas dimensões comportamentais, a experiência e o tempo.

De uma forma geral, os resultados deste artigo demonstraram que, cada empresa, a seu modo e a seu tempo, consegue obter benefícios com as aquisições corporativas. Acredita-se que este estudo é uma das primeiras contribuições para desmistificar a ideia de que as organizações são “sádicas e masoquistas” por se envolverem em aquisições.

Sob uma ótica comportamental, os resultados indicaram que as aquisições podem ser *drivers* do melhor desempenho das firmas. As empresas podem aprender ao realizar sucessivas aquisições, mas também podem esquecer, quando o intervalo entre os eventos for longo demais. Em outras palavras, a aprendizagem no contexto das aquisições é adquirida e sustentada pela experiência, mas não resiste aos efeitos depreciativos do tempo (por exemplo, ver Argote, Beckman & Epple, 1990; Kolers, 1976).

As evidências empíricas deste artigo apresentam implicações gerenciais consideráveis, pois demonstram a importância de aprender-fazendo por meio de aquisições repetitivas. Dessa forma, uma estrutura organizacional flexível o suficiente para incentivar a aprendizagem em aquisições parece altamente desejável. Assim, a relação entre experiência e tempo nas atividades de aquisição poderia ser melhor administrada.

Esta pesquisa analisou duas dimensões comportamentais das aquisições, a experiência e o tempo, e deixa como sugestão para novos estudos a análise dos efeitos de uma terceira dimensão, a força ou magnitude das aquisições, sobre o desempenho das empresas. Além disso, acredita-se que a utilização de outras variáveis dependentes, como, por exemplo, os retornos anormais cumulativos, ainda dentro de uma dimensão temporal, devem gerar resultados que contribuam para o melhor entendimento do

comportamento de aquisição das firmas e de seus efeitos sobre o desempenho das adquirentes frequentes.

5 Conclusão Geral

Este capítulo apresenta as principais conclusões relativas aos objetivos de cada um dos três artigos apresentados nesta tese. Também são apresentadas as contribuições para a literatura e gerenciais, para, ao final, apresentar as limitações e sugestões para novas pesquisas.

5.1 Contribuições para a literatura

Tomados em conjunto, os três artigos desta tese geraram importantes implicações para a literatura sobre aquisições corporativas. O primeiro artigo incorporou *insights* úteis sobre os efeitos da aprendizagem por meio da experiência prévia e do desempenho econômico-financeiro sobre a frequência com que as empresas realizam aquisições. A principal contribuição está no fato de o artigo apresentar evidências empíricas de que o significado de uma aquisição não está associado somente ao cenário atual, mas também à história de exposição a eventos anteriores.

Esse resultado encontra suporte empírico para a conjectura teórica de que os pesquisadores precisam levar em conta os efeitos dos reforços ou punições de comportamentos já realizados pela empresa, o que já é feito há muito tempo pelas pesquisas que analisam o nível individual (ver, como exemplo, Foxall, 1998).

O segundo artigo desta tese demonstrou que o comportamento de aquisição, em cada uma de suas dimensões, afeta e é afetado pelo ambiente, pela história de aprendizagem e pelo desempenho econômico-financeiro das firmas aquirentes (consequências), que retroagem no comportamento subsequente. Assim, evidências empíricas apresentadas nesse segundo artigo indicam que a análise do comportamento de aquisição é suportada pelos aspectos do behaviorismo psicológico.

Esse resultado demonstra que as teorias e conceitos do campo da psicologia têm grande potencial para ajudar a explicar as aquisições, considerando a complexidade e heterogeneidade destes eventos que outros campos como, por exemplo, finanças e estratégias têm tido dificuldade para compreender.

Por fim, é possível que a contribuição mais importante que esta tese ofereça para a literatura de aquisições seja a análise da interação entre a frequência ou experiência em aquisições e o intervalo de tempo ou duração entre os eventos, descrita no terceiro artigo.

O achado prevalente na literatura de aquisições é de retornos nulos ou negativos e altamente voláteis para as firmas adquirentes (Agrawal, Jaffe, & Mandelker, 1992; Asquith, 1983; Dodd, 1980; Moeller, Schlingemann, & Stulz, 2003). No entanto, os resultados do terceiro artigo demonstraram que as empresas obtêm resultados negativos com as aquisições até o momento em que aprendem a adquirir, a partir desse ponto e até um dado limite de tempo, os resultados passam a ser positivos.

Especificamente, as evidências empíricas demonstraram que ao aprender a adquirir as empresas aumentam seu desempenho econômico (*Q de Tobin*), seu *market share* e reduzem o seu risco (menor volatilidade do ROA), mesmo que isso ocasione menor rentabilidade.

Esse resultado indica que o insucesso das aquisições não é tão onipresente quanto as pesquisas prévias demonstraram, constituindo-se assim em uma das primeiras contribuições para desmistificar a ideia de que as organizações são sádicas e masoquistas por se envolverem em aquisições.

5.2 Contribuições gerenciais

Embora esta pesquisa não tenha sido capaz de ensinar as empresas como fazer aquisições, ela contribui no sentido de demonstrar que é possível aprender a fazê-las. Essa é a principal implicação gerencial fornecida por esta tese, pois como um programa corporativo estratégico, as aquisições frequentes são passíveis de ação gerencial.

Argumenta-se que o alto grau de complexidade inerente às atividades de aquisição pode ser reduzido à medida que as empresas adquirentes conseguem codificar o conhecimento obtido em aquisições anteriores. Considerando, no entanto, que o tempo tem efeitos depreciativos sobre a manutenção desse conhecimento.

Mais especificamente, acredita-se que ao demonstrar que o melhor desempenho econômico-financeiro (*Q de Tobin*) é obtido pelas empresas que realizam quatro (4) aquisições no período de 2,7 anos ou menos, esta tese fornece um ponto de partida que têm potencial para auxiliar os gestores no que se refere à decisão de aprender a adquirir.

5.3 Limitações e sugestões para novas pesquisas

Embora se reconheça que os resultados desta tese são relevantes para diferentes organizações, é preciso considerar as limitações empíricas e teóricas da pesquisa. Para compor a amostra foram consideradas apenas as empresas que realizaram aquisições

investindo US\$ 1 milhão ou mais de dólares. Por um lado, esse critério de seleção permitiu que se excluísse da amostra as aquisições com valores economicamente insignificantes. Por outro, deixou em aberto questões relacionadas à aprendizagem em aquisições inerente às pequenas transações. Assim, sugere-se que novas pesquisas analisem o potencial da aprendizagem associada com a frequência de aquisições utilizando critérios de seleção menos rigorosos do que aqueles que foram utilizados nesta tese.

Uma segunda limitação é que a amostra utilizada se baseia exclusivamente em dados secundários. Embora estes dados tenham permitido estudar as empresas adquirentes ao longo de períodos de tempo prolongados, eles inevitavelmente limitam os resultados. Assim, sugere-se que novos estudos analisem o comportamento de aquisição das firmas combinando dados primários e secundários, o que certamente permitirá uma análise mais detalhada do processo de aprendizagem em aquisições.

A terceira limitação reside no fato de que o suporte teórico desta tese foi baseado, principalmente, na aprendizagem obtida por meio da experiência via rotinização. No entanto, há outras perspectivas para o fenômeno de aprendizagem que poderiam enriquecer as pesquisas sobre aquisições corporativas. Dentre estas, está a aprendizagem via cognição, que na ausência de experiência prévia, como no caso das aquisições individuais, pode fornecer uma boa estrutura para análise do comportamento das empresas (ver Gavetti & Levinthal, 2000; Levinthal & Rerup, 2006).

Há também a aprendizagem contrafactual, ou seja, aquela em que as empresas aprendem com a experiência de outras organizações por meio de transferência da experiência codificada sob a forma de tecnologias, códigos, procedimentos ou rotinas semelhantes (por exemplo, Dutton & Starbuck 1978; Morris & Moore, 2000). Sem dúvidas, essas outras formas de aprendizagem poderiam levar as pesquisas sobre aquisição em direções praticamente inexploradas.

Referências

- Abib, J. A. D. (2001). Behaviorismo Radical como Pragmatismo na Epistemologia. In H. J. Guilhardi, M. B. B. P. Madi, P. P. Queiroz & M. C. Scoz (Orgs.), *Sobre comportamento e cognição: expondo a variabilidade* (Vol. 8, pp. 158-161). Santo André, SP: ESETEC.
- Agrawal, A., Jaffe, J., & Mandelker, G. (1992). The Post-merger Performance of Acquiring Firms: a re-examination of an anomaly. *Journal of Finance*, 47(14), 1605-1622.
- Ahuja, G. & Katila A. (2001). Technological Acquisitions and the Innovation Performance of Acquiring Firms: a longitudinal study. *Strategic Management Journal* 22(3), 197–220.
- Aktas, N.; Bodt, E. & Roll, R. (2013). Learning from Repetitive Acquisitions: evidence from the time between deals. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 99-117.
- Amburgey, T. L., & Miner, A. S. (1992). Strategic momentum: the effects of repetitive positional, and contextual momentum on merger activity. *Strategic Management Journal*, 13(1) 335–348.
- Anand. J. & Singh, H. (1997). Asset Re-deployment, Acquisitions and Corporate Strategies in Declining Industries. *Strategic Management Journal*, 18(Summer Special Issue), 99–118.
- Argote, L. (1999). *Organizational learning: Creating, retaining, and transferring knowledge*. Hingham, MA: Kluwer Academic Publishing.
- Argote, L., Beckman, S. L. & Epple, D. (1990). The Persistence and Transfer of Learning in Industrial Settings. *Management Science*, 36(2), 140-154.
- Arindam, D. & Sheeba, K. (2015). Inorganic growth of technology sector firms in emerging markets: Influence of firm-specific factors in Indian firms' M&A activities. *International Journal of Emerging Markets*, 10(1), 52-72.
- Asquith, P., Bruner, R. F., & Mullins, D. W. 1983. The Gains to Bidding Firms From Merger. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 121–139.
- Audia, P. G., Locke, E. A., & Smith, K. G. (2000). The Paradox of Success: an archival and a laboratory study of strategic persistence following a radical environmental change. *Academy of Management Journal*, 43(5), 837–853.
- Bailey, J. S., & Burch, M. R. (2002). *Research Methods in Applied Behavior Analysis*. Thousand Oaks, CA: Sage.
- Barkema, H.G. & Schijven, M., (2008). How do Firms Learn to Make Acquisitions? A Review of Past Research and an Agenda for the Future. *Journal of Management*, 34(3), 594–634.

- Barney, J. B. (1988). Returns to Bidding Firms in Mergers and Acquisitions: reconsidering the relatedness hypothesis. *Strategic Management Journal*, 9(Winter Special Issue), 71-78.
- Beckman, C. M. & Haunschild, P. R. (2002). Network Learning: the effects of partners' heterogeneity of experience on corporate acquisitions. *Administrative Science Quarterly*, 47(1), 92–124.
- Bena, J. & Li, K. Corporate Innovations and Mergers and Acquisitions. *Journal of Finance*, 69(5), 1923-1960.
- Bhagat, B. B. & Subramanian, A. (2010). “CEO Education, CEO Turnover and Firm Performance, ” in Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation.
- Brown, R. & Sarma, N. (2007). CEO Overconfidence, CEO Dominance and Corporate Acquisitions, *Journal of Economics and Business*, 59(5), 358-379.
1995. *Business Week*. The Case Against Mergers. October 30, 56–64.
- Cai, Y. & Sevilir, M. (2012). Board Connections and M&A Transactions. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 327-349.
- Capron L. (1999). The Long Term Performance of Horizontal Acquisitions. *Strategic Management Journal* 20(11), 987–1018.
- Capron, L. & Pistre, N. (2002). When do Acquirers Earn Abnormal Returns *Strategic Management Journal Strategic Management*, 23(1), 781–794.
- Cartwright, S. & Schoenberg, R. (2006). Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: recent advances and future opportunities. *British Journal of Management*, 17(1), S1-S5.
- Coady, N., & Lehmann, P. (Eds.) (2008). *Theoretical Perspectives for Direct Social Work Practice: a generalist-eclectic approach* (2nd ed.). New York: Springer.
- Cyert, R. m. & March J. G. (1963). *A Behavioral Theory of the Firm*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Del-Prette, Z. & Del-Prette, A. (1995). Notas sobre Pensamento e Linguagem em Skinner e Vygotsky. *Psicologia: Reflexão e Critica*, 8(1), 147-164.
- Dietrich, J. K. & Sorensen, E. (1984). An Application of Logit Analysis to Prediction of Merger Targets. *Journal of Business Research*, 12(3), 393-402.
- Diggle, P.J. & Marron, J.S. (1988). Equivalence of Smoothing Parameter Selectors in Density and Intensity Estimation. *Journal of the American Statistical Association*, 83(403), 793-800.

- Dodd, P. (1980). Mergers Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth. *Journal of Financials Economics*, 8(2), 105-138.
- Ebbinghaus, H. (1885). *Memory: a contribution to Experimental Psychology*. Translated by Henry A. Ruger & Clara E. Bussenius (1913). Originally published in New York by Teachers College, Columbia University.
- Ergodan, A. I. (2012). The Determinants of Mergers and Acquisitions: evidence from Turkey. *International Journal of Economics & Finance*, 4(4), 72-77.
- Felin, T. & Foss, N. J. (2011). The Endogenous Origins of Experience, Routines, and Organizational Capabilities: the poverty of stimulus. *Journal of Institutional Economics*, 7(2), 231-256.
- Fowler, K.L. & Schmidt, D. (1989) "Determinants of Tender Offer Post-acquisition Financial Performance." *Strategic Management Journal*, 10(4), 339-350.
- Foxall, G. (1998) Radical Behaviorist Interpretation: generating and evaluating and account of consumer behavior, *The Behavior Analyst*, 21(2), 321-354.
- Foxall, G. R., Oliveira Castro, J., James, V. K., Yani-de-Soriano, M. M. & Sigurdsson, V. (2006). Consumer Behavior Analysis and Social Marketing: the case of enviromental conservation. *Behavior and Social Issues*, 15(1), 101-124.
- Gavetti, G. & Levinthal, D. (2000). Looking Forward and Looking Backward: Cognitive and Experiential Search. *Administrative Science Quarterly*, 45(1), 113-137.
- Ghosh, A. (2004), Increasing Market Share as a Rationale for Corporate Acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(1), 209-247.
- Greve, H. R. (2003). *Organizational Learning From Performance Feedback*. New York: Cambridge University Press.
- Hair, J., Black, W., Babin, B., & Anderson, R. Tatham (2009). *Análise multivariada de dados*. Porto Alegre: Artmed Editora.
- Haleblian, J. & Finkelstein, S. (1999). The Influence Of Organizational Acquisition Experience. *Administrative Science Quarterly*, 44(1), 29-56.
- Haleblian, J., Devers, C., McNamara, G., Carpenter, M., & R. Davison. (2009). Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: r review and research agenda. *Journal of Management*. 35(1), 469-502.
- Haleblian, J., Kim, J., & Rajagopalan, N. (2006). The Influence of Acquisition Experience and Performance on Acquisition Behavior: evidence from the U.S. commercial banking industry. *Academy of Management Journal*, 49(1), 357-370.

- Hannan, T & Pilloff, S. (2009). Acquisition Targets and Motives in the Banking Industry. *Journal of Money Credit and Banking*, 41(6) 1167–1187.
- Harrison, J. S., Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., & Ireland, R. D. (2001). Resource Complementarity in Business Combinations: Extending the logic to organizational alliances. *Journal of Management*, 27(6), 679–690.
- Haunschild, P.R., Davis-Blake, A. & Fichman, M. (1994). Managerial over-commitment in corporate acquisition processes. *Organization Science*, 5(4): 528-540.
- Hausman, J. A. (1978). Specification Tests in Econometrics. *Econometrica*, 46(6),1251– 1272.
- Hayward, M. (2002). When do Firms Learn from their Acquisition experience? Evidence from 1990–1995. *Strategic Management Journal*, 23(1), 21–39.
- Hendry, C. (1996) Understanding and creating whole organizational change through learning theory. *Human Relations*, 49(5), 621-641.
- Henningsson, S. (2015). Learning to Acquire: how serial acquirers build organisational knowledge for information systems integration. *European Journal of Information Systems*, 24(2), 121–144.
- Hu, X. (2000), Tests for Monotonic Intensity in a Poisson Process. *Australian & New Zealand Journal of Statistics*, 42(3), 359–365.
- Huynh, H. & Feldt, L. S. Condition Under Which Mean Square Ratios in Repeated Measurements Designs have exact F-distributions. *Journal of the American Statistical Association*, 65(332), 1582-89, 1970.
- Izquierdo, I. (2002) *Memória*. Porto Alegre: Artmed Editora.
- Jemison, D. B. & Sitkin, S. B. (1986). Corporate acquisitions: a process perspective. *Academy of Management Review*, 11(1), 145–163.
- Jovanovic, B. & Rousseau, P. L. (2002). The Q-Theory of Mergers. NBER Working paper.
- Karan, V. & Sharifi, M. (2006). Will SOX kill the deal?. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 17(2), 37–44.
- Kim, K. & Olsen, M. (1999). Determinants of Successful Acquisition Processes in The UK Lodging Industry. *International Journal of Hospitality Management*, 18(3), 285-308.
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of Postacquisition Performance: indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187-200.
- Kolers, P. A. (1976). Pattern analyzing memory. *Science*, 191(4233), 1280-1281.

- Kusewitt J. B. (1985). An Exploratory Study of Strategic Acquisition Factors Relating to Performance. *Strategic Management Journal*, 6(2), 151–169.
- Larwood, L. & W. Whittaker, (1977). Managerial Myopia: self-serving biases in organizational planning. *Journal of Applied Psychology*, 62(1), 194-198.
- Leshchinskii, D. & M. Zollo. (2005). Can Firms Learn to Acquire? The Impact of Post Acquisition Decisions and Learning on Long-Term Abnormal Returns. INSEAD Working Paper.
- Levinthal, D. A., & March, J. G. (1993). The Myopia of Learning. *Strategic Management Journal*, 14(1), 95–112.
- Levitt, B. & March, G. J. (1988). Organizational learning. *Annual Review of Sociology*, 14(1), 319-340.
- Malmendier, U & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Marks, K. H. Robbins, L. E.; G. Fernández, Funkhouser, J. P. & Williams, D. L. (2009). *The Handbook of Financing Growth: Strategies, Capital Structure, and M&A Transactions*. (2nd ed.) John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, NJ, USA.
- Masulis, R. W., C. Wang, & F. Xie. (2007). Corporate Governance and Acquirer Returns. *The Journal of Finance*, 62(1), 1851-1889.
- Mauchly, John W. (1940). Significance Test for Sphericity of a Normal n-Variate Distribution. *The Annals Mathematical Statistics*, 11(2), 204--209.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. & Stulz, R. M. (2005). Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave. *The Journal of Finance*, 60(2), 757-782.
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. (1988), "Management Ownership and Market Valuation," *Journal of Financial Economics*, 20(1), 293-315.
- Nelson, R. R., & Winter, S. G. (1982). *An evolutionary theory of economic change*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Palepu, K.G. (1986). Predicting Takeover Targets: a methodological and empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 8(1), 3-35.
- Papadakis, V. M. & Thanos, I.C. (2010). Measuring the Performance of Acquisitions: an empirical investigation using multiple criteria. *British Journal of Management*, 21(4), 859-873.
- Peng, Yu-Shu & Fang, Chung-Ping. (2010). Acquisition Experience, Board Characteristics, And Acquisition Behavior. *Journal of Business Research*, 63(5), 502-509.

- Porto, R. B., & Oliveira-Castro, J. M. (2013). Say-do correspondence in brand choice: interaction effects of past and current contingencies. *The Psychological Record, Carbondale*, 63(2), 345-362.
- Queiroga, F., Andrade, J. M., Borges-Ferreira, M. F. & Abbad, G. (2012). Medidas de Aprendizagem em TD&E – fundamentos teóricos e metodológicos. In: G. Abbad, L. Mourão, P. P. M. Meneses, T. Zerbini, J. E. Borges-Andrade & Vilas-Boas, R. (Orgs.). *Medidas de Avaliação em Treinamento, Desenvolvimento e Educação*. Porto Alegre: Artmed Editora, 78-90.
- Rahahleh N. A. & Wei P. P. (2012). The Performance of Frequent Acquirers: Evidence from Emerging Markets. *Global Finance Journal*, 23(1): 16–33;
- Rhodes-Kropf, M., Robinson, D. T., & Viswanathan, S. (2005). Valuation Waves and Merger Activity: the empirical evidence, *Journal of Financial Economics*, 77(3), 561–603.
- Roberts, M. R. & Whited, T. M. (2013). Endogeneity in Empirical Corporate Finance, in *George M. Constantinides, Milton Harris, and Rene M. Stulz.*, eds., *Handbook of the Economics of Finance*, 493-572.
- Rose, J. C. C. (1982). Consciência e Propósito no Behaviorismo Radical, in Bento Prado Júnior (org.). *Filosofia e Comportamento*. Brasiliense, 1982.
- Rosenbaum, P. & Rubin, D.B. (1983) “The Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects,” *Biometrika*, 70(1), 41-55.
- Seth, A. (1990), Value creation in acquisitions: r re-examination of performance issues. *Strategic Management Journal*, 11(2), 99-115.
- Shehzada, C. T., Scholtens, B. & De Haan, J. (2013). The Relationship Between Size, Growth and Profitability of Commercial Banks. *Applied Economics*, 45(13), 1751-1765.
- Shimizu, K. (2007). Prospect Theory, Behavioral Theory, and the Threat-Rigidity Thesis: combinative effects on organizational decisions to divest formerly acquired units. *Academy of Management Journal*, 50(6) 1495-1514.
- Shleifer, A. & Vishny, R. (2003). Stock Market Drives Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 295-311.
- Skinner, B. F. (1945). The Operational Analysis of Psychological Terms. *Psychological Review*, 52(2), 270-277.
- Skinner, B. F. (1957). *Verbal Behavior*. Acton, Massachusetts: Copley.
- Skinner, B. F. (1963). Operant Behavior. *American Psychologist*, 18(8), 503-515.
- Skinner, B. F. (1965). *Science and Human Behavior*. Nova York: The Free Press. (Publicado originalmente em 1953).

- Skinner, B. F. (1976). *About Behaviorism*. Nova York: Vintage Books. (Publicado originalmente em 1974).
- Skinner, B. F. (1988). Selection by Consequences. In A. C. Catania & S. Harnad (Orgs.), *The selection of behavior: the operant behaviorism of B.F. Skinner: comments and consequences* (pp. 11-20). Nova York: Cambridge University Press. (Publicado originalmente em 1981)
- Spender, J.-C. (1996), Making Knowledge the Basis of a Dynamic Theory of the Firm. *Strategic. Management Journal*, 17(2), 45–62.
- Stahl, G. K., Mendenhall, M. E. & Javidan, M. (2005). Sociocultural Integration in Mergers and Acquisitions, in G. K., Stahl and M. E., Mendenhall (eds) *Mergers and Acquisitions: Managing Culture and Human Resources*. Stanford: Stanford University Press, 3-16.
- Stock, J. H. & Watson, M. W. (2012). *Introduction to Econometrics*, (3rd ed.). New York: Prentice Hall.
- Villalonga, B. (2004). Diversification Discount or Premium? New Evidence from the Business Information Tracking Series. *Journal of Finance*, 59(2), 479-506.
- Walsh, J. P. & Ungson, G. R. (1991). Organizational Memory. *The Academy of Management Review*, 16(1), 57–91.
- Weinfurt, K. P. (1995). Multivariate analysis of variance. In L. G. Grimm & P. R. Yarnold (eds.), *Reading and understanding multivariate statistics*. Washington: American Psychological Association, 245-276).
- Zollo, M. & Singh, H. (2000). Post-Acquisition Strategies, Integration, Capability, and the Economic Performance of Corporate Acquisitions. Working paper, INSEAD.
- Zollo, M. & Winter, S. G. (2002) “Deliberate Learning and the Evolution of Dynamic Capabilities.” *Organization Science*, 13(1), 339-351.

APÊNDICE

QUADRO SINTÉTICO COM AS DEFINIÇÕES OPERACIONAIS E CONSTITUTIVAS
DAS VARIÁVEIS DA PESQUISA

<i>Métricas de desempenho econômico-financeiro (reforço/punição)</i>	
<i>Market Share</i>	
<i>Definição Constitutiva</i>	Métrica de desempenho relacionada à competição no mercado consumidor (ver, por exemplo, Ghosh, 2004).
<i>Definição Operacional</i>	$\frac{\text{Faturamento bruto da empresa}}{\text{Faturamento bruto das empresas do setor}}$
<i>Q de Tobin</i>	
<i>Definição Constitutiva</i>	O valor de mercado refere-se à capitalização de uma empresa de capital aberto do mercado.
<i>Definição Operacional</i>	$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor de mercado da firma} + \text{Dívidas}}{\text{Ativos totais}}$
<i>Δ Sales</i>	
<i>Definição Constitutiva</i>	As aquisições destacam-se por gerar rápido crescimento organizacional, tendo como um dos motivos para sua ocorrência o fato de as empresas não possuírem capacidade de se expandir internamente ou organicamente (Penrose, 1959). Para criar valor adicional e alcançar sinergias as aquisições devem levar a um melhor crescimento de receita, margens mais elevadas, a utilização de capital mais eficiente, ou um menor custo de capital.
<i>Definição Operacional</i>	Taxa de crescimento nas vendas.
<i>ROA</i>	
<i>Definição Constitutiva</i>	Retorno sobre os ativos. Representa o efeito das aquisições no desempenho da empresa após a ocorrência do evento.
<i>Definição Operacional</i>	ROA é um indicador de desempenho que representa o retorno sobre os ativos da empresa. ROE é um indicador de desempenho que representa o retorno sobre o patrimônio líquido da empresa. O efeito de M & A operação no desempenho pode ser entendida através de outras medidas mais complexas de desempenho que se referem à medida de eficiência produtiva. $ROA = \frac{\text{Lucro operacional antes da depreciação}}{\text{Ativos Totais}}$
<i>Características gerenciais (parte da história de aprendizagem da firma)</i>	
<i>Compensação do gestor</i>	
<i>Definição Constitutiva</i>	A forma como o CEO recebe a compensação tem um impacto significativo sobre a frequência com que a empresa adquire outra empresa e sobre a qualidade do negócio resultante. Os CEOs que recebem grandes blocos de ações da sua empresa como parte de seu pacote de remuneração tendem a realizar menos aquisições e, as que realizam, são mais prováveis de maximizar o valor para os acionistas e produzir melhores retornos. Em contrapartida, os CEOs com maiores níveis de opções de ações como forma de compensação realizam mais aquisições e são mais propensos a pagar prêmios de aquisição mais elevados, muitas vezes reduzindo o valor do acionista e o desempenho pós-aquisição (Becher, Juergens & Vogel, 2012).
<i>Definição</i>	

Operacional	Proporção da compensação recebida em opções de ações em relação ao total e proporção da compensação recebida em ações em relação ao total.
	CEO Membro do Conselho
Definição Constitutiva	Representa o fato dos diretores serem membros do conselho de administração, pois esses podem estar envolvidos nas decisões de aquisição em função de auto interesse (Shimizu (2007)).
Definição Operacional	Dummy: 1 caso o CEO for membro do conselho e 0 o contrário, considerando o período de 1 a 3 anos antes do anúncio (t-1 a t-3).
	DOM – Dominância do CEO
Definição Constitutiva	Dominância representa a capacidade do CEO para impor seus pontos de vista nas decisões da empresa. Um CEO dominante provavelmente exerce o seu domínio na determinação da sua remuneração pessoal (Brow & Sarma, 2006).
Definição Operacional	$DOM = \log\left(\frac{\text{Remuneração do CEO}}{\text{Ativos totais}}\right)$, considerando o período de 1 a 3 anos antes do anúncio (t-1 a t-3).
	Características da empresa (parte da história de aprendizagem das firmas)
	Tamanho
Definição Constitutiva	No contexto de aquisição o tamanho da empresa está relacionado com os custos de transação. Estes incluem o custo associado à absorção da empresa alvo no quadro organizacional da adquirente, bem como os custos associados a uma batalha prolongada que uma empresa alvo pode travar para se defender. Estes custos são susceptíveis de aumentar com o tamanho da empresa e, portanto, o número de potenciais licitantes para uma empresa é susceptível de diminuir em função do tamanho (Palepu, 1986).
Definição Operacional	$Size = \log(\text{Ativos Totais})$
Definição Operacional	Dummy: onde 1 significa que a empresa atual em diferentes segmentos e 0 o contrário.
	Liquidez
Definição Constitutiva	Liquidez refere-se à velocidade e facilidade com a qual um ativo pode ser convertido em caixa.
Definição Operacional	$Liquidez = \frac{\text{Ativos Líquidos}}{\text{Ativos Totais}}$
	Alavancagem
Definição Constitutiva	Alavancagem é o termo geral para qualquer técnica aplicada para multiplicar a rentabilidade por meio de endividamento. O incremento proporcionado através da alavancagem também aumenta os riscos da operação e a exposição à insolvência.
Definição Operacional	$LEV = \frac{\text{Dívida LP}}{PL}$ e Proporção da linha de crédito utilizada em relação à linha de crédito total (base oriunda da biblioteca de dados e apêndices de Amir Sufi).
	Fluxo de caixa livre
Definição Constitutiva	Fluxo de caixa livre é o fluxo de caixa superior ao que é necessário para financiar todos os projetos de uma empresa que tem valores presentes líquidos positivos quando descontados os custos relevantes da capital. Tal fluxo de caixa livre deve ser pago aos acionistas se o objetivo da empresa é ser eficiente e para maximizar o valor para os acionistas. Pagamento de dinheiro aos acionistas reduz os recursos sob o controle dos gestores, reduzindo assim o “poder” dos gestores e, potencialmente, submetendo-os ao acompanhamento dos mercados de capitais que ocorre quando uma empresa deve obter uma nova capital. Financiamento de projetos internamente evita esse monitoramento e a possibilidade de que os recursos estarão indisponíveis ou disponíveis apenas em altos preços explícitos (Jensen, 1988).
Definição Operacional	$FCF = \text{Operating icome before depreciation} - \text{Interest expense}$ – (Income taxes – Δ Deferred tax & Invest tax credit) – Dividends preferred – Dividends common/ordinary
	Experiência em aquisições

Definição Constitutiva	Indica a frequência (número de vezes) que o comportamento de aquisição (adquirir ou ser alvo) se manifesta em uma organização ao longo do tempo.
Definição Operacional	Soma, ao longo dos anos, do número de aquisições anteriormente realizados por uma empresa, incluindo a observação do ano atual.
	Características do acordo
	Valor da Transação
Definição Constitutiva	Valor pago por uma empresa adquirente para obter uma empresa alvo no mercado (Hayward & Hambrick, 1997).
Definição Operacional	Valor em dólares da empresa adquirida.
	Ambiente
	SOX – Sabanex Oxley
Definição Constitutiva	A SOX é uma lei estadunidense, assinada em 30 de julho de 2002. Foi motivada por escândalos financeiros corporativos (dentre eles o da Enron, que acabou por afetar drasticamente a empresa de auditoria Arthur Andersen), essa lei foi redigida com o objetivo de evitar o esvaziamento dos investimentos financeiros e a fuga dos investidores causada pela aparente insegurança a respeito da governança adequada das empresas. A SOX visa garantir a criação de mecanismos de auditoria e segurança confiáveis nas empresas, incluindo ainda regras para a criação de comitês encarregados de supervisionar suas atividades e operações, de modo a mitigar riscos aos negócios, evitar a ocorrência de fraudes ou assegurar que haja meios de identificá-las quando ocorrem, garantindo a transparência na gestão das empresas.
Definição Operacional	Dummy: 0 para o período de 1996 a 2001 e 1 para o período de 2002 a 2013.
	Densidade de aquisições
Definição Constitutiva	Soma do número de aquisições realizadas pelas empresas de um mesmo setor (SIC de dois dígitos).
Definição Operacional	Essa variável foi mensurada a partir da soma do número de aquisições realizadas por todas as empresas de um determinado setor (SIC de dois dígitos a cada ano).
	Receita do Setor
Definição Constitutiva	Soma das receitas de todas as empresas de um setor (SIC de dois dígitos)..
Definição Operacional	Mesurada pela soma das receitas de todas as empresas de um setor a cada ano em análise (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006).

ⁱ Ressalta-se que, embora se reconheça que as fusões e aquisições são eventos distintos, conforme demonstrado, para a área de estratégia essa diferença não é tratada com o mesmo rigor que no âmbito legal. Assim, para o propósito desta pesquisa o termo aquisições refere-se aos negócios que conduzem à tomada de controle acionário da empresa-alvo pela licitante.

ⁱⁱ O período de amostragem inicia em 1996 em função de as informações sobre os gestores estarem disponíveis na *Compustat* apenas a partir deste ano.

ⁱⁱⁱ As empresas do setor financeiro e de utilidades foram excluídas das análises em função das especificidades do setor, que, devido às características de regulação e legislação específicas possuem informações sobre sua contabilidade informadas de maneira particular.

^{iv} Este valor foi encontrado a partir da média dos valores das razões de taxa de incidência (IRR) para o modelo de Poisson identificadas por meio do software stata.

^v Como forma de esclarecimento da simplificação apresentada no texto, afirma-se que se reconhece que Skinner não foi o primeiro psicólogo a estudar aprendizagem por consequências. Na realidade, a teoria do condicionamento operante de Skinner é construída sobre as ideias de “lei do efeito” propostas por Edward Thorndike.

^{vi} O período de amostragem inicia em 1996 em função de as informações sobre os gestores estarem disponíveis na *Compustat* apenas a partir deste ano.

^{vii} As empresas do setor financeiro e de utilidades foram excluídas das análises em função das especificidades do setor, que, devido às características de regulação e legislação específicas, possuem informações sobre sua contabilidade informadas de maneira particular.

^{viii} As teorias de aprendizagem podem ser subdivididas em dois campos, aprendizagem comportamental e aprendizagem cognitiva (Spender, 1996). Nesta pesquisa, adota-se a primeira linha, ou seja, a aprendizagem comportamental.

^{ix} O período de amostragem inicia em 1996 em função de as informações sobre os gestores estarem disponíveis na *Compustat* apenas a partir deste ano.

^x As empresas do setor financeiro e de utilidades foram excluídas das análises em função das especificidades do setor, que, devido às características de regulação e legislação específicas, possuem informações sobre sua contabilidade informadas de maneira particular.

^{xi} Inicialmente, tentou-se o pareamento pelo SIC de quatro dígitos. No entanto, poucas empresas foram pareadas. Assim, optou-se por utilizar o SIC de dois dígitos.