

154

“A OUTRA FACE DA MOEDA”: IDENTIFICANDO OS DETERMINANTES DO RISCO DE F&As TRANSFRONTEIRIÇAS

Mestre/MSc. Bruno Lopes de Paula [ORCID iD¹](#), Doutor/Ph.D. Daiana Paula Pimenta [ORCID iD¹](#),
Doutor/Ph.D. Jaluza Maria Lima Silva Borsatto²

¹Universidade Federal de Goiás, Goiânia, Goiás, Brazil. ²UFU, Uberlândia, Minas Gerais, Brazil

Mestre/MSc. Bruno Lopes de Paula

[0000-0003-2450-1590](#)

Programa de Pós-Graduação/Course
PPGCONT UFG

Doutor/Ph.D. Daiana Paula Pimenta

[0000-0003-1111-4778](#)

Programa de Pós-Graduação/Course
PPGCONT UFG

Doutor/Ph.D. Jaluza Maria Lima Silva Borsatto

Programa de Pós-Graduação/Course
PPGA FAGEN

Resumo/Abstract

O presente estudo buscou identificar quais são as variáveis determinantes no risco pós-aquisição em F&A transfronteiriças. Para isso realizou-se uma pesquisa explicativa com abordagem quantitativa. As hipóteses foram testadas por meio de dados secundários, que englobam o intervalo de tempo entre 1 janeiro de 1996 a 31 dezembro de 2020. Para a análise foram utilizados modelos de regressão linear múltipla estimados pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). A amostra utilizada foi composta 1.781 empresas adquirentes, sendo 99 empresas do BRICS e 1.682 do G7, totalizando um montante 3.430 aquisições. A análise dos dados foi realizada considerando os diversos níveis da amostra e dividindo-se o conjunto total de dados em quatro diferentes cenários de análise, formados a partir da combinação de pares de empresas adquirentes e alvos. Os resultados demonstraram que o grau de estabilidade econômica, o valor da transação e a experiência em F&As domésticas contribuem para explicação do risco pós-aquisição. Como contribuições deste estudo, destacam-se a dilatação da literatura, a identificação dos determinantes do risco em F&As transfronteiriças e o fomento ao entendimento da comunidade geral sobre esse tipo de investimento corporativo.

Modalidade/Type

Artigo Científico / Scientific Paper

Área Temática/Research Area

Contabilidade Financeira e Finanças (CFF) / Financial Accounting and Finance



“A OUTRA FACE DA MOEDA”: IDENTIFICANDO OS DETERMINANTES DO RISCO DE F&As TRANSFRONTEIRIÇAS

Resumo

O presente estudo buscou identificar quais são as variáveis determinantes no risco pós-aquisição em F&A transfronteiriças. Para isso realizou-se uma pesquisa explicativa com abordagem quantitativa. As hipóteses foram testadas por meio de dados secundários, que englobam o intervalo de tempo entre 1 janeiro de 1996 a 31 dezembro de 2020. Para a análise foram utilizados modelos de regressão linear múltipla estimados pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). A amostra utilizada foi composta 1.781 empresas adquirentes, sendo 99 empresas do BRICS e 1.682 do G7, totalizando um montante 3.430 aquisições. A análise dos dados foi realizada considerando os diversos níveis da amostra e dividindo-se o conjunto total de dados em quatro diferentes cenários de análise, formados a partir da combinação de pares de empresas adquirentes e alvos. Os resultados demonstraram que o grau de estabilidade econômica, o valor da transação e a experiência em F&As domésticas contribuem para explicação do risco pós-aquisição. Como contribuições deste estudo, destacam-se a dilatação da literatura, a identificação dos determinantes do risco em F&As transfronteiriças e o fomento ao entendimento da comunidade geral sobre esse tipo de investimento corporativo.

Palavras-Chave: Fusões e Aquisições, Aquisições Transfronteiriças; Risco, Mercados Emergentes; Mercados Desenvolvidos.

1. Introdução

No ano de 2018 as transações de fusões e aquisições (F&As) transfronteiriças cresceram 18%, movimentando cerca de \$816 bilhões de dólares, o equivalente a 62% de todo o valor dos Investimentos Estrangeiros Diretos (IEDs) e o maior nível desde o *boom* das “pontocom” em 2000 (UNCTAD, 2019). Em 2019, as transações realizadas por empresas latino-americanas apresentaram forte crescimento, com investimentos somando \$42 bilhões de dólares, sendo as maiores altas registradas no Brasil, México e Chile (UNCTAD, 2020). Nesse mesmo período, 32% de todas F&As transfronteiriças tiveram como alvo empresas localizadas nos Estados Unidos, o que movimentou cerca de \$157 bilhões de dólares (UNCTAD, 2020).

Já em 2020, os números apontaram uma queda no saldo de IEDs de aproximadamente 50% (UNCTAD, 2020, 2021). O principal motivo dessa desaceleração dos IEDs foram as restrições impostas por vários países na tentativa de se combater a pandemia de COVID – 19.

Ainda como efeito da crise, diversos governos têm executado massivos programas de incentivos fiscais, pressionando para baixo os custos de financiamentos no setor privado (UNCTAD, 2021). Como resultado, os investimentos em F&As transfronteiriças têm apresentado uma retomada gradativa ao longo do ano de 2021, a qual deverá persistir em 2022 levando os números de volta aos patamares de 2019 com crescimento de 10% a 15% no ano (UNCTAD, 2021). Contudo, apesar da retomada as incertezas tendem a permanecer, uma vez que diversos setores da economia global ainda apresentam desempenhos negativos (UNCTAD, 2021).

Em cenários de crise, marcados por tantas incertezas econômicas e políticas, as responsabilidades dos gestores e tomadores de decisão sobre a garantia de continuidade dos negócios e de preservação da riqueza dos acionistas aumentam. Nesse sentido, as empresas que tiverem uma melhor compreensão sobre o processo de aquisição e de seus riscos, podem obter vantagens competitivas e reduzir os efeitos da crise sobre seus projetos.

Não obstante, o tema de Fusões e Aquisições (F&As) tem sido amplamente difundido na literatura internacional de finanças e muitos autores têm se dedicado ao estudo de suas características e determinantes (Mitchell & Mulherin, 1996; Harford, 2005; Erel et al., 2012; Deng & Yang, 2015; Cortés et al., 2017; Chidambaran et al., 2018;). De maneira geral, F&As podem ser classificadas em domésticas, aquelas que ocorrem entre firmas de um mesmo país, e transfronteiriças que são transações consideradas internacionais.

Segundo com Erel et al. (2012) as F&As transfronteiriças apresentam um maior nível de complexidade, principalmente no processo de integração pós-aquisição. Essa complexidade adicional é advinda das diferenças geográficas, culturais, institucionais e econômicas de cada país. Desse modo, o conjunto de todos esses fatores podem se configurar como um risco a ser gerenciado pelas empresas dispostas a se engajarem em F&As transfronteiriças (Dikova et al., 2010; Erel et al., 2012; Zhou et al., 2016; Xie et al., 2017; Chidambaran et al., 2018).

Narayan & Thenmozhi (2014), consideram as F&As transfronteiriças uma estratégia de alto risco, onde as chances de fracasso são elevadas. King & Schriber (2016) também alertam para o risco de retaliação pela concorrência, que podem arruinar completamente as oportunidades de criação de valor e a obtenção de vantagens competitivas pela adquirente. Outros autores relataram uma elevada taxa de abandono das transações anunciadas, provocada principalmente por fatores como as diferenças institucionais, as incertezas associadas ao ambiente dos países alvo e a falta de experiência das firmas adquirentes neste tipo de negócio (Dikova et al., 2010; Zhou et al., 2016).

Ainda nesse sentido, algumas pesquisas destacaram que a resiliência e a aprendizagem organizacional são capazes de diminuir os riscos e aumentar os índices de sucesso associados as F&As. Isso por que na medida em as empresas realizam suas transações, os gestores e executivos compreendem mais sobre o processo de “como adquirir” e novas capacidades, conhecimentos e rotinas são criadas e assimiladas (Levitt & March, 1988; Haleblan et al., 2006; Galavotti et al., 2017; Hsu et al., 2019; Paula et al. 2020).

Contudo, apesar da diversidade de estudos que contribuem para o entendimento das transações de F&As, nenhum trabalho buscou identificar de maneira pontual quais são as variáveis determinantes do risco pós-aquisição, principalmente no caso específico de F&As transfronteiriças. Aliado a isso, tem-se o fato de que boa parte dos estudos sobre F&As transfronteiriças abordam a análise das motivações e dos retornos desse tipo investimento. Em outras palavras, F&As são um tipo de investimento e as pesquisas têm se preocupado apenas com um “lado da moeda”, o lado do retorno e do desempenho, o que faz com que ainda haja na literatura uma lacuna a ser preenchida, ou “a outra face da moeda” a ser observada.

Neste contexto, o presente estudo busca responder a seguinte questão: *Quais as variáveis podem ser consideradas como determinantes do risco pós-aquisição em F&As transfronteiriças?*

Para responder a essa questão, objetiva-se identificar quais as variáveis determinantes do risco pós-aquisição em F&A transfronteiriças. Não obstante a este propósito, também se busca analisar os efeitos específicos da experiência prévia em F&As sobre o risco pós-aquisição. Ao atender a esse objetivo espera-se que a apropriação desse conteúdo, possa contribuir com a literatura por meio da investigação dos fatores que podem influenciar o risco pós-aquisição, identificando suas dinâmicas em diferentes cenários econômicas. Além disso, o papel da gestão de risco no contexto de F&As, especialmente as transfronteiriças, é de fundamental importância pois pode garantir melhores ganhos de sinergia e consequentemente, uma maior criação de valor para os acionistas de firmas adquirentes.

Ademais, é notável que transações de F&As em geral movimentam grandes montantes de recursos financeiros e humanos, além de envolver governos e órgãos reguladores. Portanto, espera-se que uma investigação do tema proposto possa gerar como contribuição social um melhor entendimento da comunidade geral sobre este tipo de negócio.

2. Revisão da Literatura e Desenvolvimento das Hipóteses

De acordo com Erel et al. (2012) F&As domésticas e transfronteiriças são motivadas pelo ganho de sinergia, isto é, a criação de valor através da combinação dos negócios de ambas as companhias envolvidas na transação (Erel et al., 2012). Todavia, além do ganho de sinergia existem outros fatores que explicam a ocorrência de F&As, tais como; poder de mercado, ganho de vantagens competitivas, diversificação, redução dos custos de transação, redução da dependência de recursos, experiência prévia em F&As e até mesmo problemas de agência (Harford, 2005; Dikova et al., 2010; Erel et al., 2012; Yang, 2015; Cortés et al., 2017; Reddy, & Liang, 2017; Xie et al., 2017; Chidambaran et al., 2018).

Luo e Tung (2007) afirmam que multinacionais de países emergentes utilizam F&As transfronteiriças como forma de se obter acesso a ativos estratégicos e enfrentar as restrições presentes em seus mercados domésticos. Deng e Yang (2015) corroboram com tal argumento e afirmam que a Teoria da Dependência de Recursos é fundamental na explicação dos eventos de F&As. Para os autores esse tipo de transação é um mecanismo capaz de fornecer acesso a novos mercados, recursos naturais e tecnologias específicas essenciais para as atividades organizacionais (Deng & Yang, 2015).

Por esses motivos as F&As transfronteiriças também são consideradas pela literatura como principal modo de entrada das EMEs no mercado global (Yamakawa et al, 2013). Firms de países emergentes possuem desvantagens tecnológicas e gerenciais quando comparadas às EMDs, nesse sentido, a realização de aquisições representa uma estratégia ágil para se sobrepujar tais desvantagens (Lebedev et al. 2015).

Outros fatores encontrados na literatura como determinantes de F&As são as características das firmas adquirentes, aspectos de governança e o nível de competitividade do setor doméstico (Chidambaran et al. 2018). Segundo os autores, empresas grandes, jovens, superavaliadas, com bons índices de liquidez e endividamento e que enfrentam maior competição em seus setores são mais propensas a se engajarem em F&As transfronteiriças, principalmente em mercados desenvolvidos. Já entre os

aspectos de governança, observou – se que as firmas integrantes de grupos empresariais, com menos membros no conselho de administração e menos participação familiar são mais engajadas nesse tipo de investimento, seja a nível doméstico ou internacional (Chidambaran et al. 2018).

Além das características das firmas, outros fatores influenciam o comportamento de aquisição das empresas, bem como suas relações com o risco pós-aquisição. Esses fatores conduziram as hipóteses deste estudo em três categorias, conforme seus respectivos níveis de análise. A primeira categoria se refere às hipóteses que buscam verificar os efeitos das características do ambiente do país alvo no risco pós-aquisição, portanto, estão relacionadas ao nível do ambiente onde a transação ocorre. De maneira semelhante, a segunda e terceira categorias se referem, respectivamente, as hipóteses que buscam verificar os efeitos das características das firmas adquirentes e da própria transação no risco pós-aquisição. Conseqüentemente, tais hipóteses estão relacionadas ao nível da firma e da transação. Esses fatores, as hipóteses, o suporte da literatura e suas respectivas categorias estão demonstradas no Quadro 1.

Quadro 1 – Definição das hipóteses e suporte da literatura

Hipótese	Suporte da Literatura	Nível de Análise
<i>H₁: A estabilidade do ambiente econômico do país alvo reduz o risco pós-aquisição incorrido pela firma adquirente</i>	Dentre os fatores que influenciam o comportamento de aquisição das empresas e que podem estar associados ao risco pós-aquisição destacam – se as características dos países alvos, tais como o grau desenvolvimento econômico e o grau de estabilidade econômica. A literatura destaca que EMEs tenderão a realizar mais aquisições em países mais desenvolvidos e estáveis do ponto de vista econômico como forma de reduzir os riscos de seus negócios e acessarem mercados mais eficientes e com melhores estruturas de governança (Zhou et al., 2016; Xie et al., 2017; Sha et al., 2020; Li et al., 2021; Paudyal et al., 2021). Diante disso, argumenta-se que ambientes economicamente mais desenvolvidos são mais previsíveis, possuem maior grau liberdade econômica e oferecem melhores níveis de governança, eficiência de mercado e proteção aos investidores, favorecendo a gestão de negócios e realização de investimentos.	Ambiente
<i>H₂: O grau de liberdade econômica do país alvo reduz o risco pós-aquisição incorrido pela firma adquirente.</i>	Xie et al. (2017) afirmam que o nível de abertura econômica e incentivos à internacionalização também são variáveis importantes para a ocorrência de IEDs. Alguns autores afirmam que em períodos pós liberalização econômica as empresas de países emergentes tendem a realizar mais aquisições como forma de legitimação, combate a concorrência e até mesmo como estratégia de sobrevivência num mercado global (Kapuria-Foreman, 2007; Azman-Saini et al., 2010; Gubbi et al., 2010; Moussa et al., 2016; Rao-Nicholson & Ayton, 2016; Chidambaran et al., 2018). Neste contexto, argumenta-se que as firmas incorrerão em menos riscos ao adquirirem em países com maiores graus de liberdade econômica, pois nesses ambientes as intervenções de governos na economia tendem a ser menores, enquanto o acesso ao crédito e a liberdade de investimento tendem a ser maiores.	Ambiente

<p><i>H₃: A liquidez da firma adquirente reduz o risco pós-aquisição.</i></p>	<p>Outro fato relevante sobre F&As é que estas podem ocorrer por meio de ondas, ou seja, em um volume elevado e muito concentrado em um determinado intervalo de tempo (Mitchell, Mulherin, 1996; Harford, 2005; Cortés et al., 2017;). A ocorrência de choques tecnológicos, econômicos ou regulatórios são capazes de afetar o equilíbrio operacional de uma determinada indústria, causando uma realocação generalizada de ativos na forma de F&As, o que dá origem a uma onda de F&As. E um fator que contribui para a ocorrência dessa onda é a liquidez de capital em um determinado setor (Shleifer, Vishny, 2003; Harford, 2005). Diversos autores também reforçam estes argumentos e afirmam que empresas com maiores níveis liquidez possuem maior capacidade de investimento e, portanto, se envolvem mais em aquisições (Jensen, 1986; Chidambaran et al. 2018; Erel et al., 2021).</p>	<p>Firma</p>
<p><i>H₄: A realização de uma F&A transfronteiriça verticalizada aumenta o risco pós – aquisição incorrido pela firma adquirente.</i></p>	<p>Segundo Ames, Coyne, & Kim (2020), as firmas que se encontram nas fases finais de seus ciclos de vida tendem a realizar mais aquisições, inclusive em diferentes setores (F&As verticalizadas), oferecendo ações como a principal forma de pagamento. Aquisições com tais características não têm como principal motivação a criação de valor para o acionista, mas sim a mudança no <i>core business</i> das empresas adquirentes como forma de se garantir a continuidade dos negócios (Donaldson & Lorsch, 1983; Hann et al. 2013). Além disso, a oferta de pagamento em ações representaria uma saída aos problemas de liquidez enfrentados por empresas em fases de declínio (Dickinson, 2011; Ames et al., 2020). Apesar de alguns autores argumentarem que F&As verticalizadas representam uma estratégia de gestão de risco (Donaldson & Lorsch, 1983; Garfinkel & Hankins, 2011; Hann et al, 2013; Ames et al., 2020), não há evidências concretas de que isso seja válido no caso específico de F&As transfronteiriças.</p>	<p>Transação</p>
<p><i>H₅: Melhores níveis de governança do país alvo reduzem o risco pós-aquisição incorrido pela firma adquirente.</i></p>	<p>Transações internacionais requerem maiores volumes de recursos financeiros, mais capacidade organizacional, gerencial e envolvem firmas localizadas em diferentes ambientes econômicos, institucionais, culturais e geográficos (Erel et al., 2012, Zhou et al., 2016). A associação de todos esses fatores, tornam as F&As transfronteiriças mais complexas e, portanto, mais arriscadas. Zhou, Xie, & Wang (2016) afirmam que no caso F&As entre EMEs e EMDs as diferenças são ainda maiores, havendo muito mais incertezas entre as partes. Como consequência, a assimetria informacional é amplificada, gerando erros na tomada de decisão, aumentando os riscos e diminuindo as chances de se completar a transação anunciada, pois nesses casos, os adquirentes tendem a abandonar o negócio como forma de se evitar maiores perdas (Zhou et al., 2016). Dentre os principais fatores que contribuem para o abandono de uma F&A transfronteiriça tem - se a distância institucional e o risco-país (Dikova et al., 2010; Zhou et al., 2016). Para os autores, quanto maior a distância</p>	<p>Ambiente</p>

	<p>institucional e o risco – país, menores são as chances de ocorrência de uma F&A transfronteiriça.</p> <p>Por outro lado, Maung et al., (2019) apontam que as empresas adquirentes oferecem maiores prêmios de aquisição às firmas localizadas em países com melhores ambientes de investimentos, pois entendem que os riscos associados ao negócio serão reduzidos.</p>	
<p><i>H₆: No caso de EMEs adquirindo EMDs, a participação transacionada está negativamente relacionada com o risco pós-aquisição.</i></p>	<p>Além dos efeitos sobre a decisão de aquisição e no processo precificação da firma alvo, os fatores institucionais dos países alvo também se relacionam com a decisão do “quanto adquirir”, isto é, da parcela do controle acionário a ser transacionado. Dang et al., (2018), demonstram que firmas adquirentes escolhem aquisições parciais e minoritárias em detrimento de aquisições completas ou majoritárias quando a empresa alvo está localizada em países com menores níveis de desenvolvimento institucional e econômico. De modo semelhante, Yang (2015) afirma EMEs optarão pela aquisição de maiores níveis de participação quando a empresa alvo estiver localizada em países com melhores índices de desenvolvimento institucional.</p> <p>Sendo assim, ao se tomar como base os achados de Dang et al. (2018), Dikova et al., (2010) e Yang (2015), verificaram que a realização de uma aquisição minoritária será preferível quando a adquirente perceber que o ambiente de negócios do país alvo oferece mais riscos do que seu ambiente doméstico e vice-versa.</p>	<p>Transação</p>
<p><i>H₇: A contratação de um financial advisor local reduz o risco pós – aquisição incorrido pela firma adquirente.</i></p>	<p>A ocorrência de assimetrias informacionais em uma aquisição transfronteiriça pode comprometer a capacidade da firma adquirente em avaliar corretamente uma firma alvo e, conseqüentemente, impedir a geração da sinergia planejada (Gouveia et al., 2020). Como forma de aliviar tais efeitos e reduzir o risco pós-aquisição, as firmas adquirentes recorrem à contratação de consultores especializados (<i>financial advisors</i>) capazes de suprir suas deficiências informacionais acerca do contexto da transação e da firma alvo, principalmente quando há uma distância institucional. (Very & Schweiger, 2001; Dikova et al., 2010; Zhou et al., 2016; Gouveia et al., 2020).</p>	<p>Transação</p>
<p><i>H₈: O valor da transação afeta positivamente o risco pós-aquisição incorrido pela firma adquirente.</i></p>	<p>Quanto ao sucesso das estratégias de aquisições internacionais, Narayan & Thenmozhi (2014) apontam que F&As transfronteiriças onde EMEs são adquirentes não há criação de valor, e que nos casos em que as adquirentes são EMDs as chances de se obter um desempenho positivo são de apenas 50%. Já para King & Schriber (2016), o que define o sucesso ou o fracasso de uma F&A não é unicamente a criação de valor, mas sim o ganho de competitividade pelas firmas envolvidas.</p> <p>Haja vista que as firmas que se envolvem em F&As movimentam elevados montantes de recursos financeiros e recebem muita atenção da mídia, governos e órgãos reguladores, torna - se impossível que também não sejam percebidas por seus concorrentes (King & Schriber, 2016). Uma vez percebida, uma estratégia de aquisição pode ser parcial ou integralmente decifrada pela concorrência, que poderá reagir, dificultando a obtenção de valor e vantagens</p>	<p>Transação</p>

	<p>competitivas pelas firmas adquirentes (King & Schriber, 2016).</p> <p>A retaliação da concorrência a um anúncio de F&A pode variar como a realização de contraproposta com intuito de aumentar o valor da transação, pedidos de embargo junto a órgãos reguladores, guerra de preços no mercado de produtos, assédio a funcionários e clientes e até mesmo a realização de uma nova aquisição como forma de se equiparar ou superar o poder de mercado dos demais <i>players</i> do setor (King & Schriber, 2016).</p> <p>Contudo, firmas interessadas em realizar F&As podem reduzir o risco de retaliação por meio de uma diminuição da visibilidade e do tempo de realização da transação. Tal estratégia tornaria menos evidente o objetivo da aquisição e reduziria o tempo hábil de reação da concorrência (King & Schriber, 2016).</p>	
<p><i>H₉: A experiência prévia em F&As domésticas geram conhecimento sobre o processo geral de aquisição e, portanto, reduz o risco pós – aquisição incorrido pela firma adquirente.</i></p> <p><i>H₁₀: A experiência prévia em F&As transfronteiriças geram conhecimento específico sobre o processo de aquisição internacional e, portanto, reduz o risco pós – aquisição incorrido pela firma adquirente.</i></p>	<p>Hsu et al. (2019) afirmam que a resiliência organizacional é capaz de melhorar o desempenho das firmas adquirentes, pois empresas mais resilientes são melhores em identificar suas vulnerabilidades e, portanto, são mais eficientes no gerenciamento de riscos e na obtenção de sinergia (Hsu, Park, & Lew, 2019).</p> <p>A noção de resiliência organizacional é diretamente relacionada com conceito de aprendizagem organizacional. Este processo de aprendizagem quando aplicado ao contexto de F&As demonstra que a medida em que as organizações realizam mais aquisições, mais experientes se tornam em relação ao processo de “como adquirir” e novas capacidades, conhecimentos e rotinas são criadas e assimiladas (Levitt & March, 1988; Haleblan et al., 2006). Como resultado, observa-se a evolução do grau de resiliência das organizações e de suas capacidades de investimento (Hsu et al., 2019).</p> <p>Por sua vez, Galavotti et al. (2017) verificaram que a participação em transações domésticas melhora as competências das firmas adquirentes relacionadas à seleção de alvos, <i>due diligence</i>, negociação e integração, gerando assim uma base de conhecimento gerais que também podem ser aplicados às F&As transfronteiriças (Alessandri et al., 2014; Galavotti et al., 2017).</p> <p>Já no caso específico de F&As transfronteiriças, a experiência prévia em aquisições favorece a possibilidade de uma nova transação até o ponto em que os custos e riscos adicionais superam as expectativas de ganhos de sinergia da nova transação (Galavotti et al., 2017).</p>	<p>Firma</p>

Fonte: Elaboração dos Autores (2021).

3. Metodologia

3.1 Amostra e Coleta de Dados

As hipóteses desta pesquisa foram testadas por meio de um quase-experimento natural com design longitudinal. As variáveis do estudo foram coletadas entre janeiro de 1996 e dezembro de 2020 para 1781 empresas adquirentes, sendo 1682 delas oriundas dos países do G7, para representar os países desenvolvidos (PD) e 99 empresas oriundas

do BRICS para representar os países emergentes (PE). Quanto ao número de transações foram analisadas 3430 aquisições distribuídas conforme apresentado na Tabela 1.

Tabela 1 - Número de Transações

Transações	Frequência	Percentual	Acumulado
BRICS-BRICS	5	0,15%	0,15%
BRICS-G7	115	3,35%	3,50%
G7-BRICS	323	9,42%	12,92%
G7-G7	2.987	87,08%	100,00%
Total	3.430	100%	

Fonte: Elaboração dos Autores (2021).

A amostra do estudo foi composta por empresas não financeiras de capital aberto sediadas em PE e PD que tenham realizado aquisições de outras empresas de PE ou PD. Os dados financeiros das transações e das empresas analisadas foram coletados na *Thomsom Refinitiv*. Por sua vez, as informações sobre os ambientes institucionais e econômicos dos países que compõem a amostra foram coletadas nas bases de dados disponibilizadas pelo Banco Mundial, Fundação Heritage e pelo website *Economic Policy Uncertainty*.

Seguindo estudos prévios serão mantidas na amostra apenas aquisições acima de USD 2 milhões e onde a firma adquirente possuía menos de 50% das ações da firma alvo e passou a deter mais de 51% após a realização da transação em análise (Narayan & Thenmozhi, 2014; Galavotti et al., 2017).

3.2 Variáveis do Modelo

3.2.1 Variável dependente

A variável dependente deste estudo é o risco (RISCO) incorrido pela empresa adquirente após a realização de uma F&A transfronteiriça. Uma prática muito comum em estudos sobre F&As é a utilização de metodologias baseadas na análise dos preços das ações, tais como a análise dos retornos cumulativos anormais (CAR) e janelas de eventos no curto e longo prazo.

No entanto, apesar de muito comum, a análise de retornos anormais em mercados emergentes pode conter vieses. Conforme argumentado por Narayan e Thenmozhi (2014), em mercados emergentes as ineficiências dos mercados de capitais tendem a ser maiores, o que compromete a capacidade de avaliação dos investidores e distorcem os retornos anormais obtidos. Como forma de se contornar este problema, os autores sugerem a utilização de métricas relacionadas ao desempenho operacional das firmas adquirentes. De modo semelhante, Chang & Cho (2017) e Paula et al. (2020) utilizaram como proxy para o risco pós aquisição a volatilidade dos retornos dos ativos (ROA) das firmas adquirentes.

Sendo assim, será utilizada como proxy para o risco pós - aquisição a média móvel de três anos da variância do ROA, assim como utilizado por Paula et al. (2020). Por fim, com o intuito de se eliminar os efeitos dos passivos de funcionamento sobre a capacidade de geração de lucro dos ativos, o ROA será definido como a razão entre o lucro operacional e o somatório das dívidas de curto e longo prazo e o patrimônio líquido.

3.2.2 Variáveis independentes e de controle



A partir da literatura foram definidas onze variáveis independentes sendo elas: o grau de estabilidade econômica do país alvo (GEE); o grau de liberdade econômica do país alvo (GLE); a liquidez da firma adquirente (LIQ); a ocorrência de F&As verticais (VERT); o nível de governança do país alvo (GOV); a participação adquirida (PART), a contratação de *financial advisor* local (LOCAL); o valor da transação (VALOR); a experiência prévia em F&As domésticas (EXP_{DOM}) e a experiência prévia em F&As transfronteiriças (EXP_{TRANSF}).

Para mensuração da variável GEE utilizou-se o logaritmo natural do *Economic Policy Uncertainty Index* (EPU) desenvolvido por Baker et al. (2016). Este índice é uma proxy utilizada em diversos estudos sobre F&As para mensuração da qualidade do ambiente econômico dos países, fruto de uma metodologia robusta e de fácil acesso (Chang & Cho, 2017; Sha et al., 2020; Li et al., 2021). Contudo, é importante ressaltar que a interpretação da variável GEE ocorre de maneira inversa. Isso ocorre pois o índice EPU mede a incertezas econômicas e o efeito que se deseja observar é a estabilidade econômica. Sendo assim, uma relação positiva entre EPU e RISCO indica uma relação negativa entre GEE e RISCO (efeito esperado em H₁) e vice-versa.

Para mensurar a variável GLE utilizou-se o Índice de Liberdade Econômica (ILE) divulgado pela *The Heritage Foundation* em seu website, e já utilizado por Liou & Rao-Nicholson (2019).

Segundo Erel et al. (2021) utilizou-se a razão Caixa e Equivalentes de Caixa/Ativos Totais como proxy para testar os efeitos da liquidez da firma adquirente (LIQ) sobre o risco pós-aquisição.

Para a ocorrência de transações verticalizadas (VERT) foi criada uma variável *dummy*, cujo valor será 1 em caso de transações verticalizadas e 0 em caso de transações envolvendo empresas do mesmo setor (horizontais ou não verticalizadas).

Para mensurar o nível de governança do país alvo (GOV) utilizou-se a média global dos seis indicadores de governança do Banco Mundial: *Voice and Accountability; Political Stability and Absence of Violence/Terrorism; Government Effectiveness; Regulatory Quality; Rule of Law* e *Control of Corruption*, também utilizados no estudo de Gunessee & Hu (2021).

Segundo Yang (2015), a participação adquirida (PART) foi mensurada na forma contínua dada pela porcentagem do controle adquirido conforme reportado na *Thomson Refinitiv*. Como forma de se analisar o caso de contratação de um *financial advisor* local, uma variável *dummy* (LOCAL) foi criada sendo o valor 1 caso haja um *financial advisor* local e 0 caso não haja.

Como proxy para a variável VALOR utilizou-se a metodologia de Paula et al., (2020) e Narayan & Thenmozhi (2014), a qual consiste no emprego do logaritmo natural do valor da transação.

As variáveis experiência em F&As domésticas (EXP_{DOM}) e transfronteiriças (EXP_{TRANSF}) foram mensuradas pela quantidade de transações realizadas no período dos quatro anos anteriores à transação em análise. A janela temporal de quatro anos é indicada em estudos prévios com base no argumento de que experiências mais recentes são mais facilmente lembradas e associadas pelas organizações do que experiências mais antigas (Levitt & March, 1988; Ellis et al., 2011; Galavotti et al., 2017).

De modo a atingir um melhor ajustamento do modelo foram utilizadas algumas variáveis de controle, sendo elas: o tamanho da firma adquirente (TAM), setor econômico (SETOR) e o tempo (ANO). Conforme Chidambaran et al., (2018), Erel et al., (2021),

Paula et al. (2020), o tamanho da firma será dado pelo logaritmo natural do valor dos ativos totais. Já as variáveis SETOR e ANO serão construídas em forma de *dummies* representativas de cada setor econômico e ano em análise.

O Quadro 2 apresenta um resumo das variáveis do modelo, as formas de mensuração, a referência e os respectivos sinais esperados.

Quadro 2 – Resumo das variáveis e o sinal esperado

Variável	Tipo	Sigla	Métrica	Referência	Sinal Esperado
Risco Pós - Aquisição	Dependente	RISCO	Média móvel de três anos da variância do ROA	Chang & Cho (2017), Paula et al. (2020)	N/A
Grau de Estabilidade Econômica	Independente	GEE	Logaritmo natural do <i>Economic Policy Uncertainty Index (EPU)</i>	Chang & Cho (2017), Li et al., (2021) e Sha et al., (2020)	-
Grau de Liberdade Econômica	Independente	GLE	Índice de Liberdade Econômica (ILE)	Liou & Rao-Nicholson (2019)	-
Liquidez da Firma Adquirente	Independente	LIQ	Caixa e Equivalentes de Caixa/Ativos Totais	Erel et al., (2021), Chidambaran et al., (2018)	-
F&A Verticalizada	Independente	VERT	<i>Dummy</i>	-	+
Nível de Governança do País Alvo	Independente	GOV	Média global do <i>World Governance Indicators (WGI)</i>	Gunessee & Hu (2021)	-
Participação Adquirida	Independente	PART	Porcentagem do controle adquirido	Yang (2015)	+
<i>Financial Advisor</i>	Independente	LOCAL	<i>Dummy</i>	-	-
Valor da Transação	Independente	VALOR	Logaritmo natural do valor da transação	Paula et al. (2020), Narayan & Thenmozhi (2014)	+
Experiência em F&As Domésticas	Independente	EXP _{DOM}	Quantidade de transações domésticas realizadas no período dos quatros anos anteriores	Ellis et al. (2011), Galavotti et al. (2017)	-
Experiência em F&As Transfronteiriças	Independente	EXP _{TRANSF}	Quantidade de transações transfronteiriças realizadas no período dos quatros anos anteriores	Ellis et al. (2011), Galavotti et al. (2017)	-
Tamanho da Firma	Controle	TAM	Logaritmo natural dos ativos totais	Chidambaran et al., (2018), Erel et al., (2021), Paula et al. (2020)	-
Sector Econômico	Controle	SETOR	<i>Dummy</i>	-	N/A
Tempo	Controle	ANO	<i>Dummy</i>	-	N/A

Fonte: Elaboração dos Autores (2021).

3.3 Análise dos Dados



As hipóteses desta pesquisa foram testadas por meio de regressões lineares múltiplas com dados em painel, o que se justifica em função da estrutura dos dados utilizada apresentar características de *cross-section* (i) relacionadas com as características das organizações ao longo de uma série temporal (t).

Com o intuito de gerar uma melhor compreensão dos resultados, as estimações ocorrerão em duas diferentes etapas:

Etapa 1 - Foram estimados modelos com todas as variáveis independentes (VI) incluídas individualmente, mais as variáveis de controle (VC). Com base neste esquema de análise, diversos modelos econométricos com diferentes combinações de variável dependente (VD), independentes e de controle foram estimados. Sendo assim, o modelo geral a ser utilizado poderá ser construído conforme a Equação 2:

$$VD_{it} = \alpha + \beta_a VI_{ijt} + \beta_b VC_{ijt} + \varepsilon_{ijt} \quad (2)$$

Onde, *i* representa a firma na *i*-ésima observação no período de tempo *t*. O subscrito *j* representa variável independente em análise. Do mesmo modo, ε_{ijt} , representa o termo de erro para equação estimada.

Ao fim, tem-se uma matriz de equações de 1 linha e *j* colunas, o que consequentemente retorna um total de $1 * j$ equações. Substituindo os termos pelas respectivas quantidades de variáveis independentes tem-se um total de 10 equações ($1*10 = 10$).

O objetivo desta etapa é verificar quais são as VI significantes que se alteraram nos modelos da Etapa 2. A lógica deste processo é semelhante a observação de um grupo de controle.

Etapa 2 - Com o objetivo de se validar as hipóteses em diferentes níveis e formular conclusões a partir dos contextos específicos de EMDs e EMEs, a amostra de pesquisa foi dividida em quatro grupos de forma a compor quatro quadrantes de análise (Figura 1). O primeiro quadrante (Q₁) composto por empresas adquirentes de mercados desenvolvidos que adquiriram outras firmas de mercados desenvolvidos (EMD – EMD). O segundo quadrante (Q₂) composto por empresas de mercados desenvolvidos que adquiriram empresas em mercados emergentes (EMD – EME). O terceiro quadrante (Q₃) composto por empresas de mercados emergentes que adquiriram empresas em mercados desenvolvidos (EME – EMD). Por fim, o quarto quadrante (Q₄) composto por empresas de mercados emergentes que adquiriram outras empresas em mercados emergentes (EME – EME).

		Alvo	
		EMD	EME
Adquirente	EMD	Q ₁	Q ₂
	EME	Q ₃	Q ₄

Figura 1. Quadrantes de Análise

Uma vez definido os arranjos entre Adquirente - Alvo, modelos econométricos com a inclusão simultânea e todas as variáveis independentes significantes serão estimados. Sendo assim, tem – se a modelagem econométrica conforme a Equação (3).

$$VD_Q = \alpha + \beta_a VI_Q + \beta_b VC_Q + \varepsilon_{i,Q} \quad (3)$$

Onde, Q representa o quadrante em análise. Do mesmo modo, ε_Q , representa o termo de erro para equação estimada. Este esquema de análise resulta em um total de 4 modelos.

4. Resultados e Discussões

4.1 Análise Descritiva

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas. De maneira geral, nota – se uma grande dispersão nos dados, que podem ser explicadas pela grande variabilidade nas características das empresas, transações e de seus respectivos ambientes, uma vez que se trata de uma amostra composta por indivíduos de diferentes portes e países.

No que diz respeito as variáveis EXP_{DOM} e EXP_{TRANSF} , nota-se que, em média, as empresas da amostra realizaram mais aquisições domésticas do que transfronteiriças. Tal fato pode sugerir que a experiência doméstica apresente uma relação mais significativa do que a experiência transfronteiriça quando da estimação dos modelos de regressão. Por fim, é possível observar uma média de participação adquirida em torno 97,13%, o que é muito superior ao ponto de corte estabelecido em 51%.

Tabela 1 - Estatísticas Descritivas

Variáveis	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
RISCO	-6,17	-6,51	3,00	-77,46	10,62
GEE	4,82	4,81	0,50	2,92	6,14
GLE	73,30	75,50	6,63	47,40	81,20
GOV	1,30	1,33	0,38	-0,86	1,68
VALOR	4,16	4,04	1,85	0,69	12,22
PART	97,13	100,00	9,47	51,00	100,00
LIQ	0,11	0,07	0,12	0,00	1,00
EXP_{DOM}	1,22	0,00	2,23	0,00	31,00
EXP_{TRANSF}	0,76	0,00	1,42	0,00	13,00
TAM	21,17	21,37	2,41	7,60	27,50

Fonte: Elaboração dos Autores (2021).

Na sequência, estimou – se a matriz de correlações, cujos resultados estão expostos na Tabela 2. Nota - se que as variáveis GEE, GLE e GOV apresentaram correlações significantes com o RISCO, porém contrárias às hipóteses H_1 , H_2 e H_5 . Outras variáveis que apresentaram correlações opostas ao esperado foram VALOR e LIQ, contrapondo assim às hipóteses H_3 e H_8 .

Já PART, EXP_{DOM} , e EXP_{TRANSF} apresentaram correlações com o RISCO conforme o esperado, corroborando assim com as hipóteses H_6 , H_9 e H_{10} , respectivamente. Por fim, as variáveis LOCAL e VERT não apresentaram nenhuma significância estatística.

Tabela 2 - Matriz de Correlações

Variáveis	RISCO	GEE	GLE	GOV	VALOR	PART	LOCAL	VERT	LIQ	EXP_D	EXP_T	TAM
-----------	-------	-----	-----	-----	-------	------	-------	------	-----	---------	---------	-----

<i>RISCO</i>	1,00											
<i>GEE</i>	-0,04*	1,00										
<i>GLE</i>	0,13*	0,13*	1,00									
<i>GOV</i>	0,11*	-0,02	0,33*	1,00								
<i>VALOR</i>	-0,14*	0,02	-0,07*	-0,07*	1,00							
<i>PART</i>	0,04	0,04*	0,15*	0,15*	0,02	1,00						
<i>LOCAL</i>	-0,02	-0,01	-0,06*	0,02	0,14*	-0,02	1,00					
<i>VERT</i>	-0,02	0,00	-0,04*	0,00	-0,08*	0,01	-0,08*	1,00				
<i>LIQ</i>	0,24*	0,02	-0,04	-0,02	-0,22*	0,02	-0,05	0,00	1,00			
<i>EXP_D</i>	-0,14*	-0,04*	0,17*	0,01	0,12*	0,05*	0,00	0,00	-0,12*	1,00		
<i>EXP_T</i>	-0,07*	-0,03	0,03*	0,13*	0,07*	0,07*	0,04	0,03	-0,12*	0,21*	1,00	
<i>TAM</i>	-0,44*	-0,06*	-0,12*	-0,13*	0,56*	-0,11*	0,09*	0,00	-0,36*	0,26*	0,13*	1,00

Fonte: Elaboração dos Autores (2021).

Nota: (*) significância estatística

Outro aspecto evidenciado na matriz de correlações são os elevados coeficientes com significância entre as variáveis GLE e GOV, VALOR e TAM, LIQ e TAM, EXP_{DOM} e TAM e EXP_{DOM} e EXP_{TRANSF}. A ocorrência de tais valores pode ser um indicativo de multicolineariedade e deverá ser propriamente investigado no momento das estimações dos modelos de regressão.

4.2 Resultados da Regressão

A análise econométrica foi dividida em duas etapas. Na primeira etapa estimou-se modelos onde foram incluídas individualmente cada uma das variáveis independentes e todas as variáveis de controle. Já na segunda etapa, foram estimados modelos para cada um dos quadrantes analisados.

Antes da estimação dos modelos realizaram-se testes para a verificação dos pressupostos dos modelos de regressão. Para o estudo da existência de multicolineariedade e heterocedasticidade foram realizados os testes do Fator de Inflação da Variância (VIF) e o teste de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg, nos quais identificou-se a ocorrência de ambos os problemas. Sendo assim, a fim de amenizar tais efeitos, foram estimados modelos com erros-padrão robustos.

Já o pressuposto da normalidade dos resíduos foi verificado conforme o teste de Shapiro-Wilk. Os resultados indicaram que os resíduos dos modelos estimados não seguem uma distribuição normal. Todavia, Wooldridge (2018) afirma que este problema pode ser minimizado ao se utilizar grandes amostras graças às propriedades assintóticas dos estimadores obtidos por MQO.

Os testes RESET e *linktest* foram realizados para verificação da ocorrência de variáveis omitidas e má especificação da forma funcional. Os resultados de ambos os testes confirmam que os modelos foram especificados corretamente e que não há variáveis omitidas.

4.2.1. Estimação dos modelos individuais

Nesta primeira etapa estimou-se modelos onde com a inclusão individual de cada uma das variáveis independentes e todas as variáveis de controle. Os resultados estão expostos na Tabela 3.

Tabela 3 - Modelos de regressão por VI

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	GEE	GLE	LIQ	VERT	GOV	PART	LOCAL	VALOR	EXP_D	EXP_T
<i>Coef.</i>	0,26	0,03	1,48	-0,07	0,21	0,00	-0,03	0,14	-0,06	-0,03
<i>Sig</i>	-	***	***	-	-	-	-	***	*	-
<i>Obs</i>	2.482	2.513	2.133	2.513	2.237	2.513	960	2.513	2.513	2.513
<i>R²</i>	0,27	0,28	0,26	0,27	0,27	0,27	0,25	0,28	0,27	0,27

Fonte: Elaboração dos Autores (2021).

Nota: * $p < 0.10$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$.

Dentre as variáveis em análise, o GLE e o valor da transação apresentaram uma relação positiva e significativa estatisticamente ($GLE = 0,03$; $VALOR = 0,14$), indicando que o GLE do país alvo produz um aumento do risco pós-aquisição para adquirentes internacionais, e que aquisições de maior valor também são mais arriscadas. Segundo King e Schriber (2016), isso pode ocorrer devido ao fato de que aquisições que atraem maior visibilidade tendem a sofrer mais tentativas de retaliação da concorrência, o que pode vir a dificultar a obtenção de valor pelas firmas adquirentes e aumentar o risco da transação.

Ao contrário do que se formulou na terceira hipótese deste estudo, a liquidez da firma adquirente apresentou uma relação positiva e significativa ao nível de 1% com o risco pós-aquisição. Este resultado denota que firmas com maior liquidez incorrem em maiores riscos pós-aquisições transfronteiriças. De acordo com Erel et al. (2021), firmas com maiores disponibilidades de recursos de fato apresentam maiores facilidades em realizar aquisições, no entanto, o custo desse maior nível de liquidez é a ocorrência de investimentos que destroem valor e elevam riscos ao longo do tempo.

Por fim, a experiência em F&As domésticas apresentaram uma relação negativa e significativa ao nível de 10% com o risco pós-aquisição. Conforme evidenciado por diversos autores, a experiência em aquisições domésticas melhora as competências das firmas adquirentes relacionadas à seleção de alvos, *due diligence*, negociação e integração, gerando assim uma base de conhecimento gerais que também podem ser aplicados às F&As transfronteiriças (Alessandri et al., 2014; Galavotti et al., 2017).

4.2.2. Estimação dos modelos por quadrantes de análise

Na segunda etapa da análise, foram estimados os modelos por quadrantes, e com base nos resultados dos pressupostos de regressão decidiu-se pela estimação com erros padrão robustos.

A inclusão do termo quadrático da variável de controle tamanho da firma (TAM^2) se fez necessária para a correção de um erro de especificação da forma funcional. Devido a inclusão de TAM^2 e a baixa quantidade de observações em Q_2 e Q_3 , problemas de multicolineariedade foram identificados em ambos os modelos, ocasionando coeficientes de explicação (R^2) demasiadamente elevados. Entretanto, segundo Belfiore & Fávero (2017) a multicolineariedade dos dados não afeta a capacidade de previsão dos modelos, podendo seus resultados serem interpretados sem grandes ressalvas.

Por fim, é importante ressaltar que a estimação do modelo para Q_4 (EME – EME) não foi possível devido à ausência de observações suficientes. Os resultados da análise estão demonstrados na Tabela 4.

Tabela 4 - Modelos de regressão por quadrantes de análise

(11) (12) (13)

	Q1 (EMD-EMD)		Q2 (EMD-EME)		Q3 (EME-EMD)	
	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.
<i>GEE</i>	0,83	*	1,44	-	-14,60	**
<i>GLE</i>	0,04	***	0,07	-	-0,21	-
<i>GOV</i>	-0,50	-	1,09	-	9,22	-
<i>VALOR</i>	0,05	-	0,09	-	2,16	-
<i>PART</i>	0,00	-	-0,01	-	-0,23	***
<i>LOCAL</i>	0,05	-	0,70	-	3,98	-
<i>VERT</i>	-0,05	-	1,12	-	0,78	-
<i>LIQ</i>	-0,32	-	-0,13	-	11,69	-
<i>EXP_D</i>	-0,15	***	0,19	-	0,86	*
<i>EXP_T</i>	-0,02	-	-0,23	-	2,63	-
<i>TAM</i>	-2,67	***	-5,13	-	13,43	-
<i>TAM²</i>	0,06	***	0,10	-	-0,29	-
<i>Dummy</i>						
<i>Setor</i>	<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>	
<i>Dummy</i>						
<i>Ano</i>	<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>	
Obs.	622		91		36	
R²	0,27		0,65		0,96	

Fonte: Elaboração dos Autores (2021).

Nota: * $p < 0.10$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$.

No primeiro quadrante (Q₁) observa-se que o grau de estabilidade econômica do país alvo apresentou uma relação positiva e significativa ao nível de 10% com o risco pós-aquisição, indicando que quanto maior incerteza associada ao ambiente econômico do país alvo, maiores serão os riscos pós-aquisição para a firma adquirente corroborando com a literatura da área (Zhou et al., 2016; Xie et al., 2017; Sha et al., 2020; Li et al., 2021; Paudyal et al., 2021).

Ainda no Q₁, observa-se que o GLE manteve sua relação positiva e significativa, rejeitando a H₂ deste estudo. Por sua vez, a experiência em F&As domésticas manteve o sinal negativo, porém, apresentando uma alteração no valor de seu coeficiente (de -0,06 para -0,15) confirmando a H₉ deste estudo.

Em relação ao segundo quadrante de análise (Q₂), não foi possível observar nenhuma relação estatisticamente significativa. Ressalta-se que este quadrante destacou-se as aquisições de EMEs pelas EMDs. Sendo assim, os ambientes macroeconômicos e institucionais menos estáveis e desenvolvidos das EMEs fazem com que as firmas adquirentes de mercados desenvolvidos escolham outras formas de investimentos em detrimento das F&As transfronteiriças (Zhou et al., 2016; Xie et al., 2017; Arslan & Larimo, 2017; Sha et al., 2020; Li et al., 2021; Paudyal et al., 2021). Como consequência final, nota-se que os efeitos comuns aos demais quadrantes não são evidentes em Q₂.

Já no terceiro quadrante de análise (Q₃), verifica-se que o grau de estabilidade econômica do país alvo apresentou uma relação inversa à observada em Q₁ e ao que foi proposto em H₁. Os resultados apontam a existência de relação positiva entre estabilidade econômica e o risco pós-aquisição (negativa entre incerteza e risco). Como a literatura



sobre risco em F&As ainda é incipiente, nenhuma explicação direta para a ocorrência deste resultado pode ser encontrada.

Entretanto, um argumento que contribui para a explicação deste fenômeno é o fato de que empresas presentes em economias mais estáveis e liberais tendem a investir mais no desenvolvimento de suas capacidades, tornando-se mais competitivas. Deste modo, uma vez que a competição se torna mais complexa, os riscos de se investir nestes mercados também aumentam (Kapuria-Foreman, 2007; Azman-Saini et al., 2010; Moussa et al., 2016). Em resumo, EMEs ao adquirirem EMDs podem enfrentar maiores níveis de competição e por isso incorrem em maiores riscos pós-aquisição.

Os resultados demonstraram também que a parcela adquirida apresentou uma relação negativa e significativa ao nível de 1% com o risco, indicando que no caso de EMEs adquirindo EMDs o nível participação funciona como um redutor do risco pós-aquisição, confirmando o que foi exposto em H_6 . Este efeito pode ser explicado pelo fato que as EMEs ao adquirirem EMDs conseguem acessos à mercados com melhores instituições, atraindo mais investidores e melhores *valuations* (Dikova et al., 2010; Yang, 2015; Dang et al. 2018).

Nota-se ainda que a experiência doméstica apresentou uma relação positiva e significativa ao nível de 10% com o risco-pós aquisição. Isso implica dizer que no caso de EMEs, a experiência doméstica aumenta o risco de aquisições transfronteiriças envolvendo EMDs.

Este efeito não está claro na literatura, mas uma possível interpretação seria que aquisições domésticas em mercados emergentes não fornecem o conhecimento necessário para que as empresas se engajem em F&As transfronteiriças, causando assim um aumento do risco pós-aquisição como consequência da realização de negócios dos quais não se detém conhecimento. Esta seria uma visão mais abrangente e flexível da Teoria da Aprendizagem Organizacional estudada por diversos autores (Levitt & March, 1988; Haleblan et al, 2006; Alessandri et al., 2014; Galavotti et al., 2017).

4.3 Discussão

Após análise dos dados e verificação das hipóteses, três principais resultados puderam ser notados. O primeiro diz respeito a relação entre o grau de estabilidade econômica do país alvo e o risco pós-aquisição. De maneira geral, é possível identificar que a estabilidade econômica contribui para a mitigação do risco no contexto de F&As realizadas entre economias desenvolvidas.

No caso de específico de aquisições realizadas por empresas de mercados emergentes verificou-se que esta relação é oposta ao que se encontra na literatura (Zhou et al., 2016; Xie et al., 2017; Sha et al., 2020; Li et al., 2021; Paudyal et al., 2021), indicando que o grau de estabilidade econômica se relaciona positivamente com o risco pós-aquisição. Todavia, alguns autores afirmam que empresas de economias mais estáveis e liberais realizam mais investimentos e, portanto, são mais competitivas (Kapuria-Foreman, 2007; Azman-Saini et al., 2010; Moussa et al., 2016). Por sua vez, este incremento no nível de competitividade eleva os riscos de se investir em mercados mais desenvolvidos.

Contudo, vale ressaltar que essa justificativa relacionada ao aumento da competitividade nos mercados alvos não é evidente na literatura. Muitos estudos apenas investigaram os efeitos da estabilidade econômica sobre as probabilidades de ocorrência de transações subsequentes, não sendo suficientes para a formação de uma base teórica

consistente acerca de todos os fatores inerentes às F&As transfronteiriças (Zhou et al., 2016; Xie et al., 2017; Sha et al., 2020; Li et al., 2021; Paudyal et al., 2021).

Outro resultado relevante aponta que o valor da transação é positivamente relacionando com o risco pós-aquisição. Apesar de ser identificado apenas no modelo (4), este efeito está em linha com o que é previsto por King e Schriber (2016). Segundo os autores, isso ocorre pelo fato de que aquisições que atraem maior visibilidade tendem enfrentar maiores tentativas de retaliação da concorrência, o que pode vir a dificultar a obtenção de valor pelas firmas adquirentes e aumentar o risco da transação (King & Schriber, 2016).

Por fim, observa-se que a experiência doméstica apenas contribui para a mitigação do risco no contexto de F&As realizadas entre economias desenvolvidas. Para o caso específico de F&As transfronteiriças realizadas por empresas de economias emergentes nota-se um efeito contrário. Este achado demonstra que os efeitos da experiência prévia no risco pós-aquisição variam de acordo com grau de desenvolvimento econômico do país adquirente e não podem ser amplamente generalizados conforme reportado em alguns trabalhos (Alessandri et al., 2014; Galavotti et al., 2017; Hsu et al., 2019).

Para o caso de aquisições realizadas entre empresas de mercados desenvolvidos nota-se que a experiência em aquisições domésticas melhora as competências das firmas adquirentes relacionadas à seleção de alvos, *due diligence*, negociação e integração, gerando assim uma base de conhecimento gerais que também podem ser aplicados às F&As transfronteiriças (Alessandri et al., 2014; Galavotti et al., 2017).

Já no caso de empresas de mercados emergentes uma possível explicação seria que aquisições domésticas em mercados emergentes não fornecem o conhecimento necessário para que as empresas se engajem em aquisições internacionais, ocasionando assim um aumento do risco pós-aquisição como um resultado da realização de negócios dos quais não se detém conhecimento. Vale ressaltar que esta relação não é evidente na literatura e carece de maiores investigações.

Os resultados apresentam evidências favoráveis às hipóteses H₁, H₈ e H₉. Quanto as demais hipóteses, não se observou nenhum suporte empírico evidente. Contudo, vale ressaltar que no caso específico da experiência transfronteiriça, a ausência de uma relação negativa e significativa conforme previsto na literatura pode ser explicado pelo fato de que, em média, a ocorrência de F&As transfronteiriças são aproximadamente duas vezes menores que as ocorrências de F&As domésticas. Sendo assim, não é possível afirmar que a experiência transfronteiriça não seja significativa para a redução do risco, mas apenas que seu efeito não pode ser observado na amostra em estudo.

5. Considerações Finais

O tema de F&As tem sido amplamente difundido na literatura internacional de finanças e muitos autores têm se dedicado ao seu estudo (Mitchell & Mulherin, 1996; Harford, 2005; Erel et al., 2012; Deng & Yang, 2015; Yang, 2015; Cortés et al., 2017; Chidambaran et al., 2018). Entretanto, boa parte destes trabalhos são voltados à análise dos determinantes e retornos gerados por esse tipo investimento, deixando assim uma lacuna com relação à análise dos fatores de risco.

Neste contexto, este estudo apresentou como objetivo identificar quais variáveis podem ser consideradas como determinantes do risco pós-aquisição em F&A transfronteiriças. Para a análise foram utilizados modelos de regressão linear múltipla estimados pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO), e foi realizada



considerando os diversos níveis da amostra e dividindo-se o conjunto total de dados em quatro diferentes cenários de análise, formados a partir da combinação de pares de empresas adquirentes e alvos.

Os resultados demonstraram que o grau de estabilidade econômica do país alvo contribuiu para a redução do risco pós-aquisição apenas no caso de transações realizadas entre EMDs (Q₁). Já no caso específico de aquisições realizadas por EMEs (Q₃) observou-se uma relação inversa, com o GEE contribuindo para o aumento do risco pós-aquisição. Uma possível explicação para este fenômeno reside no fato que em economias mais estáveis e liberais o nível de competitividade das firmas tende a ser mais elevado, tornando o investimento nestes ambientes mais arriscado (Kapuria-Foreman, 2007; Azman-Saini et al., 2010; Moussa et al., 2016).

Na sequência, verificou-se em um dos modelos estimados, que o valor da transação afeta positivamente o risco pós-aquisição, corroborando com os argumentos de King e Schriber (2016), cujo trabalho demonstrou que aquisições que atraem maior visibilidade incorrem em maiores tentativas de retaliação da concorrência, o que pode vir a dificultar a obtenção de retornos pelas firmas adquirentes e aumentar o risco da transação.

Por fim, identificou-se que a experiência em F&As domésticas contribui para a redução do risco pós-aquisição transfronteiriça. Contudo, este resultado não pode ser generalizado para o caso específico de EMEs adquirindo EMDs (Q₃). Uma possível justificativa para este efeito reside na interpretação de que aquisições domésticas em mercados emergentes não fornecem o conhecimento necessário para que as empresas se engajem em aquisições transfronteiriças, ocasionando assim um aumento do risco pós-aquisição como consequência da realização de negócios dos quais não se detém conhecimento. É importante ressaltar que esta relação não é evidente na literatura e carece de maiores investigações.

Como principal limitação deste estudo ressalta-se o baixo número de observações em determinados níveis de análise. Nos quadrantes Q₂ e Q₃ este problema ocasionou multicolinearidade dos dados e elevados R². Já o modelo em Q₄ não pode ser estimado devido à ausência de observações suficientes. Uma recomendação para estudo futuros consiste na seleção de empresas residentes em países cujas relações comerciais sejam muito mais recorrentes, pois nestes ambientes as F&As transfronteiriças tendem a ocorrer com maior frequência.

Recomenda-se também a inclusão de variáveis capazes de medir o nível de concorrência setorial nos países alvos e a sua interação com demais variáveis independentes. Alguns estudos ressaltam que o nível de concorrência pode se configurar como um fator de risco para as empresas adquirentes e suas capacidades de obterem a sinergia planejada em F&As, especialmente as transfronteiriças (King & Schriber, 2016; Chang & Cho, 2017).

Como contribuições, destacam-se do ponto de vista teórico: (I) A indicação de que estudos futuros devem se dedicar mais à investigação dos efeitos da estabilidade econômica sobre o risco pós-aquisição, especialmente no caso específico de empresas mercados emergentes. (II) Não obstante, devem ainda considerar os efeitos das interações entre o nível de competitividade e estabilidade econômica sobre o risco. (III) Demonstra que os efeitos da experiência prévia no risco pós-aquisição variam de acordo com grau de desenvolvimento econômico do país adquirente e não podem ser amplamente generalizados conforme reportado em trabalhos prévios.

Com respeito as contribuições gerenciais: (I) Demonstra que executivos e gerentes responsáveis pelo processo decisório de firmas adquirentes oriundas de economias emergentes, devem levar em consideração fatores que vão muito além das características macroeconômicas dos países alvos. Em outras palavras, os fatores microeconômicos também devem ser considerados. (II) Indica que as firmas adquirentes podem utilizar o valor das transações como ferramenta de mitigação dos riscos pós-aquisição. Ao invés da realização de uma única transação de valor elevado, executivos e gerentes podem decidir pela realização de operações menores e subsequentes, atraindo assim menos atenção do demais agentes do mercado.

Por fim, como contribuição social, fomentou-se um melhor entendimento da comunidade geral sobre o tema de F&As transfronteiriças e negócios internacionais.

6. Referências

Alessandri, T., Cerrato, D., & Depperu, D. (2014). Organizational slack, experience, and acquisition behavior across varying economic environments. *Management Decision*.

Ames, D., Coyne, J., & Kim, K. (2020). The impact of life cycle stage on firm acquisitions. *International Journal of Accounting & Information Management*.

Arslan, A., & Larimo, J. (2017). Greenfield entry strategy of multinational enterprises in the emerging markets: Influences of institutional distance and international trade freedom. *Journal of East-West Business*, 23(2), 140-170.

Azman-Saini, W. N. W., Baharumshah, A. Z., & Law, S. H. (2010). Foreign direct investment, economic freedom and economic growth: International evidence. *Economic Modelling*, 27(5), 1079-1089.

Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The quarterly journal of economics*, 131(4), 1593-1636.

Belfiore, P., Fávero, L. P. (2017). Manual de Análise de Dados: Estatística e Modelagem Multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®. Brasil: Elsevier Editora Ltda.

Bhagat, S., Malhotra, S., & Zhu, P. (2011). Emerging country cross-border acquisitions: Characteristics, acquirer returns and cross-sectional determinants. *Emerging markets review*, 12(3), 250-271.

Black, E. L., Carnes, T. A., Jandik, T., & Henderson, B. C. (2007). The relevance of target accounting quality to the long-term success of cross-border mergers. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(1-2), 139-168.

Capron, L., & Pistre, N. (2002). When do acquirers earn abnormal returns?. *Strategic management journal*, 23(9), 781-794.

Chang, Y. B., & Cho, W. (2017). The risk implications of mergers and acquisitions with information technology firms. *Journal of Management Information Systems*, 34(1), 232-267.

Cheng, H., Gawande, K., Ongena, S., & Qi, S. (2021). Connected banks and economic policy uncertainty. *Journal of Financial Stability*, 56, 100920.

Chidambaran, N. K., Krishnakumar, D., & Sethi, M. (2018). Cross-border vs. domestic acquisitions: Evidence from India. *Journal of Economics and business*, 95, 3-25.



Chittoor, R., Aulakh, P. S., & Ray, S. (2015). What drives overseas acquisitions by Indian firms? A behavioral risk-taking perspective. *Management International Review*, 55(2), 255-275.

Coase, R. H. (1991). The nature of the firm (1937). *The Nature of the Firm. Origins, Evolution, and Development*. New York, Oxford, 18, 33.

Cortés, L. M., Agudelo, D. A., & Mongrut, S. (2017). Waves and determinants in mergers and acquisitions: The case of Latin America. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(7), 1667-1690.

Dang, M., Henry, D., Nguyen, M. T., & Hoang, V. A. (2018). Cross-country determinants of ownership choices in cross-border acquisitions: Evidence from emerging markets. *Journal of Multinational Financial Management*, 44, 14-35.

Deng, P., & Yang, M. (2015). Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation. *International Business Review*, 24(1), 157-172.

Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994.

Dikova, D., Sahib, P. R., & Van Witteloostuijn, A. (2010). Cross-border acquisition abandonment and completion: The effect of institutional differences and organizational learning in the international business service industry, 1981–2001. *Journal of International Business Studies*, 41(2), 223-245.

Donaldson, G. and Lorsch, J.W. (1983), *Decision Making at the Top: The Shaping of Strategic Direction*, Basic Books. New York, NY.

Ellis, K. M., Reus, T. H., Lamont, B. T., & Ranft, A. L. (2011). Transfer effects in large acquisitions: How size-specific experience matters. *Academy of management journal*, 54(6), 1261-1276.

Erel, I., Jang, Y., Minton, B. A., & Weisbach, M. S. (2021). Corporate liquidity, acquisitions, and macroeconomic conditions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(2), 443-474.

Erel, I., Liao, R. C., & Weisbach, M. S. (2012). Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *The Journal of finance*, 67(3), 1045-1082.

Galavotti, I., Cerrato, D., & Depperu, D. (2017). Experience and cross-border acquisitions: an organizational learning perspective. *European Management Review*, 14(2), 119-131.

Garfinkel, J. A., & Hankins, K. W. (2011). The role of risk management in mergers and merger waves. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 515-532.

Gouveia, L. O., Ferreira, M. P., & Ramos, H. R. (2020). How Hiring Financial Advisors in Cross-Border Acquisitions in The BRICS is Driven by The Target Country Institutional Image and Home-Target Distance. *BASE-Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 17(2), 211-244.

Gubbi, S. R., Aulakh, P. S., Ray, S., Sarkar, M. B., & Chittoor, R. (2010). Do international acquisitions by emerging-economy firms create shareholder value? The case of Indian firms. *Journal of International Business Studies*, 41(3), 397-418.

Gunessee, S., & Hu, S. (2021). Chinese cross-border mergers and acquisitions in the developing world: Is Africa unique?. *Thunderbird International Business Review*, 63(1), 27-41.

Haleblian, J., Kim, J. Y., & Rajagopalan, N. (2006). The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: Evidence from the US commercial banking industry. *Academy of management journal*, 49(2), 357-370.

Hann, R. N., Ogneva, M., & Ozbas, O. (2013). Corporate diversification and the cost of capital. *The journal of finance*, 68(5), 1961-1999.

Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997.

Harford, J. (2005). What drives merger waves?. *Journal of financial economics*, 77(3), 529-560.

Hsu, C. C., Park, J. Y., & Lew, Y. K. (2019). Resilience and risks of cross-border mergers and acquisitions. *Multinational Business Review*.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.

Jensen-Vinstrup, M., Rigamonti, D., & Wulff, J. (2018). European cross-border acquisitions: Long-run stock returns and firm characteristics. *Journal of Multinational Financial Management*, 47, 31-45.

Kapuria-Foreman, V. (2007). Economic freedom and foreign direct investment in developing countries. *The Journal of Developing Areas*, 143-154.

Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2011). The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues1. *Hague journal on the rule of law*, 3(2), 220-246.

King, D. R., & Schriber, S. (2016). Addressing competitive responses to acquisitions. *California management review*, 58(3), 109-124.

Levitt, B., & March, J. G. (1988). Organizational learning. *Annual review of sociology*, 14(1), 319-338.

Li, F., Liang, T., & Zhang, H. (2021). Does economic policy uncertainty affect cross-border M&As? A data analysis based on Chinese multinational enterprises. *International Review of Financial Analysis*, 73, 101631.

Liou, R. S., & Rao-Nicholson, R. (2019). Age matters: The contingency of economic distance and economic freedom in emerging market firm's cross-border M&A performance. *Management International Review*, 59(3), 355-386.

Mitchell, M. L., & Mulherin, J. H. (1996). The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of financial economics*, 41(2), 193-229

Moussa, M., Çaha, H., & Karagöz, M. (2016). Review of economic freedom impact on FDI: New evidence from fragile and conflict countries. *Procedia Economics and Finance*, 38, 163-173.



- Narayan, P. C., & Thenmozhi, M. (2014). Do cross-border acquisitions involving emerging market firms create value: Impact of deal characteristics. *Management Decision*.
- Paudyal, K., Thapa, C., Koirala, S., & Aldhawyan, S. (2021). Economic policy uncertainty and cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Financial Stability*, 56, 100926.
- Paula, B. L. D., Pimenta, D. P., Coelho, R. L. F., Borsatto, J. M. L. S., & Oliveira, R. M. D. (2020). Effects of Cross-border Merger and Acquisition on the Operational Risk of US and Canadian Companies. *Global Business Review*, 0972150919895092.
- Rao-Nicholson, R., & Ayton, J. S. (2016). Euphoria in financial markets: How Indian companies generate value in their cross-border acquisitions. *Research in International Business and Finance*, 38, 494-508.
- Sha, Y., Kang, C., & Wang, Z. (2020). Economic policy uncertainty and mergers and acquisitions: Evidence from China. *Economic Modelling*, 89, 590-600.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1992). Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach. *The Journal of Finance*, 47(4), 1343-1366.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of financial Economics*, 70(3), 295-311.
- UNCTAD, G. (2019). World investment report. *Special Economic Zones*.
- UNCTAD, G. (2020). World investment report. *International Production Beyond the Pandemic*.
- UNCTAD, G. (2021). World investment report. *Investing in Sustainable Recovery*.
- Very, P., & Schweiger, D. M. (2001). The acquisition process as a learning process: Evidence from a study of critical problems and solutions in domestic and cross-border deals. *Journal of world business*, 36(1), 11-31.
- Williamson, O. E. (1979). Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. *The journal of Law and Economics*, 22(2), 233-261.
- Williamson, O. E. (1986). Vertical integration and related variations on a transaction-cost economics theme. In *New developments in the analysis of market structure* (pp. 149-176). Palgrave Macmillan, London.
- Wooldridge, J. M. (2018). Introdução à econometria: uma abordagem moderna. Brasil: Pioneira Thomson Learning.
- Xie, E., Reddy, K. S., & Liang, J. (2017). Country-specific determinants of cross-border mergers and acquisitions: A comprehensive review and future research directions. *Journal of World Business*, 52(2), 127-183.
- Yamakawa, Y., Khavul, S., Peng, M. W., & Deeds, D. L. (2013). Venturing from emerging economies. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 7(3), 181-196.
- Zhou, C., Xie, J., & Wang, Q. (2016). Failure to complete cross-border M&As: “to” vs. “from” emerging markets. *Journal of International Business Studies*, 47(9), 1077-1105.