

UNIVERSIDADE NOVE DE JULHO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - PPGA

**RESPOSTAS ESTRATÉGICAS DE REDUÇÃO DE INCERTEZA FACE À
DISTÂNCIA INSTITUCIONAL NAS AQUISIÇÕES ESTRANGEIRAS NO
BRASIL**

SIMONE CÉSAR DA SILVA VICENTE

São Paulo
2014

UNIVERSIDADE NOVE DE JULHO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - PPGA

**RESPOSTAS ESTRATÉGICAS DE REDUÇÃO DE INCERTEZA FACE À
DISTÂNCIA INSTITUCIONAL NAS AQUISIÇÕES ESTRANGEIRAS NO
BRASIL**

SIMONE CÉSAR DA SILVA VICENTE
RA 612150029

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado e Doutorado em Programa de Pós-Graduação em Administração – PPGA da Universidade Nove de Julho – UNINOVE, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

**Orientador: Professor Doutor Manuel Aníbal
Silva Portugal Vasconcelos Ferreira**

**Coorientador: Professor Doutor Fernando
Antônio Ribeiro Serra**

São Paulo
2014

Vicente, Simone César da Silva.

Respostas estratégicas de redução de incerteza face à distância institucional nas aquisições estrangeiras no Brasil. / Simone César da Silva Vicente. 2014

111 f.

Dissertação (mestrado) – Universidade Nove de Julho - UNINOVE, São Paulo, 2014.

Orientador (a): Prof. Dr. Manuel Aníbal Silva Portugal Vasconcelos Ferreira.

1. Ambiente institucional. 2. Distância institucional. 3. Aquisições internacionais de empresas. 4. Brasil. 5. Estratégias de redução de incerteza. 6. Ações estratégicas.

I. Ferreira, Manuel Aníbal Silva Portugal Vasconcelos. II. Título

CDU 658

RESPOSTAS ESTRATÉGICAS DE REDUÇÃO DE INCERTEZA FACE À DISTÂNCIA INSTITUCIONAL NAS AQUISIÇÕES ESTRANGEIRAS NO BRASIL

por

SIMONE CÉSAR DA SILVA VICENTE

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado e Doutorado em Programa de Pós-Graduação em Administração – PPGA da Universidade Nove de Julho – UNINOVE, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração, pela banca examinadora formada por:

Presidente: Professor Doutor Manuel Aníbal Silva Portugal Vasconcelos Ferreira -
Universidade Nove de Julho (Orientador) - UNINOVE

Membro: Professor Doutor Fernando Antônio Ribeiro Serra (Coorientador)-
UNINOVE

Membro: Professor Doutor Benny Kramer Costa - UNINOVE

Membro: Professor Doutor Mário Henrique Ogasavara - ESPM

São Paulo, 21 de agosto de 2014.

DEDICATÓRIA

Aos que ficaram próximos a mim, mesmo quando eu estava distante.

AGRADECIMENTOS

Em especial ao meu Deus, que participou comigo em todos os momentos. Ao meu marido Luciano e filhos Igor e Beatriz, que sofreram com as minhas ausências. À minha família: minha mãe Denise, meu pai Agenor, meus irmãos Katie e Wesley, minha sogra Rosalina (in memoriam), minha cunhada Rosana e a meu cunhado Augusto, que sempre me apoiaram. Sem vocês, eu não seria feliz. Aos amigos, que tiveram paciência me aconselhando, em especial ao Denis, Eloy, Everton, Eliane, Fernando, Gislene, Gleriani, Marco. Aos professores, que compartilharam seu conhecimento e não negaram ajuda quando precisei. E ao meu orientador Manuel, que teve extraordinária paciência comigo, escutou-me quando por muitos problemas passei, mas em nenhum momento me negou auxílio e sábios conselhos.

A empresa se tornou vítima de seu próprio êxito

Igor H. Ansoff

RESUMO

Neste estudo analisamos como as empresas multinacionais estrangeiras respondem à incerteza nas aquisições de empresas no Brasil face às diferenças, ou distâncias, institucionais que separam os países de origem do Brasil. Especificamente, analisa-se como um conjunto extenso de variáveis do ambiente institucional - econômica, político, financeira, cultural, administrativa, demográfica, conexões globais, conhecimento e geográfica – que formam a distância institucional, impacta três ações específicas das multinacionais estrangeiras nas aquisições: (1) concretizar, ou não concretizar, a sua intenção de realizar a aquisição da empresa brasileira, (2) a optar pela aquisição de apenas posse parcial, em contraponto à aquisição da totalidade do capital da empresa alvo brasileira, (3) a prolongar o tempo que medeia entre o anúncio e a concretização efetiva do negócio. As três ações estratégicas examinadas - concretização, o grau de propriedade adquirido e o tempo para concretização – são conceitualizadas como ações face ao grau de incerteza e complexidade associado a operar em mercados institucionalmente mais distantes. Metodologicamente, realiza-se um estudo empírico, baseado em dados coletados de fontes secundárias, com o teste de hipóteses usando técnicas estatísticas de análise multivariada. A amostra foi composta por 770 empresas estrangeiras, de 38 países, com intenção de aquisições de empresas brasileiras, no período de 2008 a 2012. Os resultados permitiram observar impactos diferenciados das dimensões de distância institucional nas ações das empresas. No entanto, sustentam evidências parciais que aspectos de distância institucional influenciam as ações estratégicas das multinacionais nas suas aquisições. Em especial, a distância financeira influencia a concretização e o grau de propriedade adquirida, a distância institucional total entre os países foi significativa na preferência por aquisições parciais ou totais, e as distâncias cultural e geográfica influenciam o grau de propriedade adquirida. A distância institucional como determinante para o lapso temporal e para a efetiva concretização não é sustentada nas aquisições realizadas no período no Brasil, dada à evidência que mais de 70% das aquisições são anunciadas e concretizadas simultaneamente. Este estudo contribui para a literatura de duas formas: permite entender como se constitui a distância institucional numa economia emergente de desenvolvimento intermédio, e assimilar as ações que as empresas utilizam face a variações nos ambientes institucionais em que operam. Para a prática da gestão, o estudo discute como as empresas podem crescer para economias institucionalmente diferentes minimizando incertezas, riscos e investimentos. O estudo também aponta para a necessidade de analisar um conjunto de

indicadores do ambiente institucional e suas interfaces com a empresa nos negócios internacionais, como, por exemplo, nas decisões de expansão diversificando o *core business* e a utilização da experiência acumulada em novos negócios, assim conceitualizando como não atomísticas as decisões dos dirigentes das multinacionais.

Palavras-chave: Ambiente institucional; Distância institucional; Aquisições internacionais de empresas; Brasil; Estratégias de redução de incerteza; Ações estratégicas.

Uncertainty reduction strategies in the face of institutional distance on cross-border acquisitions in Brazil

ABSTRACT

In this study we analyze how foreign multinational companies account for uncertainty in acquisitions in Brazil given the differences or distances, institutional separating the countries of origin of Brazil. Specifically, we look at how an extensive set of variables of the institutional environment - economic, political, financial, cultural, administrative, demographic, global connections, knowledge and geographical - that form the institutional distance impact three specific actions of foreign multinationals in acquisitions: (1) finish or not finish, its intention to carry out the acquisition of the Brazilian company, (2) the option to buy only partial ownership, as opposed to the acquisition of the entire share capital of Brazilian target, (3) to extend the time between the announcement and the effective completion of the transaction. The three action strategies examined - achievement, the degree of property acquired and the time to completion - are conceptualized as actions against the degree of uncertainty and complexity associated with operating in institutionally distant markets. Methodologically, we make an empirical study based on data collected from secondary sources, with hypothesis testing using statistical multivariate analysis. The sample consisted of 770 foreign companies from 38 countries, with intent to acquisitions of Brazilian companies in the period 2008-2012. Results showed differential impacts of dimensions of institutional distance on the actions of companies. However, supporting evidence that partial aspects of institutional distance influence the strategic behavior of multinationals on their purchases. In private, the financial distance influences the degree of implementation and the property acquired, the full institutional distance between countries was significant preference for partial or full acquisitions, and cultural and geographical distances influence the degree of acquired property. The institutional distance as a determinant for the time gap and the effective implementation is not supported in acquisitions in the period in Brazil, given the evidence that over 70% of purchases are announced and implemented simultaneously. This study contributes to the literature in two ways: it allows to understand how the institutional distance is an emerging economy through development, and assimilate the actions that companies use to variations in institutional environments in which they operate. For the practice of management, the study discusses how companies can grow to different economies

institutionally minimizing uncertainties, risks and investments. The study also points to the need to analyze a set of indicators of the institutional environment and their interfaces with the company in international business, for example, in decisions to expansion core business and diversifying the use of accumulated experience in new business, thus conceptualizing not as atomistic decisions of managers of multinationals.

Keywords: Institutional environment; Institutional distance; Cross-border acquisitions; Brazil; Uncertainty reduction strategies; Strategic actions.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Elementos conceituais da teoria institucional	18
Tabela 2. Elementos conceituais do ambiente institucional	21
Tabela 3. Exemplos de estudos usando distância institucional	25
Tabela 4. Dimensões para distância institucional	32
Tabela 5. Motivações para a realização de aquisições	35
Tabela 6. Exemplos de estudos focados em aquisições de empresas	38
Tabela 7. Aquisições anunciadas e posição em que encontra até 31/12/2012	63
Tabela 8. País de origem das EMNs investidoras das aquisições de empresas anunciadas entre 2008-2012	64
Tabela 9. Grau de propriedade adquirido	65
Tabela 10. Lapso de tempo (em dias) entre o anúncio e a concretização, até 31/12/2012 ...	66
Tabela 11. Aquisições por setor de atividade	68
Tabela 12. Intensidade tecnológica de empresas adquirentes e adquiridas	68
Tabela 13. Diversificação e grau de diversificação	69
Tabela 14. Variáveis utilizadas	77
Tabela 15. Correlação para as variáveis concretizada e tempo (N= 770)	81
Tabela 16. Regressão logística para variável dependente concretizada.....	84
Tabela 17. Regressão linear para variável dependente tempo.....	85
Tabela 18. Correlação variável para grau de propriedade adquirido (N=736)	88
Tabela 19. Regressão logística para variável dependente grau de propriedade adquirido....	90

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Modelo conceitual	45
-----------------------------------	----

LISTA DE ABREVIATURAS

CEO - *Chief Executive Officer*

EMN - Empresa multinacional

IDE – Investimento direto estrangeiro

OMC – Organização Mundial do Comércio

SDC Platinum - Securities Data Company Platinum

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO	1
1.1. Tema de pesquisa	5
1.2. Problema de pesquisa	6
1.3. Objetivos da pesquisa	9
1.3.1. Objetivo geral	9
1.3.2. Objetivos específicos	9
1.4. Contribuições da pesquisa para a literatura	10
1.5. Estrutura da dissertação.....	13
2. REVISÃO DA LITERATURA	14
2.1. Teoria institucional	14
2.2. Ambiente institucional	19
2.3. Distância institucional	22
2.4. Aquisições de empresas	33
3. QUADRO CONCEITUAL E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES	45
3.1. Modelo conceitual	45
3.2. Desenvolvimento das hipóteses	46
3.2.1 Distância econômica	49
3.2.2 Distância financeira	50
3.2.3 Distância política	51
3.2.4 Distância administrativa	53
3.2.5 Distância cultural	54
3.2.6 Distância demográfica	55
3.2.7 Distância de conhecimento	57
3.2.8 Distância em conexões globais	58
3.2.9 Distância geográfica.....	59
4. MÉTODO	61

4.1. Coleta dos dados	61
4.2. Amostra	62
4.2.1. Análise descritiva da amostra.....	63
4.3. Variáveis	69
4.3.1. Variáveis dependentes	69
4.3.2. Variáveis independentes	71
4.3.3. Variáveis de controle	75
5. RESULTADOS	80
6. DISCUSSÃO	91
6.1. Limitações do estudo	95
6.2. Sugestões para pesquisa futura	96
7. CONCLUSÃO	99
REFERÊNCIAS	101

1. INTRODUÇÃO

Como as empresas realizam aquisições, e em especial aquisições internacionais, tem chamado a atenção de pesquisadores em estratégia e em negócios internacionais, bem como dos gestores, para melhor avaliar como reduzir eventuais riscos e incertezas. Um tipo particular de dificuldade pode surgir de operar em países com quadros institucionais marcadamente diferentes, onde não apenas as empresas podem ter maior dificuldade de se adaptar localmente, como, também, terem maior dificuldade na avaliação de potenciais parceiros e empresas alvos (MOROSINI ET AL., 1998; STAHL; VOIGT, 2008, BERRY ET AL., 2010; AGUILERA-CARACUEL ET AL., 2012). Estas diferenças institucionais existentes entre países são fontes de incertezas que as empresas procuram reduzir por meio de suas ações específicas para cada negócio e em cada país, atendendo às suas idiossincrasias. Efetivamente, muita literatura em negócios internacionais já aponta que os investidores estrangeiros ajustam o modo de entrada (por exemplo, exportação, *joint venture*, operações *greenfield*) à sua percepção de incerteza e risco, por exemplo, preferindo encontrar parceiros locais para a entrada em países psiquicamente mais distantes do que realizando investimentos isoladamente (JOHANSON; VAHLNE, 1977; JOHANSON; WIEDERSHIEM-PAUL, 1975; HOFFMANN; SCHAPER-RINKEL, 2001). No entanto, é possível, como propomos neste estudo, que mesmo dentro de um mesmo modo de entrada, no caso as aquisições internacionais, as empresas procurem, por meio de suas ações reduzirem a incerteza associada à expansão internacional.

Na literatura de negócios e estratégias internacionais além dos elementos estáticos dos ambientes institucionais, importa compreender como as diferenças entre os ambientes institucionais – comumente designadas por distância institucional – impactam as operações das empresas em decisões tão díspares como o modo de entrada no estrangeiro (FERREIRA; SERRA, 2008; BROUTHERS, 2002, 2013), a seleção dos mercados (HABIB; ZURAWICKI, 2002), a utilização de expatriados (TUNG, 1988, 1998; BLACK; GREGERSEN, 1999), aprendizagem (VERMEULEN; BARKEMA, 2001; HAYWARD, 2002) ou utilização de recursos (SCHRIBER, 2012). Efetivamente, é reconhecida a importância do ambiente institucional nas estratégias e operações das empresas e especificamente que o ambiente institucional não necessita ser determinístico (ver, por exemplo, OLIVER, 1991, 1997; KOSTOVA, 1999; DIKOVA ET AL., 2010; BERRY ET AL., 2010). Esta literatura é fundada na teoria institucional e estipula que os agentes, indivíduos e empresas, precisam

conhecer o ambiente em que atuam e adaptar-se. North (1990), por exemplo, definiu o ambiente institucional como um jogo, observando que as empresas devem respeitar as regras do jogo para sobreviver e prosperar. Meyer e Rowan (1977) notaram que as empresas estão inseridas num contexto ambiental que as influencia e que para ser aceito no ambiente e ganhar legitimidade, o princípio básico segundo a teoria institucional é seguir o que as demais fazem – assim emergindo, pelo menos potencialmente, comportamentos miméticos por meio da imitação. A este propósito, DiMaggio e Powell (1983) trazem o conceito de isomorfismo para sugerir que para ter sucesso as empresas precisam fazer o que as outras fazem.

O ambiente institucional, neste estudo, é examinado apenas na sua dimensão externa à empresa, ou fatores exógenos, que a influenciam em suas ações estratégicas. A complexidade gerada por estes fatores versam na literatura como situações de risco e incerteza relacionadas aos investimentos estrangeiros (OLIVER, 1997; HAYWARD, 2002). Contemplado por muitos itens, como exemplo, econômico, político e cultural, o ambiente institucional de um país forma então um conjunto destes fatores, que são titulados como dimensões deste ambiente (BERRY ET AL., 2010). Eventualmente, a estratégia de ingresso em novos mercados pode inferir opções diferentes em virtude desta distância institucional, da diferença, entre os ambientes institucionais dos países envolvidos (KOSTOVA, 1996,1999) e geradores de riscos e incertezas (MOROSINI ET AL., 1998; HOFFMAN; SCHAPER-RINKEL, 2001). As aquisições são um modo de ingresso referenciado na literatura de negócios internacionais, que perfazem uma das estratégias mais procuradas por investidores estrangeiros, por gerar aprendizagem com aquisições parciais, para obter maior comando em aquisições totais, entre muitos outros fatores (DATTA ET AL., 1991; GATES; VERY, 2002; TORAL, 2008). Essencialmente também se observa na literatura que dois fatores se destacam quanto às aquisições. Primeiramente, os estudiosos apontam grande interesse em pesquisar o desempenho pós-aquisição (BARTLETT; GHOSHAL, 1986, STAHL; VOIGT, 2008; ZOU, GHOURI, 2008) e, seguido, por outro aspecto, a maior parte dos estudos utiliza a dimensão cultural para abordar distância entre os países envolvidos (MOROSINI ET AL., 1998; TIHANYI ET AL. 2005; SLANGEN; HENNART, 2008).

Portanto, as diferenças institucionais entre países têm um impacto nas aquisições internacionais das EMNs. Para atender aos vários fatores que envolvem o procedimento de aquisição a empresa adquirente, necessariamente, terá que entender de muitos assuntos que não estão somente ligados ao desejo de entrar em novos mercados. Fatores ligados aos

ambientes: legal, tributário, trabalhista e cultural, por exemplo, perfazem o ambiente institucional (ZUCKER, 1987). O ambiente institucional do país da empresa alvo pode constituir um desafio para os investidores estrangeiros. Para muitas empresas, atender ou entender o ambiente institucional do país da empresa a ser adquirida, pode ser um obstáculo à aquisição (HOFFMANN; SCHAPER-RINKEL, 2001; DIKOVA ET AL., 2010; BERRY ET AL. 2010). Assim, em essência, quanto maior (menor) a distância institucional entre o país investidor e o receptor, maior (menor) o nível de incerteza que as empresas estrangeiras precisam gerenciar.

Em particular as diferenças institucionais podem exigir dos gestores empenho maior em tratar a aquisição tanto antes da concretização oficial, contrato (DIKOVA ET AL., 2010), ou as adaptações necessárias para manter o desempenho após a aquisição (MOROSINI ET AL., 1998; DIKOVA ET AL., 2010). E, as incertezas quanto ao ambiente podem conduzir ao abandono do negócio ou, em alternativa, à concretização de aquisições minoritárias (JAKOBSEN; MEYER, 2008). Essa análise do meio ambiente institucional do país alvo previamente pode gerar mais tempo no processo de aquisição (DIKOVA ET AL., 2010), mas analisá-lo pode refletir em estratégias eficientes pós-aquisição (MOROSINI ET AL., 1998). Nessa vertente Vermeulen e Barkema (2001) afirmaram que efetuar uma aquisição de uma empresa existente não é tarefa fácil e sim um processo doloroso.

As aquisições de empresas tem uma representação expressiva no mercado global. Segundo o relatório Unctad, *World Investment Report* (2104), em 2013 as transações em fusões e aquisições aumentaram 5%, na ordem de US\$ 349 milhões, em relação ao ano anterior. Em grande parte devido aos fluxos de investimentos de desenvolvimento, representando 53% das aquisições globais, um recorde no valor de US\$ 778 milhões e as econômicas em transação, com o aumento de 28% que representaram US\$ 108 mil de incremento. Aponta no relatório que metade dos investimentos envolviam EMNs dos países desenvolvidos para países em desenvolvimento.

O crescimento por aquisições é uma realidade também no contexto brasileiro. Não apenas multinacionais estrangeiras adquirem empresas brasileiras como, também, em especial na última década, observamos aquisições internacionais significativas por empresas brasileiras – como destaca relatório da Ambima, do primeiro semestre de 2013. Talvez neste último caso as mais relevantes tenham sido protagonizadas pela Vale, Petrobrás, Ambev, Camargo Correa (que adquiriu a portuguesa CIMPOR). Mais recentemente, em 2013, a

Global *Logistic Properties* (GLP) e demais Fundos de Pensão (CIC, GIC e CPPIB) compraram *portfólios* da gestora de recursos Hemisfério Sul Investimentos (HSI) por R\$ 4,0 bilhões e a negociação da Anhanguera Educacional com a Kroton, movimentou o valor de R\$ 5,6 bilhões. As aquisições de empresas brasileiras por estrangeiras no primeiro semestre de 2013 representaram 22,6% dos negócios efetuados (Associação Brasileira das Entidades Mercados Financeiro e de Capital- ANBIMA, 2013). Por outro lado, entre as maiores aquisições de empresas brasileiras estão a aquisição do Banco Real pelo Santander, em 2007, por US\$ 17 bilhões e em 2009, a aquisição da rede Ponto Frio pelo Grupo Pão de Açúcar por R\$ 824,5 milhões, Anhanguera Educacional adquiriu a Uniban por R\$ 510 milhões, em 2011. E em 2013, a JBS Foods comprou a Seara, o negócio foi fechado por US\$ 5,85 bilhões. Segundo relatórios anuais da PwC (fusões e aquisições - dezembro, 2013) ocorreram 811 transações, e as aquisições majoritárias foram na ordem de 54,6% deste volume, contra as aquisições minoritárias. No relatório de junho da PwC, que apresentam os resultados do primeiro semestre de 2014, podemos conferir uma evolução das operações de fusões e aquisições no Brasil, registrando no ano de 2011, 752 operações, seguido por 771 em 2012, 812 em 2013 e no primeiro semestre de 2014, com 461 operações. E com participação de empresas estrangeiras na ordem de 41% no primeiro semestre de 2014, uma evolução significativa, frente aos 22,6% em 2013, anunciados pela ANBIMA. Assim, as aquisições de empresas são um fenômeno bastante relevante também na economia brasileira e virtualmente em todos os setores de atividade.

O foco desta pesquisa está, então, na influência da distância institucional na concretização, no grau de propriedade adquirido e no tempo para concretizar as aquisições internacionais realizadas por EMNs estrangeiras no Brasil. O ambiente, de ingresso dos investidores estrangeiros, pode ser diferente dos habituais mercados que os gestores atuam. As diferenças podem provocar maiores incertezas, devido à complexidade relacionada à distância entre os dois países envolvidos na negociação e ao risco que estão dispostos a assumir. Respostas estratégicas das empresas são encontradas quando analisamos dimensões dos ambientes, observando como estas diferem do conhecimento prévio daquele determinado ambiente.

Metodologicamente, realizamos um estudo empírico baseado em dados coletados de diversas fontes secundárias credíveis, relacionando um conjunto de dimensões do ambiente institucional – na forma de distância institucional – com três ações estratégicas de redução de

incerteza adotadas pelas EMNs estrangeiras que anunciam operações de aquisição de empresas no Brasil. As três variáveis dependentes são a concretização efetiva das aquisições após o seu anúncio, o grau de propriedade adquirido na aquisição e o tempo para concretização do negócio. A fonte de dados utilizada para compor a base de dados é a *SDC Platinum*, da Thomson Reuters - um banco de dados de transações financeiras referência em todo o mundo. Os dados relativos às variáveis independentes, distâncias institucionais, utilizamos as mensuradas pelo estudo de Berry et al. (2010). E apenas para a distância cultural, utilizamos os dados de Hofstede (2001) proposto no estudo de Kogut e Singh (1988). A amostra foi composta por 770 multinacionais estrangeiras, originárias de 38 países, que manifestaram a intenção de realizar uma aquisição de empresa no Brasil, no período de 2008 a 2012.

Os principais resultados desta pesquisa retratam a importância em analisar as distâncias institucionais no ambiente dos negócios internacionais. Para a análise da variável concretização das aquisições anunciadas por empresas estrangeiras, a distância institucional total, não refletiu em influência para esta variável dependente. Mas, quando analisado isoladamente cada dimensão do ambiente, a distância financeira resultou em uma variável independente de influência. De igual forma, esta distância, a financeira, como as distâncias cultural, geográfica e a distância total, também influenciou o grau de propriedade adquirido, opcionalmente, podendo ser preferidas as aquisições parciais às aquisições totais. Quanto ao lapso de tempo, inversamente as outras variáveis dependentes, não encontramos nenhuma influência das distâncias institucionais individualmente ou total. Em contrapartida, encontramos na amostra uma evidência, que pode ter embutido outros fatores ambientais que não é possível mensurar neste estudo. Trata-se de um número muito alto, acima de 70%, de aquisições anunciadas e concretizadas ao mesmo tempo. Evidentemente a pesquisa mostra uma carência de estudos abordando o ambiente institucional em um conjunto de várias dimensões institucionais. E ainda, mais a aplicabilidade deste conjunto na análise das distâncias institucionais nacionais em negócios e estratégias internacionais, como as aquisições de empresas.

1.1. Tema de Pesquisa

Neste estudo analisamos como as diferenças institucionais entre países podem conduzir as empresas multinacionais a utilizar ações estratégicas, ou respostas estratégicas, que

permitem reduzir a incerteza nas aquisições internacionais numa economia emergente. Especificamente, analisamos três ações distintas que sustentam a seguinte questão de pesquisa: **Qual a influência da distância institucional na concretização, no grau de propriedade adquirido e no tempo para concretizar as aquisições internacionais realizadas por EMNs estrangeiras no Brasil?**

1.2. Problema de Pesquisa

As EMNs internacionalizam-se para realizar diversos objetivos como expandir os negócios, aceder a fontes de recursos naturais ou baseados em conhecimento, alavancar competências de que já dispõem nos mercados externos, obter ganhos de escala e de eficiência (HOFFMANN; SCHAPER-RINKEL, 2001), entre outros. Os modos de entrada em novos mercados têm sido amplamente discutidos nos estudos acadêmicos inclusive contendo análises de como as EMNs precisam adaptar os modos de entrada para cada mercado em função da sua própria dotação de recursos, objetivos estratégicos e das características dos mercados receptores. Relativamente menos atenção têm recebido as aquisições, como modo de entrada, embora exista uma linha de pesquisa que tem sido munificente em apontar como através de aquisições as empresas podem reestruturar todo o seu *portfólio* de competências (BARKEMA; VERMEULEN, 1998; TODEVA; KNOKE, 2005; CHEN, 2008).

Inerente a qualquer processo de expansão internacional está a necessidade de monitorar e avaliar o mercado receptor. A necessidade de monitorar o mercado será tanto maior quanto não apenas o desconhecimento da EMN em face desse mercado, mas também face às fontes de incerteza e risco originadas nas diferenças entre o mercado receptor e o país de origem da EMN. Por exemplo, um ambiente institucional receptor muito diferente do país de origem pode requerer uma análise em maior profundidade para saber como operar, avaliar riscos, compreender as normas e práticas vigentes. Diferenças institucionais entre países são fontes de incerteza e serão de tão maior complexidade quanto maior o número de dimensões institucionais em que as diferenças sejam mais marcantes (SETHI; GUISSINGER, 2002; DIKOVA ET AL., 2010).

Quando se internacionaliza, a EMN vai encontrar um ambiente institucional que requererá das EMNs um esforço adicional para conseguir conformidade e legitimidade. É reconhecido que quanto maior a distância institucional do país da EMNs em relação ao país-alvo, maior é a necessidade de empenho em conseguir a conformidade e a legitimidade da

nova empresa nesse novo mercado, dá-se nessa análise a complexidade do ambiente institucional (MEYER; ROWAN, 1977). No âmbito da teoria institucional obter a conformidade é a busca constante para enquadrar a nova empresa no modo de ser, de controlar os recursos, entre outros fatores, à empresa adquirente. E, a legitimidade é enquadrar-se ao meio externo da empresa, portanto, o enquadramento dela às regras, normas, padrões e hábitos do ambiente institucional nacional do país que está entrando. Ações são necessárias de aprendizagem quanto ao ambiente e pressões institucionais tanto internas (procedimentos padrões da EMNs) quanto externas legais (leis trabalhistas, fiscais e tributárias) e sociais (diferenças culturas que envolvem hábitos, forma de agir dos fornecedores, concorrentes e clientes), com relação ao novo mercado de atuação (MEYER; ROWAN, 1977; DIMAGGIO; POWELL, 1983; OLIVER, 1997).

A decisão de expandir, seja doméstica ou internacionalmente, envolve diversos riscos já analisados na literatura, mas a decisão de realizar aquisições internacionais (ou *cross-border*, como usualmente designadas na literatura internacional) depara-se com os riscos acrescidos de atuar em ambientes estrangeiros com os quais as empresas têm menor familiaridade (MOROSINI ET AL., 1998). Estes são ambientes institucionais distintos do país de origem que as empresas precisam conhecer para obter legitimidade e conformidade (MEYER; ROWAN, 1977, DIMAGGIO; POWELL, 1983). Apesar da importância já reconhecida na literatura ao ambiente institucional por impactar as operações das empresas, é menos conhecido como as empresas atuam (ver, como exemplos, Tihanyi et al. 2005; Slangen; Hennart, 2008, Toral, 2008). De algum modo podemos referir-nos às ações, ou reações, das empresas face às incertezas, riscos e complexidades de atuar em ambientes diferentes (OLIVER, 1997).

No crescimento por meio de aquisições, especificamente, é possível que a própria escolha de entrar por meio de aquisição já incorpore um elemento estratégico, na medida em que a aquisição pode ser considerada como o modo de entrada que maior ajustamento proporciona ao ambiente estrangeiro receptor. A literatura é abundante em apontar, por exemplo, como as empresas tendem a adquirir em vez de realizar investimentos *greenfield* como forma de promover a adaptação local (BROUHERS; BROUHERS, 2000; HARZING, 2002). Mas, é possível que além da escolha de crescer por aquisição existam outras dimensões de ação, ou reação, face aos condicionalismos e idiosincrasias locais, na tentativa de minimizar riscos. Neste estudo propomos três possíveis ações: a não

concretização da aquisição apesar da intenção, a aquisição de apenas parte do capital da empresa (no que se assemelha a uma parceria com uma empresa local no país receptor) e a utilização de mais tempo na avaliação e negociação da aquisição e monitorização de fatores ambientais locais externos à empresa alvo.

Como, então, atuam as EMNs em condições de incerteza face à distância institucional nas aquisições internacionais? Neste estudo apresentamos três estratégias: (1) a empresa desiste de realizar a aquisição quando as condições institucionais são marcadamente distintas daquelas com que tem familiaridade; (2) a empresa minimiza o risco, após avaliação da distância institucional, realizando uma aquisição parcial; e (3) a empresa demora mais tempo na avaliação da viabilidade do negócio face à distância institucional. Estes três cursos de ações merecem aqui uma breve análise.

A primeira resposta estratégica consiste na não concretização da aquisição. Esta ação pode ser o resultado do reconhecimento que a empresa alvo não preenche os requisitos inicialmente previstos, seja em termos de sinergias operacionais, complementaridade tecnológica ou de mercado, acesso a fatores sociais (exemplo: relações com agentes locais), etc. (JAKOBSEN; MEYER, 2008). Ou, pode ser o reconhecimento que as condições institucionais locais têm maior complexidade e envolvem maior incerteza que a inicialmente prevista. Em todo o caso a ação será o abandono da intenção de adquirir (ver, Barkema e Vermeulen, 1998, Dikova, et al, 2010).

A segunda resposta estratégica consiste na efetivação de apenas uma aquisição parcial, em vez de aquisição da totalidade da empresa alvo. Uma aquisição pode envolver a compra de uma posição minoritária - por exemplo, 20, 30 ou, 40% do controle acionário da empresa alvo-, de uma posição majoritária, ou da totalidade da empresa (SLANGEN; HENNART, 2008). As aquisições parciais já foram tratadas na literatura como formas de aprendizagem e de evitar perdas de valor substanciais após a aquisição (VERMEULEN; BARKEMA, 2001; DYER ET AL., 2004; FERREIRA, 2005; FERREIRA ET AL., 2008) e como veículos de aprendizagem em ambientes distantes institucionalmente (JAKOBSEN; MEYER, 2008), mas não foram tratadas como formas de redução da incerteza institucional.

A terceira resposta estratégica consiste em realizar uma análise mais exaustiva das condições de mercado, e em especial no que respeita à distância institucional, pelo que demorará mais tempo entre o anúncio de interesse e a efetiva concretização da aquisição (DIKOVA ET AL., 2010). A aquisição de uma empresa em um novo mercado tem três etapas

fundamentais: 1) Interesse; 2) Anúncio da proposta, e 3) Conclusão do negócio. Este lapso de tempo poderá ser maior ou menor face à complexidade e incerteza envolvida. Neste trabalho analisamos especificamente a incerteza originada nas diferenças institucionais, mas que têm um impacto substancial sobre as operações das empresas. É possível que quanto maior a experiência anterior que a EMN tem no mercado receptor específico, menor seja o tempo entre o anúncio e a conclusão. Da mesma forma, experiência prévia com a concretização de aquisições também pode contribuir para reduzir este lapso de tempo. Em contraponto, a menor experiência com o mercado receptor e com aquisições pode contribuir para aumentar o lapso de tempo que medeia entre o anúncio e a conclusão (DIKOVA ET AL., 2010).

1.3. Objetivos da pesquisa

Distinguimos os objetivos da pesquisa em objetivo geral e objetivos específicos. Seguindo Creswell (2010) a declaração dos objetivos que norteiam a pesquisa apresenta a intenção do estudo.

1.3.1. Objetivo geral

O objetivo geral desta pesquisa é examinar qual a influência da distância institucional na concretização, no grau de propriedade adquirido e no tempo para concretizar as aquisições internacionais por EMNs estrangeiras no Brasil.

1.3.2. Objetivos específicos

Os objetivos específicos que norteiam esta pesquisa são:

- a) Delimitar um conjunto de dimensões institucionais que permitam captar as diferenças institucionais entre países.
- b) Avaliar como o ambiente institucional brasileiro difere do de outros países.
- c) Avaliar como as empresas estrangeiras respondem a maiores graus de incerteza institucional nas operações de aquisição de empresas brasileiras.
- d) Avaliar como as ações estratégicas das empresas estrangeiras para reduzir a incerteza podem passar por não concretizar efetivamente aquisições planejadas de empresas brasileiras.
- e) Avaliar como as ações estratégicas das empresas estrangeiras para reduzir a incerteza podem passar pela aquisição de apenas uma parte do capital da empresa alvo brasileira, em contraste com a aquisição da totalidade do capital.

- f) Avaliar como as diferenças institucionais- entre o país de origem e de destino, o Brasil - impactam no tempo que medeia entre o anúncio da aquisição e a sua efetivação.

1.4. Contribuições da pesquisa para a literatura

Este estudo ofereceu contribuições teóricas e empíricas. Para a literatura na área de negócios e estratégia internacional, e especificamente para o melhor entendimento das aquisições internacionais e do impacto das distâncias institucionais entre países nas ações estratégicas das empresas. Detalhamos o contributo em particular para três linhas de pesquisa. Primeiro, para a pesquisa que usa conceitos do ambiente institucional como determinantes significativos da atuação das empresas, numa racionalidade que é evidenciada nos estudos de Oliver (1991, 1997) que o ambiente institucional externo não é determinístico e que há espaço para a estratégia das empresas. Este estudo permite explorar como um conjunto de dimensões de distância institucional entre países pode ser tido em consideração na análise pelas empresas adquirentes, e como estas podem atuar para reduzir eventuais incertezas ou, pelo menos, minimizar os riscos das incertezas que identificam. Segundo, para a linha de pesquisa que não assume as aquisições como apenas um modo de entrada alternativo. Ou seja, que analisa as aquisições por dentro, explorando as diferentes formas estruturais que as aquisições permitem. Efetivamente, é provável que a intenção estratégica que preside a uma aquisição parcial ou total seja distinta (ver a este propósito Ferreira, 2005, 2007).

A terceira linha de pesquisa para que este estudo contribui é para a literatura sobre o processo que antecede a concretização das aquisições de empresas (DIKOVA ET AL., 2010), dado que há na literatura muita referência ao desempenho após as aquisições (CAPRON; PISTRE, 2002; CAPRON ET AL., 2001; CAPRON, 1999) ou ao potencial de reconfiguração dos ativos e competências da empresa após a aquisição (CAPRON; MITCHELL, 2004). Por exemplo, Dikova et al. (2010) analisaram porque as empresas abandonam, ou não concretizam, as aquisições previamente anunciadas, focando o ambiente institucional, notando que cerca de 25% das aquisições anunciadas são abandonadas. De modo similar, parece relevante examinar o tempo despendido no estudo da aquisição efetivamente ou na decisão de apenas adquirir uma parte do capital da empresa alvo (ver a respeito uma explicação baseada em *capabilities* por Ferreira, 2005, 2007).

Para a prática da gestão, talvez mais especialmente na internacionalização, este estudo aponta pistas importantes que podem ser seguidas pelos gestores, inclusivamente das empresas brasileiras na sua expansão além-fronteiras. A realização de uma aquisição precisa ser vista nas suas ramificações e impacto estratégico, mas o sucesso da operação pré e pós-aquisição pode estar fortemente dependente das condições institucionais e da capacidade da empresa adquirente conseguir extrair os benefícios almejados da aquisição. Neste estudo focamos três formas, que designamos por ações estratégicas, ou reações, que as empresas podem explorar para reduzir incertezas e riscos.

Este estudo foca temas de relevância na pesquisa atual, especialmente no contexto de aquisições de empresas, do ambiente institucional de negócios e da atuação estratégica das empresas nas suas operações. A integração temática e o estudo empírico permitem identificar contribuições substanciais para a literatura e o conhecimento existentes, tais: a) Como manter a vantagem competitiva em novos mercados; b) Características que validam a interpretação da teoria institucional, ambiente institucional, distância institucional dentro do fenômeno das aquisições de empresas; c) Promover nos gestores de EMNs uma visão dos desafios em aquisições de empresas em ambientes diferentes institucionalmente; d) Uma perspectiva em promover a análise do ambiente institucional antes da efetiva concretização da aquisição de empresa, e, e) Quando ocorre a análise prévia do ambiente de inserção espera-se desempenho superior no pós-aquisição.

Além das contribuições para a literatura, há, também, um conjunto de implicações, ou indicações, para a prática da gestão. O tema de aquisições não é apenas um tema de interesse acadêmico (TRINCHES, 1996; BROUTHERS, 2002; GROSSE; TREVINO, 2005), porque o crescimento doméstico e internacional das empresas continua a ser fortemente baseado em aquisições. Esta aparente preferência pelo crescimento por aquisições levou Hitt et al. (2001) a referir-se às aquisições como as estratégias preferidas dos CEOs (*Chief Executive Officers*). Importa, assim, entender qual o objetivo estratégico almejado na aquisição para decidir qual a melhor forma estrutural (FERREIRA, 2005). Por exemplo, quando o objetivo é aceder a novo conhecimento uma aquisição parcial pode ser a melhor solução (FERREIRA, 2005). De modo similar, quando se deparam com ambientes institucionalmente distantes, como analisamos neste estudo, as aquisições parciais podem ser uma forma de reduzir incertezas. A implicação para os gestores manifesta-se em despenderem de muito menos recursos numa aquisição

parcial, em contraponto à aquisição da totalidade da empresa alvo, libertando recursos para outros objetivos.

Os gestores precisam entender qual a melhor forma, ou modo de entrada, para ingressar em cada um dos mercados externos e como manter sua competitividade nesses mercados (BROUThERS; BROUThERS, 2000, BANDEIRA DE MELLO; CUNHA, 2001, TUCH; O'SULLIVAN, 2007; IYER; MILLER, 2008; BERRY ET AL., 2010). Dadas às idiossincrasias institucionais que matizam as geografias, não há um melhor modo de entrada geralmente prescrito. Importa, portanto, que os gestores entendam as diferentes dimensões institucionais e como estas impactam as suas empresas. Neste estudo, seguindo a mais recente pesquisa em negócios e estratégia internacional, usamos uma taxonomia de nove dimensões institucionais que revelam ter efeitos bem diversos sobre as empresas (estudo e taxonomia de Berry et al, 2010). Em essência, isto significa que não é suficiente olhar internamente, para os recursos possuídos, ou para as relações e examinar custos de transação, mas é também fundamental observar e entender o impacto do ambiente institucional externo nas operações das empresas. Ficou, aliás, evidente no estudo de Serra et al. (20012) que a pesquisa em estratégia incorpora hoje uma forte componente de teoria institucional.

Com a crescente globalização dos mercados, patente em elevados fluxos de comércio, e da produção, manifesta no redesenho da cadeia de valor global de muitas empresas e setores inteiros da economia, os gestores necessitam entender o impacto da teoria institucional para a entrada em novos mercados (SLANGEN; HENNART, 2008; FERREIRA; LI; JANG, 2009). Aquisições de empresas estrangeiras impactam em uma gestão do investimento que exige participar integralmente na estratégia. E ao procurar por uma aquisição em um país diferente do país de origem é carregar, em sua concretização, aspectos institucionais da empresa adquirida e ter que administrar os aspectos do ambiente institucional nacional (BARKEMA; BELL; PENNING, 1996). Erroneamente, figura-se que, este investimento estrangeiro é somente interesse dos gestores e superam esta análise para decidir sobre um investimento deste porte (HAYWARD; HAMBRICK, 1997; WOOD JR. ET AL. 2003). Tão importante quanto concretizar a aquisição estrangeira, preza-se que o planejamento para sua concretização deva contemplar a análise do ambiente institucional, para sim, então evitar os tantos erros, mencionados nos estudos sobre pós- aquisição (MOROSINI ET AL., 1998; DIKOVA ET AL., 2010).

1.5. Estrutura da dissertação

Esta dissertação está organizada em seis partes. Na primeira parte, revemos brevemente a literatura relevante sobre teoria institucional, ambiente institucional, distância institucional e aquisições de empresas. Na segunda parte, desenvolvemos o modelo conceitual e hipóteses sugerindo como as EMNs estrangeiras atuam face à distância institucional nas aquisições que realizam, ou tencionam realizar, no Brasil. Em especial propõe-se que nove facetas de distância institucional estarão negativamente relacionadas com a concretização das aquisições após o seu anúncio e com o grau de propriedade adquirido na aquisição, mas positivamente relacionadas com o tempo despendido na análise e avaliação da aquisição. Na terceira parte, apresentamos o método, incluindo a amostra, as variáveis e método estatístico seguido. Na quarta parte, apresentamos os resultados dos testes estatísticos das hipóteses formuladas. Em seguida, faz-se uma discussão alargada contemplando a análise dos resultados face à teoria, apontando limitações e sugestões para pesquisas futuras. Uma breve conclusão finda este estudo.

2. REVISÃO DA LITERATURA

O enquadramento teórico deste estudo assenta sobre a teoria institucional e especificamente a conceitualização do ambiente institucional e distância institucional e sobre a literatura em aquisições de empresas.

2.1. Teoria Institucional

A teoria institucional vem do campo da sociologia com o objetivo de observar os grupos, suas formações e interferências que sofrem. Surge nesta teoria o tema institucionalizado. Uma condição que é socialmente constituída, não em sua realidade, mas no que habitualmente é visto como um modelo certo a ser seguido, ou um padrão (MEYER; ROWAN, 1977; NORTH, 1990; DACIN, 1997). Selznick (1948) analisou a institucionalização da empresa e a colocou como um organismo que é influenciado pelos participantes do ambiente em que está inserida. O que é estabelecido pelos participantes internos e externos molda a empresa e constitui o conjunto de regras e práticas que são seguidas. As empresas deparam-se, assim, com pressões institucionais que estabelecem valores e diretrizes que pressupõe que ela recebe e se adapta. Racionalmente a empresa se enquadra ao que é estabelecido e, portanto, torna a empresa em uma organização institucionalizada.

Meyer e Rowan (1977) estudaram a empresa no contexto do ambiente. As empresas estão dentro de regras, práticas, rotinas e padrões estabelecidos pelo ambiente que impulsionam a agirem umas como as outras. Esta preocupação, racional, em atender o que é estabelecido institucionalmente pelo ambiente em que estão inseridas, tem como reflexo acreditar que se trata da sobrevivência da empresa. Os autores estabelecem que rituais criados pelos ambientes sejam “mitos racionais” e se as empresas não os adotarem estão em desacordo com o estabelecido dentro daquele contexto. A institucionalidade da empresa é estabelecida pelo que o ambiente determina.

E, como define Kostova (1999) a institucionalização é conceituada em dois níveis: a implementação, onde o grau em que a empresa de destino segue as regras formais e implícitas na prática e a, internalização, quando uma prática é associada aos níveis altos da empresa e a ação tomada é dotada como certa. Neste contexto, a empresa que segue as regras, se adapta e se estrutura ao ambiente e obtém o reconhecimento. Meyer e Rowan (1977) definem que ser reconhecido no ambiente é obter a “legitimidade”, ou seja, ser aceito (DACIN, 1997). O

atendimento a estas regras é incorporar o que está estabelecido institucionalmente pelo ambiente, como um modelo a ser seguido. Nessa visão, os autores descrevem que as empresas se enquadram em procedimentos padrões e não atender a estes padrões, institucionais do ambiente não permite a empresa ter legitimidade. Por esta visão as empresas se tornam parecidas, por estarem atendendo regras em comum.

As pressões exercidas sobre as empresas acabam por deixá-las parecidas. DiMaggio e Powell (1983) entendem que as empresas são parecidas institucionalmente e suas ações por mudanças na verdade, ainda, as mantêm igualmente regradas pelo institucionalismo do ambiente em que estão. Por exemplo, as obrigações legais, nas quais a empresa se obriga ao enquadramento para ser aceita naquele mercado, são as mesmas para todas que estão naquele ambiente; logo, padroniza as empresas.

A similaridade é estudada para compreender como as empresas tomam decisões estratégicas, quando observam a semelhança em relação aos fatores analisados e a melhor forma de investimento a fazer, e inversamente quando os são diferentes. DiMaggio e Powell (1983) trazem a ideia do isomorfismo, ou similaridade, para entender como o ambiente em que a empresa está inserida reflete em suas ações. Contextualizam o isomorfismo em duas esferas: competitivo e institucional. O isomorfismo competitivo trata da questão racional em que se observa o mercado, mudanças de segmentos, áreas de atuação no âmbito da competição. Já o isomorfismo institucional define como as empresas competem entre si para obter recursos, legitimidade, poder. Para compreender melhor a amplitude do conceito de isomorfismo desmembram em três tipos que regem como as empresas irão agir sobre aquele tipo de isomorfismo. Nesta visão, Salomon e Wu (2012), descrevem sobre o isomorfismo local e trazem que a ideia da estratégia das empresas é procurar um nível mais elevado de inferência no país, como as distâncias cultural, econômica e regulatória na procura de aumentar o acolhimento no país alvo.

As três maneiras de DiMaggio e Powell (1983) observarem o isomorfismo sobre as empresas são: a) Isomorfismo Coercitivo: A empresa atende exigências legais, regulatórias, as quais obrigam as empresas a adotar determinada prática por imposição legal (DACIN, 1997); b) Isomorfismo Mimético: A empresa adota uma prática, mesmo que não consciente, de algo que se entende como um bom exemplo (HAVEMAN, 1993; REDAELLI, 2011), e; c) Isomorfismo Normativo: A empresa entende como a maneira de proceder é tida como certa e verdadeira e a persegue, proliferando sua prática no comportamento da empresa. O

isomorfismo traz a ideia de que as empresas passam a ter ações que julgam serem as mais certas ao longo do tempo e, portanto, são legitimadas dentro das empresas (EISENHARDT, 1988). Estes são parâmetros para que a empresa enquadre suas ações observando o ambiente em que estão inseridas.

Kostova (1996, 1999) e Kostova; Zaheer (1999) definem que o ambiente institucional é a prática do isomorfismo e promove: práticas que se estabelecem em uma determinada organização são formadas após determinado ambiente institucional externo em que esta organização funciona; a semelhança institucional dos ambientes resulta em práticas semelhantes utilizados por organizações, e; quando as organizações espalhadas por vários ambientes institucionais e tentam transferir práticas entre as unidades, o grau de similaridade entre os ambientes institucionais dessas unidades afeta a facilidade e ao final sucesso da transferência. A empresa que procura no ambiente externo, o que necessita para seu investimento, diminuirá a diversidade e manterá a similaridade (DIMAGGIO; POWELL, 1983; EISENHARDT, 1988).

A empresa segue padrões, normas e regras estabelecidas pelo ambiente institucional. Dacin (1997) enverga seus estudos para analogia do quanto às normas institucionais influenciam as empresas. Como as forças ecológica e econômica determinam as expectativas institucionais. Define que as empresas seguem o que é prescrito institucionalmente e têm mais poder as normas institucionais do que as forças de mercado, durante o período de nacionalismo. As fortes pressões institucionais se relacionam a obter a legitimidade, e ser julgado como adequada, seguindo o que Dacin argumenta; este é um fator cognitivo. E, ainda as empresas estão sobre pressões que refletem como elas se relacionam com a atividade econômica, alterando gostos e preferências dentro da organização para atendê-la.

Na mesma percepção de Dacin (1997) quando fala do nacionalismo, encontramos a necessidade das organizações atenderem normas internas, regras e padrões que a empresa possui, são as pressões internas, ou conceitualmente em muitos casos tido como a cultura organizacional (OLIVER, 1997). A este fato os autores argumentam que a busca por atender as pressões internas em uma nova organização é obter a conformidade. O modo de fazer cada atividade da organização, buscar recursos, estratégias com parceiros, modo de gerenciar as atividades surgem de aspectos internos, costumes e hábitos inerentes a cada tipo de organização, são as normas internas (MEYER; ROWAN, 1977; DIMAGGIO; POWELL, 1983). Oliver (1997) ainda alega que as empresas são prisioneiras de suas estruturas e

comportamentos. Quando ocorre o processo de aquisição de uma empresa estas atividades internas- pressões internas- devem ser passadas para a empresa adquirida e esta ação não é atividade fácil (MOROSINI ET AL., 1998). Nesta vertente, DiMaggio e Powell (1983), colocam o isomorfismo normativo, como uma das bases da teoria institucional, que refletem esta atividade de colocar normas internas (procedimentos padrões da EMNs) como um padrão a ser seguido dentro de uma empresa. Por exemplo, na contratação de profissionais que atuam em determinado setor, fornecedores que são exclusivos e atendem determinados grupos de empresas, e exigem procedimentos padrões que alteram normas internas, entre outros, que influenciam as empresas. Estes fatores envolvem mais riscos e incerteza quanto a atuar em um novo ambiente (NORTH, 1990).

No contexto internacional as EMNs precisam, ao efetuarem aquisições de empresas em mercados ambientalmente distintos, atender as características da própria estrutura organizacional da matriz, a conformidade. Além de atender as exigências do ambiente externo institucional do país em que deseja entrar, a legitimidade. Como afirmam Morosini et al. (1998) as EMNs precisam possuir um conjunto diversificado de rotinas e repertórios, se quiserem competir em um mundo diverso. Os fatores ou dimensões podem então serem caracterizados por internos ou externos à empresa. E eles influenciam as ações estratégicas da empresa, por este motivo elas buscam sempre dimensionar estes fatores como confirmam Hoffman e Schaper-Rinkel (2001) serem necessários para diminuir a incerteza quanto ao ambiente.

Para a empresa se enquadrar no que está estabelecido institucionalmente no país de interesse é preciso atender o que North (1990) define como um “jogo”. As empresas estão como competidores nesse jogo, e este são regidos por normas, regras e padrões que necessitam serem seguidos. O descumprimento de qualquer um destes fatores caracterizam eliminação ou perda. O institucionalismo ocorre com as empresas para sobreviverem, manterem seus desempenhos e prosperarem, para isso, precisam atender as regras deste jogo. A imersão das empresas em determinado ambiente caracteriza que as normas a serem seguidas e institucionalizadas influenciam a tomada de decisão dos gestores (TOLBERT; ZUCKER, 1983).

Visualizar a instituições nacionais é conflitante para as EMNs. As empresas que atuam em vários ambientes, fragmentados como as multinacionais alcançar a legitimidade é difícil (KOSTOVA ET AL, 2008). Os autores versam para o neo-institucionalismo, e tratam que as

crenças tradicionais do institucionalismo não se enquadram as EMNS, pois elas estão em um campo mais amplo, mais fragmentado, enfrentam múltiplas pressões institucionais. Para obter a legitimidade, procuram parcerias com os que podem influenciar no processo, por exemplo, o poder político, a negociação e a manipulação na busca por interesses. A racionalidade pregada pelo institucionalismo não são incorporadas as estratégias das EMNS por não atenderem o contexto da ação, de forma a contribuir com processos mais simples, menos conceitual e institucional. As EMNs sobrevivem quando ocorre um alinhamento da organização ao ambiente externo (KOSTOVA ET AL, 2008).

As empresas procuram por interesses que lhe tragam estabilidade e significado ao comportamento social, nesta vertente, Scott (1995) trata que as instituições consistem de estruturas e atividades cognitivas, normativas, e regulativas que lhe tragam isto. As atividades cognitivas estão aliadas as representações internas, ao conhecimento e como são construídas. A normativa é prescritiva, avaliativa que determinam padrões de comportamento que podem ser comparados. Esta última sustenta a legitimidade que consiste em ser um padrão moral e de obrigatoriedade ao convívio social, portanto o esperado. E por último as atividades regulativas que estabelecem regras, recompensas, sanções que dão conformidade as ações. Os pilares estabelecidos pelo Scott estabelecem instrumentos de avaliação do ambiente e como as empresas são influenciadas por eles e como será seu comportamento analisando-os.

A tabela 1 mostra os elementos conceituais da teoria institucional, apurados pela pesquisa. Observa-se que a teoria institucional está intrinsecamente ligada aos fatores que a direciona: institucionalismo, legitimidade, conformidade e isomorfismo.

Tabela 1. Elementos conceituais da teoria institucional

Autores	Evidência teórica	Elementos teóricos
Selznick (1948); North (1990); Scott(1995); Dacin (1997); Tolbert e Zucker (1983); Kostova (1999); Kostova et al (2008)	Institucionalização	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Institucionalização das empresas; ▪ Racionalmente as empresas se tornam institucionalizadas pelo ambiente em que se inserem; ▪ As empresas seguem o que é prescrito pelas normas; ▪ Empresas estão imersas em normas e atividades institucionais que influenciam a tomada de decisão; ▪ Internacionalização como implementação e internalização; ▪ A teoria institucional estabelece a simplicidade, a regra a ser seguida.

Eisenhardt (1988); Meyer e Rowan (1977). Kostova et al (2008)	Legitimidade	<ul style="list-style-type: none"> ▪ As empresas estão inseridas em um ambiente e por este são influenciadas; ▪ Obter legitimidade e ser aceito no ambiente; ▪ Regras e procedimentos externos que influenciam a empresa.
DiMaggio e Powell (1983); Scott(1995) Dacin (1997); Oliver (1997); Meyer e Rowan (1977);	Conformidade	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Normas e padrões internos da empresa que são determinantes na definição das estratégias; ▪ Estão vinculadas a conseguir implantar as pressões internas em novas empresas.
Haveman (1993); Kostova (1996, 1999); Kostova e Zaheer (1999); DiMaggio e Powell (1983);	Isomorfismo	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Isomorfismo, a igualdade entre as empresas que estão inseridas em determinado ambiente; ▪ As regras e padrões estabelecidos pelos ambientes deixam as empresas parecidas; ▪ O exemplo, o padrão, a ser seguido pode representar um referencial positivo e estratégico para empresas.

Fonte: Elaborada pela autora (2013).

2.2. Ambiente Institucional

Para melhor compreender o que é tratado na teoria institucional e o que tratam os autores, definindo que as empresas são influenciadas pelo ambiente em que estão inseridas e, portanto, institucionalizadas por ele, seguem algumas considerações sobre o tema.

A teoria institucional, como visto, determina que o ambiente tenha forte influência sobre as ações estratégicas das empresas (MEYER; ROWAN, 1977; NORTH, 1990; DIMAGGIO; POWELL, 1983). As empresas são institucionalizadas pelo ambiente em que estão inseridas, moldadas por fatores internos e externos a ela. As características da própria empresa, como, por exemplo, determina sua produção, os fornecedores, a gestão das pessoas, ou o modelo de liderança que segue; e do meio que está inserida, regrado, por exemplo, por normas e procedimentos governamentais, perfazem os contextos interno e externo de uma empresa (OLIVER, 1997). Por estas influências a empresa determina suas estratégias de crescimento externo (HOFFMAN; SCHAPER-RINKEL, 2001). Pondera-se também que o contexto do ambiente em situações diferentes dos habituais trabalhados pela empresa, geram mais incertezas e riscos, ao se decidir fazer um investimento (MOROSINI ET AL., 1998). Este *portfólio* de informações que é necessário terem conhecimento perfaz a complexidade das transações (HAYWARD, 2002), em maior evidência quanto entre países distantes institucionalmente.

Os fatores internos, contextualizado na literatura, são as variáveis que são inerentes ao controle da empresa. Oliver (1997) argumenta que, no contexto da teoria institucional, as empresas estão envolvidas em suas atividades internas moldadas pelo contexto social. O poder da empresa, para, por exemplo, gerenciar seus métodos de gestão, escolhas de funcionários, rotinas de alocação de recursos, são fortemente predominantes à cultura da empresa. Segundo o autor, as pressões internas são crenças compartilhadas, institucionalizadas dentro da empresa. São as convecções estabelecidas pela empresa, às regras que estão estabelecidas internamente, os padrões que direcionam o comando, e então fundamentadas como certas pela organização (NORTH, 1990; CANTWELL ET AL., 2010).

Segundo Cantwell et al. (2010) as empresas reagem aos ambientes em que estão. Opcionalmente, elas podem reagir ao ambiente com adaptações em nível individual, em suas próprias atividades, ou não reagem estrategicamente, mas, são pressionadas naturalmente às mudanças ocorridas no contexto do ambiente. A estrutura dos ambientes pode refletir em uma falta de análise de alguns dos itens que o compõe. Para os autores, é uma questão que o ambiente cria, principalmente, pelas constantes mudanças que ocorrem ao longo do tempo. Por outro lado, permite, por exemplo, que novas instituições se formem e criem novas formas se executarem suas atividades, e logo se instituem como padrão para outras. Como visto por DiMaggio e Powell (1983), são forças criadas pelo ambiente, que levam as empresas ao isomorfismo.

Para entender a internacionalização de empresas é necessário levar em consideração o ambiente institucional (PENG ET AL, 2008). O ambiente institucional de um país está regrado por diferentes riscos políticos que podem afetar sua estabilidade. Os investidores estrangeiros enxerguem o risco e aumentam a incerteza quanto ao ambiente. As instituições podem reduzir estas incertezas e riscos do investimento, por meio de normas que definem o comportamento e limites. (PENG ET AL, 2009). Peng (2002) identificou que a visão baseada em instituição proporciona mais elementos para avaliar a internacionalização de empresas para países emergentes, o que não é encontrado na visão da indústria de Porter(1986) ou na visão baseada em recursos de Barney(1991). Para Peng (2009), o conjunto de competição baseada em indústria, nos recursos e capacidades específicos da firma e nas condições e transições institucionais, levam a estratégia e ao desempenho. Portanto, para o autor é importante a complementaridade entre indústria, recursos e instituições se tornam mais evidente as estratégias de internacionalização para países emergentes. A percepção ampliada

dos investidores, dentro do tripé estratégico (indústria, recursos e instituição) criado pelo autor permite identificar e delinear as mudanças, estudar as situações e similaridades de forma a enfrentar as adversidades diante do que foi identificado (PENG, 2002,2009).

A tabela 2 apresenta os elementos conceituais do ambiente institucional. A pesquisa permitiu, contemplados pela literatura, apontar elementos que definem o ambiente interno e externo à empresa. As evidências teóricas e os elementos que compõe os ambientes esclarecem quanto é evidente, quais fatores são trabalhados pelas empresas quando e o que devem analisar ao decidirem optar por uma aquisição de empresa, quanto mais se ela for, em um ambiente institucionalmente diferente.

Tabela 2. Elementos conceituais do ambiente institucional

Ambiente institucional	Evidências teóricas	Elementos que o compõe	Fundamentação teórica
Interno	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Controlado pelos gestores; ▪ Pressões internas sobre a empresa; ▪ Exige conformidade entre as empresas (adquirida e adquirente); ▪ Interferem nas decisões e nos resultados das ações. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estrutura organizacional; ▪ Normas, valores, relações de poder, coalizões dominantes; ▪ Cultura organizacional; ▪ Recursos disponíveis. 	Oliver (1997); DiMaggio e Powell (1983); North(1990); Jakobsen; Meyer (2008)
Externo	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Não controladas pelos gestores; ▪ Pressões externas sobre a empresa; ▪ Obter legitimidade, fazendo o que está estabelecido pelo ambiente; ▪ Interferem nas decisões e nos resultados das ações; ▪ Interferem no modo de entrada de empresas estrangeiras em novos mercados 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Relações com os fatores/dimensões do país: Econômico, cultural, demográfico, financeiro, geográfico, conexões globais, conhecimento, político e administrativo. ▪ Recursos disponíveis. 	Dikova et al. (2010); Cantwell et al. (2010); Hoffman; Schaper-Rinkel (2001); Peng (2002;2009)

Fonte: Elaborada pela autora (2013).

O ambiente institucional então declarado pela teoria institucional reforça que as empresas estão em constante observação das análises do ambiente interno e externo. Obter a

legitimidade, atendendo as pressões externas, e conseguir a conformidade, em suas atividades internas, prescreve o sucesso da empresa (OLIVER, 1997; CANTWELL ET AL., 2010).

2.3. Distância Institucional

Distância institucional é definida como a diferença ou similaridade entre dois contextos institucionais (KOGUT; SINGH, 1988; KOSTOVA, 1996; MOROSINI ET AL., 1998, BERRY ET AL., 2010). Dikova et al (2010) destaca que a distância institucional, no contexto de diferenças institucionais entre os países, são difíceis de compreender e controlar gerencialmente para aquisições internacionais.

Como declaram Tihanyi et al. (2005) mencionando a obra de Johanson e Vahlne (1977) que as empresas inicialmente podem selecionar países culturalmente semelhantes para evitar as complexidades em relação às diferenças de valores e instituições entre o país de origem e de destino. As semelhanças auferem menores custos, enquanto que as diferenças os aumentam. Embora na literatura não exista uma definição clara denominando distância somente como diferença, o conceito foi incorporado pelos pesquisadores (ver Tihanyi et al, 2005, Dikova et al, 2010).

Com o objetivo de estabelecer a distância institucional, os autores atribuem à distância cultural como de maior relevância para dimensioná-la. Utilizam por dimensão cultural o estudo de Hofstede (1980). O estudo apresenta quatro medidas da cultura e para estudiosos de negócios internacionais tem uma abordagem que atribui como válida para os estudos, por verificar fluxos de informações entre os países, aspectos culturais e psíquicos em uma grande amostra de países. Hofstede fez uma pesquisa durante seis anos com gestores das filiais da IBM em 40 países. Como resultado apontou quatro dimensões para a cultura sendo elas: aversão à incerteza, distância do poder, masculinidade/feminilidade e individualismo/coletivismo (BERRY ET AL., 2010; CHUEKE; BORINI, 2012) e mais recentemente impetrou a quinta e sexta dimensões culturais. O artigo de Hofstede (2011), aponta a quinta dimensão: Longo prazo versus orientação de curto prazo (*Long Term versus Short Term Orientation*), relacionada com a escolha de foco para os esforços das pessoas: o futuro ou o presente e o passado. E, a sexta dimensão: Indulgência versus restrição (*Indulgence versus Restraint*), relacionado com a satisfação versus controle de base de desejos humanos relacionados com a gozar a vida. Hofstede mostra as pesquisas anteriores e porque levou a identificar estas novas dimensões. Estas novas dimensões estão relacionadas a forma de

agregação dos estudos. Adverte sobre as diferenças que estão relacionadas em nível individual e ao que se relaciona em nível nacional. Mas conclui, a posição do país infere sobre sua cultura e estas duas novas dimensões podem inferir estes fatores.

Morosini et al. (1998) utilizaram em sua pesquisa a dimensão cultural nacional na análise do desempenho de aquisições. Para os autores, a distância cultural nacional representa a distância das normas, rotinas e repertórios e para o projeto organizacional, desenvolvimento de novos produtos e outros aspectos da gestão que são encontrados entre o país do adquirente e o país alvo. Estes fatores fazem parte de um contexto que as EMNs necessitam possuir quando querem competir em um mercado diverso. Imitá-los não é tão fácil e são fatores valiosos para determinar o desempenho das empresas. Estas aumentam a probabilidade de possuí-los através de aquisição de uma empresa em um país culturalmente distante. O estudo conclui que a distância cultural é fator importante a ser considerado ao se decidir por aquisição de empresa em novos mercados.

Slangen e Hennart (2008) para identificar se as EMNs escolhem investimento em *greenfields* ou aquisições em mercados distantes culturalmente, utilizaram as dimensões de Hofstede (1980) para análise. Afirmam os autores que as quatro dimensões culturais nacionais: distância do poder, aversão à incerteza, individualismo e masculinidade possuem validade por serem utilizadas empiricamente em vários estudos. Dando ênfase a questão cultural como prerrogativa de análise para modos de entrada em novos mercados.

A importância em compreender as diferenças existentes entre os países para ingresso de EMNs em novos ambientes institucionais trouxeram outros estudos de referência para atribuir dimensões às distâncias institucionais. São os trabalhos de Schwartz de 1992 e o projeto GLOBE. Ambos os estudos, como o de Hofstede, têm uma grande abrangência, foram aplicados em muitos países. Schwartz criou um modelo teórico para compreensão dos valores culturais (SIEW ET AL., 2007; CHUEKE; BORINI, 2012). O projeto GLOBE também com o objetivo de verificar as variáveis do ambiente cultural do ponto de vista da sociedade, vertendo para análise da cultura organizacional, da liderança e do comportamento organizacional, envolveu 160 pesquisadores em 62 países (CHUEKE; BORINI, 2012). Mas, em todos os casos, a dimensão é a cultural.

Já, Dikova et al. (2010) refletem em observar itens que podem impactar no acordo de aquisição de empresas no âmbito internacional. Quatro itens foram abordados e distribuídos em dois tipos de distância e são: i) Distância do risco de expropriação que englobam: risco de

contrato de repúdio por parte do governo, risco de expropriação do investimento privado e ii) Distância da complexidade processual, que englobam: complexidade processual (com valores mais altos indicando maior complexidade processual em cumprimento de um contrato) e força legislativa global. Em outra vertente do estudo observa a distância cultural nas dimensões de Hofstede: iii) aversão à incerteza e iv) distância do poder. Esta pesquisa concluiu que empresas adquirentes e adquiridas que estão em países com grandes diferenças institucionais se envolvem menos em ofertas de aquisições de empresas, em especial ao risco de expropriação. A complexidade processual, entretanto, não é um impedimento da atividade de aquisição.

Sobre a dimensão cultural, já observando novas perspectivas para o ambiente institucional, os autores Berry et al. (2010) refletem sobre a obra de Hofstede (1980) apontando que o estudo por si aponta outras dimensões e não somente a cultura. E ainda questionam a obra, pois acredita que ao longo do tempo podem ocorrer mudanças, o que na verdade ocorre em dimensões econômicas e políticas, por exemplo, com maior rapidez. Por uma razão ou outra, o que os autores propuseram foi a necessidade de dimensionar a distância institucional e novas dimensões.

Retomando a Kostova (1996, 1999) que define que o ambiente institucional é determinado pelo grau de diferença ou similaridade de um determinado país pode ter em relação ao outro, é necessário compreender melhor quais e como as dimensões influenciam os negócios internacionais, entendendo os fatores dos ambientes, em específico para este estudo, o nacional. O que não deve ocorrer é utilizar parâmetros errados ou basear-se em falácias - conclusões gerais e agregadas e aceitas como certas para o todo, por exemplo, utilizando a dimensão cultural como a única versão para distância institucional (BERRY ET AL., 2010).

A tabela 3 mostra estudos que trataram da distância institucional. Podem elucidar mais o tema, observando como é o que os autores pesquisaram sobre a distância institucional e as conclusões obtidas em seus estudos.

Tabela 3. Exemplos de estudos usando distância institucional

Referência	Questão de pesquisa	Hipóteses	Variáveis	Objeto de estudo / amostra	Principais resultados / Conclusões
Berry; Guillen; Zhou. (2010)	O conceito de distância institucional entre países e aferir o seu impacto nas aquisições.	Não há hipóteses explícitas. Trata do impacto de nove dimensões entre países e a relação com investimentos em países externos.	<u>V. dep.:</u> Entrada no mercado externo <u>V. indep.:</u> econômico; financeiro; político, administrativo; cultural; conhecimento, demográfico; conexão global; geográfica. <u>V. controle:</u> Experiência no país anfitrião; indústria e distribuidores; alta ou baixa renda do país; nível de pesquisa e desenvolvimento da empresa.	Amostras: 412 empresas com subsidiárias no exterior. Empresas norte americanas que entraram em mercados estrangeiros, no período de 1993 a 2005.	Foram encontrados nove dimensões para distância: econômico; financeiro; político, administrativo; cultural; conhecimento, demográfico; conexão global; geográfica. Embora a distância cultural tenha uma influência grande nas decisões gerenciais, as outras distâncias encontradas também mostram resultados diferentes para estas decisões. Os resultados mostram que a distância pode influenciar decisões firmes em investimento estrangeiro. E examinar as diferentes dimensões podem influenciar as decisões gerenciais.
Dikova; Sahib ; Van Witteloostuijn (2010)	Investigar como as diferenças institucionais influenciam os negócios internacionais e o tempo para sua concretização.	Existe uma relação negativa entre as formas diferenças institucionais dos países de origem e a probabilidade do negócio ser concluído e o tempo entre o anúncio e a conclusão dos negócios internacionais.	<u>V. dep.:</u> Conclusão da Aquisição/Não conclusão e Duração para aquisição (diferença em dias entre o anúncio e a conclusão do negócio) <u>V. indep.:</u> Distância institucional (risco país) e distância cultural (distância do poder) <u>V. controle:</u> Participação acionária pretendida; Pagamento em dinheiro e	Amostra: 2389 transações de aquisições internacionais. Anúncios e conclusões de aquisições internacionais no setor de serviços em negócios internacionais, No período de 1981-2001	As diferenças institucionais explicam em parte a variação da probabilidade do anúncio da aquisição será concluída. Aprendizagem organizacional modera os efeitos da distância institucional. Aumenta a probabilidade de se concluir aquisições onde os ambientes institucionais são mais próximos e encurta o tempo onde o ambiente institucional é mais distante.

Referência	Questão de pesquisa	Hipóteses	Variáveis	Objeto de estudo / amostra	Principais resultados / Conclusões
			subsidiaria alvo; Experiência (Aprendizagem).		<p>Pagamentos em dinheiro, afeta positivamente a conclusão a redução do tempo. As que envolvem altos valores são mais complexas e levam mais tempo para serem concluídas e podem não ser concluídas.</p> <p>Risco de expropriação quando baixa mantém uma estabilidade na conclusão de negócios e quando alta é irregular e a aprendizagem é mais difícil nessa última situação.</p> <p>Quanto à distância do poder há semelhança se a diferença é alta ou baixa. Nas diferenças altas as conclusões são irregulares, mas em media menor do que em situações de baixa distância do poder.</p>
Hoffmann; Schaper-Rinkel (2001)	Em que condições devem a empresa colaborar ou adquirir?	Não há hipóteses explícitas. Mas trata de um assunto relevante para a pesquisa: Fatores que influenciam as aquisições de empresas, em vez de procurar por alianças.	<p><u>V. dep.:</u> Aquisições e Cooperações em negócios.</p> <p><u>V. indep.:</u> Fatores de crescimentos estratégicos externos.</p> <p><u>V. controle:</u> não apontado</p>	Amostra: 25 reuniões com 13 Líderes empresariais alemães e consultores que lidam com decisões de gestão.	<p>Aquisições e cooperação são estratégias que fornecem acesso a recursos externos e permitem utilizar sinergias.</p> <p>O ambiente fornece fatores contextuais que influenciam as decisões em crescimento externo.</p> <p>Cooperação/Alianças são favoráveis em ambientes de incerteza e distante do conhecimento e Aquisições são melhores opções quando há incerteza e a flexibilidade é menor, portanto objetivando</p>

Referência	Questão de pesquisa	Hipóteses	Variáveis	Objeto de estudo / amostra	Principais resultados / Conclusões
					economia de escala e escopo de sustentação.
Jakobsen ; Meyer (2008).	O uso das aquisições parciais como modo de entrada em mercados emergentes.	As aquisições parciais são uma oportunidade de acessar vantagens locais.	<u>V. dep.:</u> Aquisições Parciais. <u>V. indep.:</u> Localização; Tamanho da subsidiária; Influências governamentais; Transferências de recursos. <u>V. controle:</u> não apontado.	Amostra: 1000 observações em sete países: Índia, Vietnã, Egito, África do Sul, Hungria, Polônia e Lituânia. Investimentos estrangeiros diretos em economias de transição (Europa Central e Oriental; Ásia e África).	As aquisições parciais são bastante utilizadas para ingresso em economias emergentes. Os aspectos institucionais, localização, cultural, influência dos governadores empenham papel importante na escolha do modo de entrada. As aquisições parciais são formas de privatizar estatais e impactam na economia de acolhimento. Nas aquisições parciais há menor investimento de capital humano e menor número de transferência de recursos.
Kogut ; Singh (1988)	Por que a cultura influencia a escolha do modo de entrada?	A distância cultural entre países aumenta a probabilidade de a empresa entrar com <i>joint venture</i> ou aquisição. Cultura da empresa de investir caracterizada pela prevenção de incerteza o mais provável é que a empresa vai escolher uma <i>joint venture</i> ou <i>greenfields</i> sobre uma aquisição.	<u>V. dep.:</u> Escolha do modo de entrada: Aquisições; <i>joint venture</i> ; <i>greenfield</i> . <u>V. indep.:</u> Diversificação; Experiência nacional; Experiência multinacional; Tamanho do investimento; Pesquisa e Desenvolvimento, Publicidade, Setor – Indústria ou Serviço. <u>V. controle:</u> Distância Cultural; Aversão à incerteza.	Amostra: 228 entradas no mercado dos Estados Unidos por meio de aquisições, <i>greenfields</i> , subsidiária integral e <i>joint venture</i> .	Há uma visão predominante obtida pelos resultados que a seleção do modo de entrada é influenciada por fatores culturais. Quanto maior a distância cultural entre dois países envolvidos, maior a incerteza envolvida na relação entre eles. Índice que mede a distância cultural entre os países, baseado nas dimensões de Hofstede.

Referência	Questão de pesquisa	Hipóteses	Variáveis	Objeto de estudo / amostra	Principais resultados / Conclusões
Morosini; Shane; Singh (1998).	Como a distância cultural nacional entre os países dos adquirentes e objetivos de origem influenciam o desempenho da aquisição internacional.	A maior distância cultural nacional entre o país do adquirente e o país do objetivo, serão maiores o desempenho de pós-aquisição da empresa combinada.	<u>V. dep.:</u> Desempenho. <u>V. indep.:</u> Distância cultural nacional. <u>V. controle:</u> Relação (mesmo tipo de indústrias); Tamanho; Estratégia de pós-aquisição (integração); Aversão à incerteza; Ano de aquisição; Tipo de indústria.	Amostra: 52 aquisições internacionais. Empresas envolvidas em atividade de aquisição internacional entre 1987 e 1992.	A distância cultural nacional aumenta desempenho de aquisições internacionais. Há uma tendência em executar melhor as atividades que estão distantes e por isso aumentar o desempenho. Contrasta os argumentos que a empresas entram em locais culturalmente perto para obter desempenho. Resultados mostram que as empresas entram em países distantes culturalmente por aquisição, e executam bem as atividades em relação às aquisições em culturalmente países íntimos.
Aguilera-Caracuel; Aragón-Correa; Hurtado- Torres; Rugman (2012).	Mostrar que as distâncias institucionais entre a sede e o país anfitrião, e da sede desempenho financeiras têm um impacto relevante sobre a decisão de padronização ambiental em empresas multinacionais.	Distância institucional entre a sede e controladas, maior a normalização ambiental dentro das multinacionais. O desempenho financeiro da sede tem uma influência positiva sobre a decisão padronização ambiental dentro da multinacional. O melhor desempenho financeiro sede, menor será o efeito negativo que a distância entre a sede institucional ambiental e países tem subsidiárias na padronização ambiental dentro da multinacional.	<u>V. dep.:</u> Normalização ambiental dentro da multinacional <u>V. indep.:</u> Distância ambiental institucional entre Países; Sede; Desempenho Financeiro <u>V. controle:</u> padronização de práticas ambientais; Tamanho da sede; Tamanho da subsidiária; Indústria química; Indústria de petróleo e energia; Distância institucional ambiental; Desempenho financeiro da sede.	Amostra: 135 empresas multinacionais em três setores diferentes (Químico, petróleo e energia e indústria de maquinários) com sede e subsidiárias nos EUA, Canadá, México, França e Espanha.	A distância institucional ambiental elevada entre a sede e as subsidiárias dos países impede a padronização de práticas ambientais. As sedes de alto desempenho estão dispostas a padronizar suas práticas ambientais, ao invés de tirar proveito dos países com a fraca proteção ambiental ao invés de tirar proveito dos países com atividades altamente poluentes.

Referência	Questão de pesquisa	Hipóteses	Variáveis	Objeto de estudo / amostra	Principais resultados / Conclusões
Sie; Lee; Soltar (2007)	Examina a congruência entre as obras de Hofstede (1980) e Schwartz (1994)	Não especifica hipóteses. Há congruência ou a falta de congruência das dimensões abordadas nas obras de Hofstede (1980) e Schwartz (1994).	<u>V. dep.:</u> Dimensões da teoria de Hofstede; dimensões da teoria de Schwartz. <u>V. indep.:</u> Cultural nacional; distância cultural. <u>V. controle:</u> país Austrália; Fórmula de Kogut e Singh (para calcular a distância); Comércio entre os países.	Amostra: 23 países e os estudos de Hofstede: 50 países, e; Schwartz: 38 países.	Os valores apontados por Schwartz para capturar a cultura do país foi apontado como melhor para explicar a variação cultural entre os países do que os valores de Hofstede. Não há congruência em alguns valores, tais como individualismo versus coletivismo, os quais podem influenciar o comércio de um país. É necessário procurar novas dimensões para apontar a dimensões culturais além das abordadas pelos autores.
Slangen; Hennart (2008)	Multinacionais realmente prefere entrar em países culturalmente distantes através de <i>greenfields</i> , ao em vez de aquisições?	Os custos adicionais de aquisições em países culturalmente distantes são idênticos para todas as empresas multinacionais. A experiência internacional da EMN aumenta a probabilidade de entrar em países culturalmente distantes através de uma aquisição em vez de investimento de raiz. A experiência no país anfitrião da EMN aumenta a probabilidade de entrar em países culturalmente por meio de aquisição e não de investimento de raiz. O grau de autonomia que a EMN pretende conceder à subsidiária focal aumenta a probabilidade de entrar em	<u>V. dep.:</u> <i>Greenfield</i> e Aquisições <u>V. indep.:</u> Distância Cultural; Experiência internacional da EMN; Experiência do país anfitrião da EMN; Autonomia subsidiária. <u>V. controle:</u> Nível de diversificação da EMN; Tipo de EMN; Quantidade de conhecimento tecnológico para ser transferido; Parentesco entre o investimento; Tamanho investimento; Crescimento da demanda; Restrições à aquisição; Falta de	Amostra: Empresas holandesas que investiram em <i>greenfield</i> integrais e aquisições totais por empresas holandesas em 35 países, entre 1995 e 2003. 171 investimentos (92 <i>greenfield</i> e 79 aquisições totais), completados por 120 multinacionais. Originários de Empresas holandesas que investiram em <i>greenfield</i> integrais e aquisições totais por empresas holandesas em 35 países,	As empresas multinacionais preferem entrar em países culturalmente distantes através de <i>greenfield</i> . Mas quando se tem pouca experiência internacional a opção são aquisições. Em países culturalmente distantes a autonomia dada à subsidiária não aumenta a preferência por aquisições. A autonomia é controlada e pode variar em relação ao objetivo, em áreas de menor ou maior controle.

Referência	Questão de pesquisa	Hipóteses	Variáveis	Objeto de estudo / amostra	Principais resultados / Conclusões
		países culturalmente distantes através de uma aquisição em vez de investimento de raiz.	aquisições alvo; Ano de efeito fixo.	entre 1995 e 2003.	
Tihanyi; Griffith; Russell (2005)	Analisar as relações entre distância cultural e escolha do modo de entrada, a diversificação internacional e desempenho da EMN.	A distância cultural está positivamente/negativamente relacionada com a seleção de modos de entrada por investimento, a diversificação internacional de EMNs, o desempenho de EMNs.	<u>V. dep.:</u> Escolha do modo de entrada, a diversificação internacional. <u>V. indep.:</u> Distância cultural <u>V. controle:</u> incerteza ambiental; tamanho da empresa.	Amostra: 66 artigos que estudam distância.	Não há evidências estatísticas de relação entre escolha do modo de entrada, a diversificação internacional e desempenho das multinacionais. Há evidência de um efeito moderador: há relação negativa entre distância cultural e modo de entrada para empresas multinacionais americanas. Forte associação negativa para indústrias de alta tecnologia, mas positiva para outras indústrias. A distância cultural tem efeito positivo sobre o desempenho da EMN e sobre o grau de diversificação internacional.
Vermeulen; Barkema (2001)	Examinar como <i>greenfields</i> e aquisições afeta a viabilidade das expansões posteriores de uma empresa	A taxa de sobrevivência de controladas, <i>greenfields</i> e aquisições, estão relacionadas negativamente/positivamente com o número de <i>greenfields</i> precedentes de uma empresa. A taxa de sobrevivência das empresas é negativamente relacionada com o número de <i>greenfields</i> precedentes de uma empresa em mercados conhecidos, e não ao número de <i>greenfields</i> anteriores em novos mercados.	<u>V. dep.:</u> Sobrevivência; Aquisições; <i>Greenfield</i> . <u>V. indep.:</u> Número de <i>greenfields</i> anteriores a aquisições; precedendo aquisições em domínios alheios/relacionados; bloco cultural. <u>V. controle:</u> diversidade de produtos; tamanho da empresa; rentabilidade; distância cultural; expansão	Amostra: 25 empresas, que operaram com variedade de indústria e países coletadas no período de 1966 a 1994, de origem holandesa.	Experiências com <i>greenfields</i> diminui a taxa de sobrevivência de ambos novos <i>greenfields</i> e de novas aquisições. As aquisições tem impacto positivo nas subsequentes expansões, novas <i>greenfields</i> e novas aquisições. Exploração contínua em <i>greenfields</i> torna as organizações simples e inerte. Aquisições ampliam a base de

Referência	Questão de pesquisa	Hipóteses	Variáveis	Objeto de estudo / amostra	Principais resultados / Conclusões
		<p>A taxa de sobrevivência das empresas é positivamente relacionada com o número de precedentes de uma empresa de aquisições em domínios relacionados ao invés do número de anteriores aquisições em domínios alheios.</p> <p>A probabilidade de aquisição/<i>greenfields</i> está positivamente relacionada com o número de <i>greenfields</i>/aquisições precedentes de uma empresa.</p> <p>A probabilidade de aquisição está positivamente relacionada com o número de <i>greenfields</i> precedentes de uma empresa em mercados conhecidos, e não ao número de <i>greenfields</i> anteriores em novos mercados.</p> <p>A probabilidade de um <i>greenfield</i> está positivamente relacionada com o número de anteriores aquisições em domínios relacionados ao invés do número de anteriores aquisições em domínios alheios.</p>	<p>estrangeira ou nacional; diversidade de negócio; grau de propriedade adquirida; <i>joint venture</i> como opção; tempo de calendário;</p>		<p>conhecimento, quebra de inércia e fomenta o desenvolvimento a novos conhecimentos, comunicação e formas existentes de conhecimento.</p>

Nota: Tradução e interpretação livre feita pela autora das obras mencionadas.

Fonte: Elaborada pela autora (2013).

A distância institucional nacional não pode ser observada dentro de uma única dimensão, a cultural. A importância da multidimensionalidade do ambiente institucional é destacada por Berry et al. (2010) para as empresas, pois “definir e medir a distância internacional ao longo de múltiplas dimensões é importante, porque diferente tipo de distância pode afetar decisões firmes, de gestão ou indivíduo de maneiras diferentes, dependendo da dimensão da distância em análise”. Berry et al. (2010) desenvolveram um arcabouço para atribuir novas formas de dimensões para distância internacional que complementam como estudar as diferenças e semelhanças entre os países, no campo da teoria institucional. A tabela 3 apresenta as nove dimensões da distância internacional e obras que trataram a dimensão de referência.

Tabela 4. Dimensões para distância institucional

Dimensão da distância	Definição	Obras que abordam a dimensão
Econômico	Diferenças de desenvolvimento econômico e as características macroeconômicas.	Campa e Guillén (1999); Galan et al. (2007)
Financeiro	Diferenças no desenvolvimento do sector financeiro.	Capron e Guillén (2009); Kwok e Tedesse (2006) Aguilera-Caracuel, (2012).
Político	Diferença na estabilidade política, democracia e participação bloco comercial.	Kwok e Tedesse (2006) Yu e Liao, (2008); Karunaratne (2012); Guler e Guillén (2010); Toral (2008)
Administrativo	Diferenças em laços coloniais, língua, religião e sistema legal.	Guler e Guillén (2010); Newburry; Yakovas, 2006; Schriber (2012)
Cultural	Diferenças nas atitudes em relação à autoridade, confiança, individualidade, e a importância do trabalho e da família.	Johanson e Vahlne (1977); Kogut e Singh (1988); Morosini et al. (1998); Hofstede (1980); Tihanyi et al.(2005), Siew et al. (2007); Sun e Xu (2010) Sarala e Vaara (2010).
Demográfico	As diferenças nas características demográficas.	Town et al. (2007); Harms e Meulen (2013)
Conhecimento	Diferenças nas patentes e produção científica.	Anand; Kogut (1997); Kostova, (1999); Porter e Stern (2001); Guler e Guillén (2010); Zou e

Dimensão da distância	Definição	Obras que abordam a dimensão
Conexões Globais	Diferenças no turismo e uso da Internet.	Ghauri (2008) Oxley e Yeung, (2001); Tihanyi et al. (2005)
Geográfico	Grande distância entre o círculo, centro, geográfico dos países.	Cantwell et al (2010); Tihanyi et al. (2005)

Fonte: Definição das dimensões adaptada de Berry et al. (2010) complementado pela autora.

2.4. Aquisições de empresas

A forma como as empresas entram em mercados externos depende de um conjunto de aspectos relativos à empresa, aos mercados externos e às motivações estratégicas para a internacionalização para cada um dos mercados entrados. Root (1994) apresentou os modos de entrada passíveis de serem usados pelas empresas, sistematizando-os nos seguintes tipos: exportação (direta e indireta). Licenciamento, parcerias (onde se incluem *joint ventures* e alianças estratégicas) e operações de investimento direto estrangeiro (incluindo as aquisições de empresas já existentes ou operações de investimento de raiz - também designadas por *greenfield investments*). A cada modo de entrada correspondem opções quanto ao grau de controle e risco, mas, também, incorpora motivações estratégicas para o futuro na medida em que a empresa pode começar as operações num mercado estrangeiro através de exportações, mas evoluir gradativamente para operações de investimento direto nesse mercado.

Decidir o modo de entrada em um novo mercado se caracteriza como uma ação estratégica da empresa que considera, entre muitos aspectos, o custo de transação (WILLIAMSON, 1981; ANDERSON; GATIGNON, 1986; HOFFMANN; SCHAPER-RINKEL, 2001), os recursos disponíveis (BARNEY, 1991), as diferenças e distâncias culturais (MOROSINI ET AL., 1998; STAHL; VOIGT, 2008) e institucionais (MEYER; ROWAN, 1977; DIMAGGIO; POWELL, 1983).

Aquisições de empresas são estratégias em que uma empresa adquire outra empresa. Para Cavusgil et al. (2008, p.318) “uma aquisição implica um investimento direto ou a compra de uma empresa já existente”. Segundo Tranches (1996) numa aquisição há uma empresa que adquire total ou parcialmente o patrimônio ou controle acionário de outra empresa. Embora as aquisições sejam frequentemente tratadas indistintamente das fusões,

uma fusão é, segundo Aoun et al. (2008) “a extinção de uma empresa e a consequente absorção desta pela outra”. Cavusgil et al. (2008, p. 318) define que a “fusão é um tipo especial de aquisição em que duas empresas se juntam para formar uma empresa nova e maior”. No Brasil, a lei 6.404/75 sobre Sociedades por Ações, define no art. 228 que “a fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações”. Portanto, fusão cria-se uma nova empresa, enquanto uma aquisição há a absorção de uma empresa por outra, mantendo a empresa adquirente a posse de parte ou a totalidade do capital e ativo da empresa adquirida, enfim são opções estratégicas distintas.

As aquisições enquadram-se como operações de investimento direto estrangeiro (IDE) e, de acordo com Cavusgil et al. (2008, p. 4-5) são “estratégia de internacionalização em que a empresa estabelece uma presença física no exterior por meio da aquisição de ativos produtivos, como capital, tecnologia, força de trabalho, terrenos, instalações industriais e equipamentos”. Em geral, as aquisições são utilizadas para investimentos em longo prazo, pelo que além de comprometerem mais recursos físicos, humanos, tecnológicos e financeiros, são, também, modos de entrada no estrangeiro em que a empresa investidora assume maior risco (CHAPMAN, 2003).

A pesquisa em aquisições tem assumido diversas vias na busca por entender benefícios e custos associados às aquisições (ver Tabela 5). Por exemplo, Argyres e Zenger (1999) examinaram como um conjunto de fatores de localização e propriedade determinam os modos de entrada no estrangeiro. Barkema e Vermeulen (1998), Vermeulen e Barkema (2001) e Hayward (2002) examinaram o potencial de aprendizagem nas aquisições internacionais. Iyer e Miller (2008) focaram a integração e o desempenho pós-aquisição (GATES; VERY, 2002; KRISHNAN ET AL., 2007). Datta et al. (1991) notaram que além de diversificar é preciso manter desempenho, observando retorno, risco, entre outros fatores. Zou e Ghauri (2008) destacam que duas empresas em contextos diferentes permitem compartilhar conhecimento. E podem expandir por necessidades estratégicas (TORAL, 2008). Novos mercados podem também ser alavanca para as competências que já detém, maximizar a riqueza dos acionistas e aumentar os lucros (AOUN ET AL., 2008). Promovem redução de custos por recursos compartilhados em logística ou produção, alcançando novas tecnologias e conhecimento (SCHRIBER, 2012). Para Stahl e Voigt (2008), as empresas adquirem novas empresas puramente por motivos financeiros ou para melhorar a competitividade. O desempenho de

ambas as empresas seria superior somada às forças das duas, o que não ocorreria se estivessem separadas. Nesse cenário de aquisições internacionais, existe um potencial de conhecimento que pode contribuir nas decisões estratégicas em negócios internacionais das empresas multinacionais, ainda negligenciado por gestores que conduzem estratégias que não elevam o desempenho das aquisições (CHAPMAN, 2003, ZOU, GHAURI, 2008).

Todeva e Knoke (2005) categorizaram os motivos, para alianças estratégicas, dentro de quatro níveis distintos, os quais são: organizacional; econômico; estratégico e político. Onde, organizacional (resolução de problemas internos organizacionais); econômico (estratégias de posicionamento); político (manobras políticas com governos e concorrentes) estratégico (benefícios percebidos de atividades futuras). A tabela 5 apresenta as motivações para a realização de aquisições e as categoriza.

Tabela 5. Motivações para a realização de aquisições

Motivação para as aquisições	Autor(es)	Categoria
<ul style="list-style-type: none"> • Maximizar a riqueza dos acionistas. • Aumentar a lucratividade da empresa. • Aprendizagem e internalização de competências, coletivas. • Transformações ambientais. • Reestruturação, melhorando o desempenho. • Cooperação dos potenciais rivais ou concorrentes. • Legitimação, o efeito de movimento, seguindo as tendências da indústria. 	<p>Todeva e Knoke (2005)</p> <p>Aoun et al. (2008)</p> <p>Zou e Ghauri (2008)</p>	Organizacional
<ul style="list-style-type: none"> • Obter capacidades complementares de empresas locais. • Acesso a novas tecnologias e convergência tecnológica. • Alcançar a integração vertical, recriando e ampliando as ligações de abastecimento, a fim de ajustar-se. • Diversificação para novos negócios. • Aquisição de meios de distribuição. • Alcançar vantagem competitiva. • Complementaridade de bens e serviços para os mercados • Imperativos de crescimento das empresas. • Mudanças econômicas ou tecnológicas. • Necessidade de reunir recursos para pesquisa e desenvolvimento. • Potencial para ganhos de sinergia. • Corte de custos. 	<p>Trinches (1996)</p> <p>Wood Jr. et al. (2003)</p> <p>Todeva e Knoke (2005)</p> <p>Chen (2008);</p> <p>Jakobsen e Meyer (2008)</p> <p>Toral (2008)</p>	Estratégica

Motivação para as aquisições	Autor(es)	Categoria
<ul style="list-style-type: none"> • Economias de escala e escopo. • Motivadas pela globalização da economia global. • Necessidades de sócios locais para acesso a novos mercados. • Complementar os recursos. • Compartilhar custos e riscos com lançamento de novos produtos. • Busca por inovações tecnológicas. • Busca por conhecimentos complexos. 		
<ul style="list-style-type: none"> • Busca de mercado. • Obtenção de economias de escala. • Co-especialização. • Desenvolvimento de produtos, tecnologias, recursos. • Custo de partilha ou partilha de recursos. • Redução e diversificação de riscos. • Potenciais sinergias nas operações, para enfrentar com mais vigor o líder já estabelecido. 	Porter (1996) Todeva e Knoke (2005)	Econômica
<ul style="list-style-type: none"> • Superando barreiras legais / regulamentares. • Desenvolvimento de normas técnicas. 	Todeva e Knoke (2005) Toral (2008)	Política

Fonte: Elaborada pela autora (2013).

As aquisições podem envolver a posse de parte (sendo muitas vezes confundidas com *joint ventures*) ou da totalidade do capital da empresa adquirida. Importa a este respeito entender porque uma adquirente compraria apenas parte da adquirida. As aquisições de empresas podem estrategicamente serem investimentos de controle total ou compartilhado entre um ou mais proprietários (FERREIRA, 2005; JAKOBSEN; MEYER, 2008). Para os autores uma aquisição parcial é uma decisão para acessar vantagens locais, as quais já são de domínio das empresas locais. Hoffmann e Schaper-Rnkel (2001) notaram que as empresas optam por crescimento externo compartilhado - ou seja, por aquisições parciais - como primeiro investimento para depois optarem por aquisições pela totalidade, pois esta relação promove ao comprador e vendedor informações adicionais sobre a operação pretendida. A opção por aquisições de empresas parciais ou totais são motivadas por diferentes fatores exógenos (CHEN, 2008). A decisão por uma ou outra forma é fundada, por exemplo, na procura da eficiência e vantagem competitiva, evitando desta forma as incertezas do mercado e a rigidez hierárquica (TODEVA; KNOKE, 2005).

As aquisições são fenômenos importantes pelo negócio e pelos valores envolvidos (WILLIAM, 2013). O autor também aponta que enquanto estes fenômenos forem importantes para a economia global sempre haverá um questionamento quanto a quem é o valor que se debruça a aquisição. Estudos sobre os desempenhos após aquisição, como o artigo de Morosini et al. (1998) e os seus fracassos (HOFFMANN; SCHAPER-RINKEL, 2001), a complexidade dos ambientes (DIKOVA, ET AL., 2010) e o potencial de aprendizagem (FERREIRA, 2005, 2008; ZOU; GHOURI, 2008), ainda evidenciam sua importância. Os autores que estudam aquisições têm apontado muitos motivos para pesquisar o fenômeno, embora muitos ainda se foquem no desempenho e, em especial, no desempenho após a concretização da aquisição. O foco do nosso estudo recaiu na preparação da aquisição de modo a diminuir a incerteza, em particular a incerteza originada externamente no ambiente do país receptor face às diferenças e dificuldades de avaliação de empresas alvo em ambientes institucionalmente distintos (DIKOVA ET AL., 2010).

Zou e Ghauri (2008) mostraram que as aquisições de empresas internacionais são um fenômeno fácil de identificar possível de analisar a transferência de conhecimento, principalmente pelos vários contextos que o negócio envolve. Os autores alertam que a transferência de conhecimento em aquisições internacionais é uma forma ainda nova e que tem tido pouca atenção dos investidores e afeta diretamente os resultados e desempenho pós-aquisição. Toral (2008) desenvolveu um estudo de caso analisando sete empresas da Espanha que aprenderam como os incrementos do governo do seu país e suas ações em fazerem aquisições de empresas na América Latina. E destaca que para estas empresas as semelhanças, culturais, idioma facilitariam investir nos países desta região e que as experiências que possuem permitiria melhores relações pessoas, a transferência de experiência e a mobilidade de pessoal. Portanto para este grupo de empresas fazer aquisições na América Latina era uma grande oportunidade de aproveitar conhecimento e manter vantagens competitivas no setor no qual atuam. Mas, outra conclusão do autor, é relevante para aquisições, a qual determina que os ambientes, cultural e político dos países oferecem diferentes incentivos e restrições às empresas. E desenvolvem competências diferentes por atuarem em contextos diferentes. A tabela 6 mostra alguns estudos que usam aquisições e contribuem e serviram de análise para interpretar as aquisições de empresas no contexto de negócios internacionais.

Tabela 6- Exemplos de estudos focados em aquisições de empresas

Referência	Questão de investigação	Hipóteses/ Proposições	Variáveis	Objeto de estudo / Amostra	Principais resultados / Conclusões
Toral (2008)	Desenvolver um vigamento teórico alternativo para explicar investimento direto estrangeiro, com o estudo de caso dos investimentos de sete EMNs espanhóis na América Latina.	Se o conhecimento e técnicas que as empresas desenvolveram na Espanha nos anos oitenta, lhes deu vantagens significativas nos mercados da América Latina durante o período de liberalização e privatização nos anos noventa.	<u>V. dep.:</u> Investimento Direto Estrangeiro <u>V. indep.:</u> Cultura e política <u>V. controle:</u> Conhecimento de mercado	Sete empresas: BBVA; SCH Repsol-YPF, Endesa,Iberdrola e Unión Fenosa, Telefônica.	O governo espanhol teve um papel significativo neste processo, promovendo o crescimento de empresas grandes nas indústrias de serviço por fusões e aquisição, protegendo o mercado doméstico e encorajando os investimentos para o ultramar. Os sistemas cultural e político dos países podem ser influenciadores das estratégias das empresas na opção por entrar em novos mercados.
Zou, Ghauri (2008)	Como empresas estrangeiras adquirem e aprendem conhecimento por aquisições internacionais?	Complementaridade de conhecimento entre a adquirente e a adquirida tem um efeito positivo no conhecimento aprendido. A retenção de empregados locais fundamentais é importante no processo de aquisição de conhecimento em aquisições internacionais. Uma estrutura de administração dual e um grau significante de autonomia de decisão delegado ao sócio local na organização recentemente combinada podem nutrir comunicação e cooperação dentro da organização. Os mecanismos de comunicação estabelecidos facilitam cooperação com gerentes locais. A assimilação e internalização de	<u>V. dep.:</u> Aquisição de conhecimento e aprendizagem <u>V. indep.:</u> Aquisição de empresas internacionais na China <u>V. controle:</u> Respeito em relação ao ambiente competitivo; Familiarizado com a estratégia de aquisição, aquisição de conhecimento e o processo de aprendizagem.	Quatro aquisições internacionais.	Há necessidade de adquirir conhecimento local por falta de presença no local e as várias diferenças entre mercado interno e China. As empresas se empenham para aprender o que é local para obter legitimidade. A aprendizagem gera relações de longo prazo com autoridades locais e com os agentes envolvidos na cadeia de valor da empresa. Obter o conhecimento está relacionado à cooperação pós-aquisição.

Referência	Questão de investigação	Hipóteses/ Proposições	Variáveis	Objeto de estudo / Amostra	Principais resultados / Conclusões
		conhecimento tácito para as empresas adquiridas contribuem para o desempenho das aquisições internacionais. A assimilação e internalização de conhecimento tácito habilitam a aplicação de experiências pertinentes e habilidades em operações futuras.			
Rani ; Yadav; Jain (2013)	Analisar o desempenho operacional das empresas envolvidas em M&A na Índia.	A aquisição de empresas melhora o desempenho operacional.	<u>V. dep.:</u> Desempenho financeiro <u>V. indep.:</u> Fusões e Aquisições <u>V. controle:</u> Fluxo monetário; Ativos totais; Rentabilidade.	383 Fusões e aquisições	Adquirindo empresas na Índia parece ter resultados melhores depois do que antes das fusões e aquisições, principalmente devido a custos reduzidos, economias de balança e sinergias operacionais.
Hayward; Hambrick (1997)	Examinar o excesso de segurança de um presidente executivo ou autoconfiança exagerada, explicando o tamanho de alguns prêmios pago por aquisições.	Melhor e recente desempenho da empresa adquirida. Mais alto o prêmio que pagará por uma aquisição grande. Maior e recentes média elogiam o CEO da empresa, mais alto o prêmio pago por uma aquisição grande. Maior a presunção do CEO, como refletido pelo dele ou a compensação relativa dela, maior o prêmio pago por uma aquisição grande.	<u>V. dep.:</u> Excesso de Segurança <u>V. indep.:</u> o recente desempenho da companhia adquirindo ; recentes mídias elogiam para o CEO, uma medida da presunção do CEO e estes itens de foram composta. <u>V. controle:</u> Ano da transação; sinergia financeira; liquidez da aquisição, tamanho da aquisição, forma de pagamento.	106 aquisições grandes, achados quatro indicadores de excesso de segurança de CEO são altamente associados com o tamanho de prêmios pagos.	Perdas adquirindo a riqueza de acionista de empresas que segue uma aquisição, e o maior o excesso de segurança de CEO e prêmio de aquisição, o maior as perdas de acionista. Assim, excesso de segurança de CEO tem consequências práticas significativas, além de ter grande significação teórica potencialmente a observadores de comportamento estratégico.
Hayward (2002)	O modelo de entrada no mercado anterior tem	Em relação a empresas seguindo uma estratégia multidoméstica, as empresas	<u>V. dep.:</u> Estratégia das empresas em aquisições e	97 aquisições e 190 <i>greenfields</i>	A análise das diferenças na gestão de aquisições e

Referência	Questão de investigação	Hipóteses/ Proposições	Variáveis	Objeto de estudo / Amostra	Principais resultados / Conclusões
	<p>potencial motivos significativos na escolha do modo de entrada a seguir</p>	<p>seguem uma estratégia mundial terá uma maior proporção de subsidiárias <i>greenfield</i>, enquanto as empresas após uma estratégia multidoméstica terá uma proporção maior de aquisições relativas a empresas seguindo uma estratégia global.</p> <p>O controle da Sede sobre suas subsidiárias <i>greenfield</i> será maior do que seu controle sobre subsidiárias de aquisição.</p> <p>Sede irá atribuir mais expatriados para posições de topo nas suas subsidiárias <i>greenfield</i> que em suas subsidiárias aquisição.</p> <p>Sede permitirá suas subsidiárias de aquisição de um maior nível de capacidade de resposta local, do que suas subsidiárias <i>greenfield</i>.</p> <p>Com o tempo, as características da relação sede-subsidiária em controladas vontade convergir para as características do modo de entrada "preferido".</p> <p>Nas empresas multidomésticas as características da relação sede-subsidiária de <i>greenfields</i> virá a se assemelham aos de aquisições.</p> <p>Nas empresas multidomésticas as características da relação sede-subsidiária de aquisições não vai mudar.</p> <p>Nas empresas globais as características da relação sede-subsidiária da <i>greenfields</i> não vai mudar.</p>	<p><i>greenfield</i>.</p> <p><u>V. indep.</u>: aquisições e <i>greenfields</i>.</p> <p><u>V. controle</u>: Intensidade de P&D, Diversificação; Experiência estrangeira; Distância Cultural; Tamanho da empresa; Ano de investimento, Estratégia multidoméstica. Setor indústria.</p>		<p><i>greenfields</i> adotaram um padrão coerente, ligado às diferenças estratégias. Comparado aos <i>greenfields</i>, aquisições foram autorizados a operar de forma mais independente com níveis mais baixos de controle exercido.</p> <p>As aquisições foram exibindo um nível mais elevado de capacidade de resposta local na forma de produção local e de P & D e a modificação de produtos e comercialização para os mercados locais. Ao longo do tempo a gestão de filiais convergiram para a forma como as empresas controladas com o "preferido" modo de entrada para as empresas seguem uma estratégia particular foram geridos, de forma que em empresas multidomésticas a gestão de <i>greenfields</i> torne mais semelhante ao de aquisições, enquanto as companhias mundiais a gestão de aquisições torna-se mais semelhante ao de <i>greenfields</i>.</p>

Referência	Questão de investigação	Hipóteses/ Proposições	Variáveis	Objeto de estudo / Amostra	Principais resultados / Conclusões
Sarala; Vaara (2010).	Como diferenças culturais (nacional e organizacional) e integração cultural afetam (convergem) conhecimento transferido em aquisições internacionais?	<p>Diferenças culturais nacionais são negativamente associadas com transferência de conhecimento em aquisições internacionais.</p> <p>Diferenças culturais nacionais são positivamente associadas com transferência de conhecimento em aquisições.</p> <p>Diferenças culturais organizacionais são negativamente associadas com transferência de conhecimento em aquisições.</p> <p>Diferenças culturais organizacionais são positivamente associadas com transferência de conhecimento em aquisições.</p> <p>Convergência cultural organizacional será associada positivamente com transferência de conhecimento em aquisições.</p> <p>Serão associados convergência cultural organizacional positivamente com transferência de conhecimento</p> <p>A associação positiva entre convergência cultural organizacional e transferência de conhecimento será maior em aquisições onde as diferenças culturais nacionais são maiores.</p> <p>A associação positiva entre convergência cultural organizacional e</p>	<p><u>V. dep.:</u> Transferência de conhecimento</p> <p><u>V. indep.:</u> Diferenças culturais nacionais; Diferenças culturais organizacionais; Convergência cultural</p> <p>Convergência cultural organizacional .</p> <p><u>V. controle:</u> tamanho da aquisição, Indústria, tempo da aquisição, Esforço de integração operacional; Autonomia organizacional</p>	44 casos de aquisições de empresas por corporações finlandesas.	Diferenças culturais nacionais provêm grande potencial para transferência de conhecimento em aquisições internacionais. Além disso, convergência cultural organizacional e convergência têm um impacto positivo significativo em transferência de conhecimento. Em particular, convergências moderam o impacto de diferenças culturais nacionais em transferência de conhecimento.

Referência	Questão de investigação	Hipóteses/ Proposições	Variáveis	Objeto de estudo / Amostra	Principais resultados / Conclusões
		transferência de conhecimento será maior em aquisições onde as diferenças culturais nacionais são maiores.			

Nota: Tradução e interpretação livre feita pela autora das obras mencionadas.

Fonte: Elaborada pela autora (2013).

A complexidade é um elemento evidenciado constantemente quando se referencia os negócios internacionais e as estratégias que envolvem o fenômeno das aquisições de empresas estrangeiras, no qual as distâncias institucionais podem ser maiores ou menores entre os países envolvidos. O estudo de Wood Jr. et al. (2003) evidenciou que os gestores tratam de forma simplificada o processo de fusões e aquisições e os maus resultados obtidos são frutos da falta de reconhecimento da complexidade e de todas as dimensões envolvidas. Os autores notaram que a simplificação no processo de aquisição de empresas recai em analisar somente uma das dimensões do ambiente institucional, tais como tecnológico e cultural, geralmente fruto do ponto de vista do gestor como foco principal, o que é apontado como uma simplificação do ambiente e sua complexidade. Um exemplo da complexidade envolvida, e do mau resultado obtido, é demonstrado pelos autores no caso Chrysler e Daimler-Benz, onde embora oficialmente fosse um processo realizado entre “iguais”, foi reconhecido que se tratava de uma aquisição da companhia norte-americana Chrysler, que tinha a reputação de ser agressiva e empreendedora, pelo conglomerado alemão Daimler-Benz, reconhecida por valorizar a disciplina e a hierarquia. As dificuldades ocorreram nos anos seguintes, uma das divisões do conglomerado alemão distribuía bônus por desempenho, enquanto a Chrysler amargava prejuízos e se privava de seus principais executivos. Este é apenas um exemplo da falta de análise da complexidade que envolve as organizações em aquisições de empresas em países distantes institucionalmente.

Embora a teoria institucional desabe sobre as empresas como ambientes que trazem suas regras e condições, as quais podem ser semelhantes ou diferentes ao seu contexto, as empresas também possuem suas características. North (1990) mostra que as empresas são necessariamente diferentes, cada qual com a sua complexidade. Ao serem inseridas em ambientes nacionais diferentes do seu contexto, exige um esforço grande para adaptações, mediante a complexidade que cada dimensão do ambiente institucional exige. Essa é a complexidade institucional que deve ser analisada pelas empresas (MEYER; ROWAN, 1977), quanto mais em ambientes nacionais diferentes. Dikova et al. (2010) retratam que o conhecimento e habilidades que as empresas possuem não são suficientes para atender a complexidade ambiental, embora ajude a experiência em aquisições internacionais a diminuir a visão sobre a complexidade ambiental (SLANGEN; HENNART, 2008) e exigir que empresas que entram em ambientes complexos irão exigir conhecimentos diversos (HAYWARD, 2002). A complexidade destas transações deve ser estudada para que o

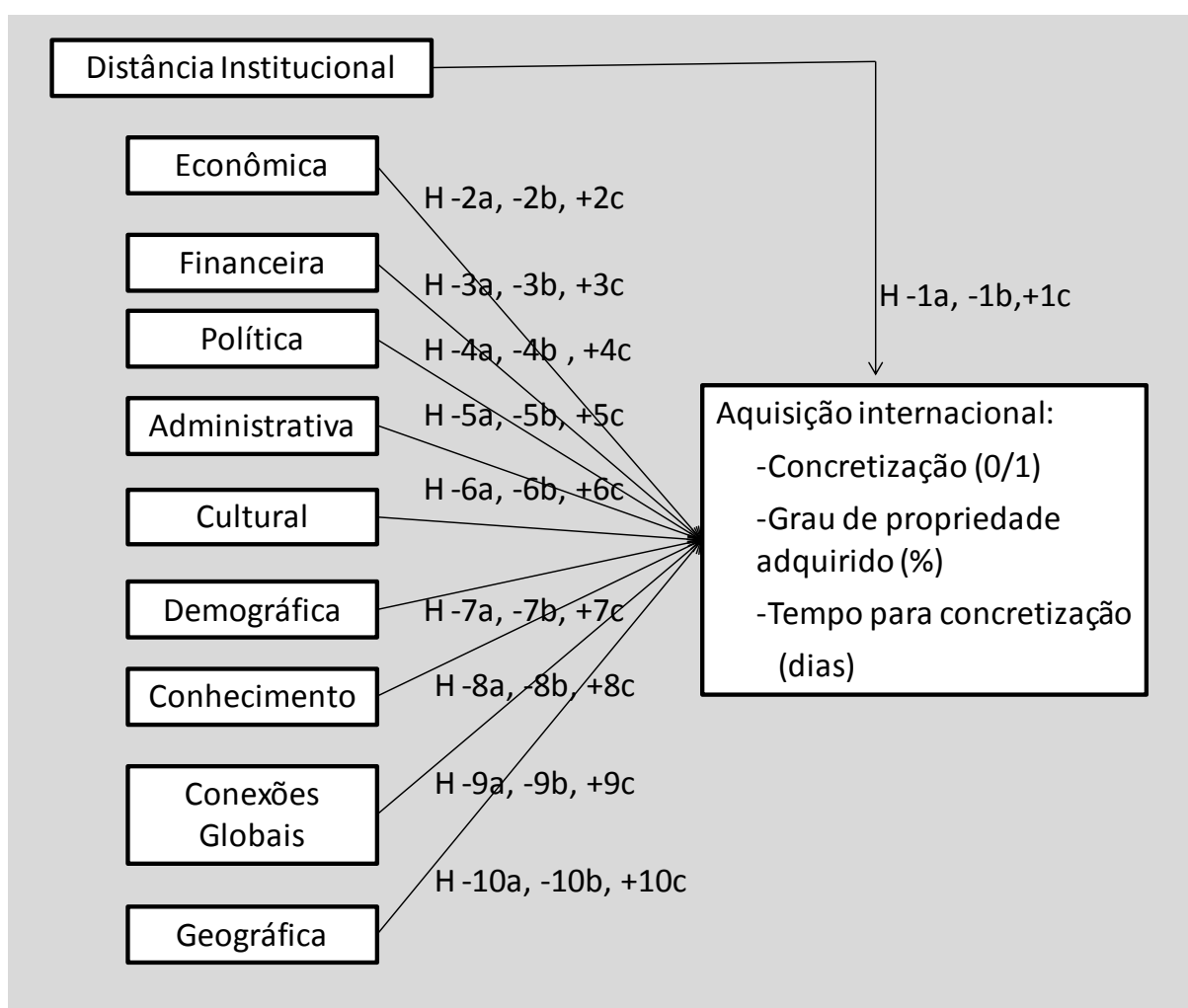
fenômeno ganhe perspectiva mais internacional (WILLIAN, 2013). O indicador para esta variável é o risco país.

A incerteza é um elemento apontado para os estudos que pesquisam as opções para entrar em mercados distantes institucionalmente com parcerias em investimentos, fazendo aquisições parciais ou aquisições totais (KOGUT; SINGH, 1988; HOFFMANN; SCHAPER-RINKEL, 2001; JAKOBSEN; MEYER, 2008). O estudo de Venaik e Brewer (2010) fortalece a importância da incerteza, quando fizeram um comparativo sobre a incerteza nos modelos propostos por Hofstede e GLOBE. E apontam que a incerteza por Hofstede é “o grau em que os membros e instituições e organizações dentro de uma sociedade se sentem ameaçados por incertos, desconhecidos, ambíguos ou não estruturados”. E no modelo GLOBE como “o grau em que os membros de coletivos buscam ordem, consistência, estrutura, procedimentos e leis para cobrir situações formalizadas em suas vidas diárias”. Avaliaram artigos que utilizaram os dois modelos, e no foco desta pesquisa, apontaram que os modelos nesta dimensão são utilizados para identificação de oportunidades de negócios, ameaças e horizontes de planejamento de gestão, entre muitos outros fatores que podem envolver a gestão e os negócios internacionais. Os indicadores para averiguar a incerteza quanto a um país são a governança (eficácia do governo) e os indicadores de percepção da corrupção.

3. QUADRO CONCEITUAL E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

A proposta conceitual desenvolvida nesta dissertação é apresentada na Figura 1 e desenvolvida em maior profundidade em seguida. Em essência, observa-se da representação visual que o estudo contempla como a maior complexidade e incertezas associadas à atuação em espaços geográficos de maior distância institucional exigem das empresas maior avaliação. Assim, as respostas estratégicas das empresas face à distância institucional pode passar pela não concretização de uma operação de aquisição já anunciada – previsivelmente após uma análise em maior profundidade revelar maiores riscos que os inicialmente estimados, ou a aquisição de uma parte menor que a totalidade do capital das empresas adquiridas. Ou ainda, exigir maior tempo para concretizar ou não o negócio. Assim, mostramos a resposta estratégica em face de situações de incerteza institucional.

Figura 1. Modelo conceitual



Fonte: Elaborada pela autora (2013)

3.2. Desenvolvimento das hipóteses

A proposta deste estudo é determinar qual a influência da distância institucional entre os países das empresas adquiridas e adquirentes na concretização das aquisições internacionais, no grau de propriedade adquirido e no tempo para concretização. Propomos um conjunto de hipóteses sugerindo que a distância institucional – e as nove dimensões (BERRY ET AL, 2010) que a compõem: econômica, financeira, política, administrativa, cultural, demográfica, conhecimento, conexões global e geográfica -, influenciem estas decisões. Se as diferenças são maiores entre os países envolvidos é aguardado um resultado diferenciado nas aquisições de empresas internacionais.

Seguindo os conceitos da teoria institucional, o atendimento aos fatores externos traz legitimidade da empresa quanto ao ambiente que deseja estar, em outras palavras ser aceita por ele (MEYER; ROWAN, 1977; NORTH, 1990; DIMAGGIO; POWELL, 1983). Em particular, quando uma empresa analisa estes fatores intrinsecamente, definir o modo de entrada em mercados tão distantes institucionalmente podem se tornar opção estratégica eficiente. É como Berry et al. (2010) afirmam que analisar as várias dimensões do ambiente institucional influenciam as decisões de investimentos por parte das empresas estrangeiras ao modo de entrada no mercado de interesse. Por exemplo, um parceiro local - opcionalmente tendo como sócio outra empresa ou o próprio estado - auxilia a reduzir as dúvidas quanto ao ambiente, quando o país de destino está dentro de uma economia em transição, o parceiro ajuda a reduzir as incertezas quanto à prosperidade do negócio (JAKOBSEN; MEYER, 2008). Em negócios que envolvem países com maior distância cultural, as aquisições de empresas são estratégias para obter práticas locais e do mercado-alvo (NOORDERHAVEN, HARZING, 2003, SLANGEN; HENNART, 2008), ou seja, do ambiente novo institucional de desejo.

Uma ação possível em condições de incertezas pode ser manifesta no grau de propriedade (ou *equity ownership*) que é adquirido na aquisição. Ferreira (2005, 2007) notou que a aquisição total ou parcial pode ser movida por motivos estratégicos de aprendizagem e de acesso a recursos. Também Kostova (1999) notou que a análise do ambiente institucional pode impactar no nível de controle desejado para uma operação no exterior. As aquisições totais são movidas, na visão de Kostova, principalmente pelo acesso a capacidades, enquanto as aquisições parciais são motivadas por outras considerações estratégicas. Sendo por um modelo ou outro de entrada as aquisições de empresas são movidas por “jogos diferentes de

fatores exógenos”. Em outra vertente, Morosini et al (1998) destacam que as práticas das empresas são dependentes do ambiente institucional, em seu estudo a distância cultural é o desafio para os administradores em manter o desempenho pós-aquisição. E ainda, coloca que em ambiente incerto criar práticas de desempenho é difícil de serem estabelecidas ao longo do tempo. Negócios internacionais que envolvam países com grandes diferenças institucionais e risco de expropriação, tende as empresas a envolver-se menos em aquisições de negócios. A complexidade processual, no entanto não foi impedimento para as aquisições e o interesse dos gestores no negócio (DIKOVA ET AL., 2010), mas a este fator ocorre a demora na concretização da aquisição, obviamente influenciados pelas incertezas quanto ao ambiente.

É razoável propor que quanto mais complexo e distante for o ambiente institucional dos países envolvidos mais tempo as empresas adquirentes necessitarão para estudar o ambiente e a empresa alvo, inclusive para a elaboração de contratos e outros aspectos negociais, estendendo-se, assim, o lapso de tempo entre o anúncio de interesse e o tempo até a efetiva concretização, ou abandono, da intenção de aquisição. Por exemplo, Dikova et al. (2010) observaram que entre o anúncio da aquisição e o tempo que leva até oficialmente ocorrer a concretização do negócio, são influenciados pela incerteza quanto ao ambiente. E quando a empresa tem maior conhecimento do país alvo, o tempo entre o anúncio e concretização é reduzido. Hoffman e Schaper-Rinkel (2001) colocam que estes fatores, como barreiras desproporcionalmente elevadas de crescimento interno no país-alvo, e influenciam as empresas em suas estratégias, pois definem o grau de incerteza e a dispersão do conhecimento quanto a operacionalizar no país. E acrescentam que ambientes turbulentos aumentam a incerteza, e a opção por alianças pode ser melhor estratégia para estes ambientes, pois reduzem o investimento a uma quantidade mínima. Da mesma forma quanto à dispersão do conhecimento, pois este é necessário para as relações interorganizacionais e para a prática das novas atividades da empresa, o que novamente encaminha como melhor estratégia as alianças. Em suma os autores afirmam que os esforços são maiores em aquisições de empresas em mercados que são menos conhecidos.

Considerando que a distância institucional é a média encontrada entre as nove distâncias, propomos as seguintes hipóteses iniciais e abrangentes, que serão alvo de desenvolvimento nas seções seguintes. Para cada dimensão de distância institucional construímos três hipóteses vinculadas aos três aspectos centrais da pesquisa: (a) concretização, ou não concretização, da aquisição após o seu anúncio; (b) grau de propriedade

adquirido (que distinguimos dicotomicamente entre aquisição parcial e total), e o (c) tempo decorrido entre o anúncio da aquisição e a sua concretização ou abandono.

Hipótese 1a. A distância institucional está negativamente relacionada com a concretização da aquisição internacional, de modo que quanto maior a distância institucional, menor a probabilidade da aquisição se concretizar.

Hipótese 1b. A distância institucional está negativamente relacionada com o grau de propriedade adquirido na aquisição internacional, de modo que quanto maior a distância, menor a probabilidade por fazer uma aquisição total.

Hipótese 1c. A distância institucional está positivamente relacionada com o lapso de tempo entre o anúncio e a concretização das aquisições internacionais, de modo que quanto maior a distância, maior será o tempo decorrido entre o anúncio da aquisição e a concretização da transação.

Examinando o que se constitui como fatores externos à empresa, encontra-se na literatura de negócios e estratégias internacionais, que são as variáveis que não são controladas pela empresa, mas que a influenciam como North (1990) define sendo a regra do jogo a ser seguidas. Berry et al. (2010) denominam estes fatores como dimensões do ambiente e apontam nove dimensões ambientais externas que podem influenciar as estratégias de investimento estrangeiro das empresas. Estas dimensões ambientais são: (1) econômico, (2) financeiro, (3) político, (4) administrativo, (5) cultural, (6) demográfico, (7) conhecimento, (8) conexões globais, e (9) geográfico. O campo de análise das empresas para investir e obter sucesso em seus investimentos é vasto e complexo, principalmente em negócios internacionais e quando há diferenças maiores entre os ambientes das empresas envolvidas (SLANGEN; HENNART, 2008). Cada uma destas dimensões pode requerer muitas análises e ações estratégicas por parte da empresa.

De forma a captar as múltiplas facetas do que são ambientes e distâncias institucionais, desenvolvem-se em seguida um conjunto de hipóteses para as distâncias institucionais - econômica, financeira, política, administrativa, cultural, demográfica, conhecimento, conexões globais e geográfica – seguindo a recente taxonomia proposta por Berry et al. (2010).

3.2.1. Distância econômica

As diferenças econômicas dos países, medida pelo grau de desenvolvimento do país, direcionam os investimentos das EMNs. O desenvolvimento e características macroeconômicas dos países, como a renda, a inflação, as exportações e importações motivam investimentos no país. O estudo dos autores identificou que gestores que desejam buscar recursos optam por países mais desenvolvidos, enquanto outros gestores que procuram por países menos desenvolvidos, os fatores que influenciam sua decisão estão mais próximos da proximidade social e cultural dos países hospedeiros aos de origem dos investidores (GALAN, ET AL. 2007). Campa e Guillén (1999) afirmam que há uma conexão entre o desenvolvimento econômico e a sofisticação das empresas. Isto ocorre em princípio com o aumento das exportações, mas também em acumular experiência e conhecimento gerencial. Enquanto Galan et al.(2007) argumentam “o crescimento econômico de diferentes países é agora, mais do que nunca, condicionada por fluxos de entrada e saída de IDE”.

As aquisições mediadas por fatores econômicos são influenciadas pelo que a empresa investidora deseja como objetivo. Efetuar uma aquisição ou uma colaboração, em aquisições parciais, ou mesmo quanto tempo levará para concluir o processo de aquisição de um modelo ou outro, são reflexões da distância institucional e sua complexidade (HOFFMANN; SCHAPER-RNKEL, 2001). A complexidade econômica dos países pode limitar as ações estratégicas das empresas, por exemplo, em países economicamente emergentes, expondo-se menos suas condições financeiras com aquisições parciais (JAKOBSEN; MEYER, 2008) ou, investimentos maiores, em países desenvolvidos que possuem regras e medidas cambiais mais fortalecidas (DIKOVA ET AL., 2010).

Na busca por identificar em negócios internacionais o abandono ou a conclusão de uma aquisição Dikova et al. (2010) definiram que “o grau de complexidade ambiental neste tipo específico de intercâmbio econômico é bastante elevado, determinando como é caro para se envolver em negócios de aquisição”. E notam que se o ambiente diferir significativamente do ambiente do adquirente a complexidade aumenta, e quando há semelhanças é mais fácil promover o ajuste. Portanto para diminuir a incerteza do investimento, pode ocorrer um maior tempo no processo de aquisição da empresa e por consequência a sua concretização. Outros estudos apontam que aquisições são a melhor opção quando se deseja conhecer bem o país distante institucionalmente, servindo como meios de aprendizagem, quando mais

aprendizagem menor a distância cultural (VERMEULEN; BARKEMA, 2001; AGUILERA-CARACUEL ET AL., 2012). E também, as estratégias das empresas em obter aquisições parciais pode assegurar o valor econômico da empresa adquirente, garantindo aos acionistas o valor esperado (WILLIAN, 2013).

Hipótese 2a. A distância institucional econômica está negativamente relacionada com a concretização da aquisição internacional, de modo que quanto maior a distância econômica, menor a probabilidade da aquisição se concretizar.

Hipótese 2b. A distância institucional econômica está negativamente relacionada com o grau de propriedade adquirido na aquisição internacional, de modo que quanto maior a distância, menor a probabilidade por fazer uma aquisição total.

Hipótese 2c. A distância institucional econômica está positivamente relacionada com o lapso de tempo decorrido (em dias) entre o anúncio e a concretização da aquisição, de modo que quanto maior a distância, maior será o tempo decorrido entre o anúncio da aquisição e a concretização da transação.

3.2.2. Distância financeira

As diferenças no desenvolvimento do setor financeiro dos países alvo exercem influência sobre a capacidade de adquirir recursos e o desempenho da empresa. O desempenho financeiro dos países promove um impacto relevante sobre as decisões das multinacionais para obter e realocar os recursos no país alvo (AGUILERA-CARACUEL, 2012). Quando as EMNs obtêm recursos financeiros no mercado em que estão inseridas, as instituições financeiras podem exercer direitos legítimos sobre as empresas (CAPRON; GUILLÉN, 2009), o que podem influenciar as estratégias das empresas. Destacam Kwok e Tadesse (2006) que mercados financeiros trazem oportunidades de lucros mais altos e diminuem a incerteza de investidores quando eles não têm muitas oscilações.

As incertezas financeiras em países alvo conduzem estratégias de investimento específicas por empresas multinacionais (WILLIAN, 2013). Investimentos em aquisições parciais é uma situação estratégica na procura por recursos financeiros no país alvo, determinando um ambiente promissor e uma ligação com o país instável financeiramente, minimizando riscos para o investidor (HOFFMANN; SCHAPER-RNKEL, 2001, JAKOBSEN; MEYER, 2008). O cuidado com os aspectos financeiros, assegurar que a aquisição é o melhor investimento, requer troca de informações e confiabilidade entre as

empresas envolvidas. E, ainda sim, deixam dúvidas se a aquisição vale realmente o que se pagou por ela, por parte do investidor estrangeiro e então definirem em suas análises que a opção de aquisição não é melhor opção, numa análise puramente financeira (WILLIAN, 2013). As negociações de aquisições de empresas podem, também, impactarem no tempo para sua concretização e gerarem custos financeiros elevados, tanto pelo processo, como por exemplos, parceiros para a aquisição (DIKOVA ET AL., 2010; WILLIAN, 2013) procura por agentes financiadores da aquisição (JAKOBSEN; MEYER, 2008). A distância financeira é uma das primeiras análises das empresas para decidir sobre o investimento estrangeiro, pois irá definir se ocorrerá a aquisição, se será parcial ou total e ainda no tempo para sua efetivação e também nas análises para obter o desempenho na pós-aquisição (MOROSINI ET AL., 1998; RANI ET AL., 2013).

Hipótese 3a. A distância institucional financeira está negativamente relacionada com a concretização da aquisição internacional, de modo que quanto maior a distância financeira, menor a probabilidade da aquisição se concretizar.

Hipótese 3b. A distância institucional financeira está negativamente relacionada com o grau de propriedade adquirido na aquisição internacional, de modo que quanto maior a distância, menor a probabilidade por fazer uma aquisição total.

Hipótese 3c. A distância institucional financeira está positivamente relacionada com o lapso de tempo decorrido (em dias) entre o anúncio e a concretização da aquisição, de modo que quanto maior a distância, maior será o tempo decorrido entre o anúncio da aquisição e respectiva concretização.

3.2.3. Distância política

Os sistemas políticos dos países trazem embutido o caráter democrático que possuem. As formulações políticas quando firmadas transmitem certezas aos investidores estrangeiros. Alternativamente também é percebido que em países que possuem uma democracia no sistema político podem influenciar, baseado no desenvolvimento do país, criando benefícios às empresas estrangeiras às locais ou vice-versa, portanto os procedimentos regulatórios são estabelecidos pelas instituições políticas (YU; LIAO, 2008). Em outra vertente, percebe que estudos adicionam aversão à incerteza, uma das dimensões de Hofstede, como parâmetro para estudos sobre as ações governamentais e o que podem promover aos investidores estrangeiros. Uma forma de fazer esta análise é utilizar o risco país, medido pelo banco JP Morgam, que

mostra a diferença de rentabilidade entre um país e os Estados Unidos. Tal índice implica em análises estratégicas das EMNs quanto a investir ou não no país. Por outro lado, quando o país participa de estratégias econômicas globais, validam suas perspectivas em cooperações que incentivam os investimentos no país. Fazer parte de blocos econômicos e organizações que fomentam e incentivam as ações comerciais, por exemplo, a Organização Mundial do Comércio (OMC). Por outro lado, as políticas governamentais podem ser verificadas pelo regime de taxa de câmbio. Esta análise leva em conta reduzir os altos índices de déficits, pois, estando alto, significa que o país está vivendo acima das possibilidades (KARUNARATNE, 2012). Para Guler e Guillén (2010) as instituições políticas são uma chave determinante da atratividade de um país.

A distância política evidenciada nos países irá impactar nas aquisições estrangeiras por estarem intrinsecamente ligadas às razões políticas de acesso (CHEN, 2008). Políticas governamentais podem influenciar aquisições parciais, como forma de manter controle, privatizar estatais (JAKOBSEN; MEYER, 2008) e inibirem aquisições para proteção de competição estrangeira no mercado interno, por meio de regras institucionais (TORAL, 2008) com políticas macroeconômicas que possam interferir no processo de aquisições, promovendo oportunidades ou inibindo o procedimento. Em tal exposição atender as regras estabelecidas pelo país alvo, podem desprender um tempo menor ou maior, para formalizar o contrato de aquisições estrangeiras (TODEVA; KNOKE, 2005). Por estes fatores a distância institucional política é uma referência procurada por empresas para estabelecer e ter permissão para investir em um país.

Hipótese 4a. A distância institucional política está negativamente relacionada com a concretização da aquisição internacional, de modo que quanto maior a distância política, menor a probabilidade da aquisição se concretizar.

Hipótese 4b. A distância institucional política está negativamente relacionada com o grau de propriedade adquirido na aquisição internacional, de modo que quanto maior a distância, menor a probabilidade por fazer uma aquisição total.

Hipótese 4c. A distância institucional política está positivamente relacionada com o lapso de tempo decorrido (em dias) entre o anúncio e a concretização da aquisição, de modo que quanto maior a distância, maior será o tempo decorrido entre o anúncio da aquisição e a concretização da transação.

3.2.4. Distância administrativa

As diferenças atribuídas ao ambiente administrativo institucional são vinculadas aos aspectos legais, grupos colonizadores e linguagem comum. Quando ocorrem diferenças nacionais o nível de atratividade empresarial na procura por recursos são impactadas por estes fatores. Primeiramente, os aspectos legais facilitam e protegem os interesses dos investidores em negócios feitos em países diferentes do negócio do país de origem. As instituições legais aumentam a atividade de capital de risco, permitem um controle do investidor e reafirmam os direitos dos investidores, garantindo o investimento (GULER; GUILLÉN, 2010).

Em outro aspecto, quando ocorre a aquisição da empresa em mercados internacionais, a fase de integração entre os interesses da organização e o que o mercado disponibiliza, podem divergir e não contemplarem o que de fato a empresa precisa. Nesse contexto, a necessidade de recursos humanos é emblemática, principalmente pelo que o país da empresa adquirida pode oferecer, podendo ser encontrada dentro de uma homogeneidade e em locais de interesse, como instituições de ensino próximas, o que também é objetivo quando se deseja inovar e investir em pesquisa e desenvolvimento no país, mas não necessariamente dentro do esperado pela empresa adquirente. O potencial de sinergia e desempenho positivo é influenciado pelo que os recursos humanos podem oferecer, neste nosso cenário, dentro do país da empresa adquirida. Portanto os estudos mostram que as aquisições, no âmbito administrativo, têm impactado negativamente nos processos de aquisições de empresas internacionais (NEWBURRY; YAKOVAS, 2006; SCHRIBER, 2012).

A distância institucional administrativa impacta em aquisições estrangeiras, principalmente para obter conhecimento das rotinas e operações institucionais de um país. O conhecimento prévio de um ambiente administrativo pode influenciar nas estratégias em optar por aquisições de empresas totais inversamente a aquisições parciais. E, pondera-se ainda que ambientes administrativos mais complexos criem situações que inibam a aquisição (VERMEULEN; BARKEMA, 2001). No estabelecimento do contrato, que se iniciam pós-anúncio da aquisição, pré-dispõe as regras para a transferência ou compartilhamento de uma aquisição estrangeira (DIKOVA ET AL., 2010). Para isto é necessário o desenvolvimento de cláusulas no contrato, que tratem, principalmente, da parte administrativa da transação, seja ela no atendimento dos procedimentos administrativos legais, como também da operação em si da organização, rotinas, transferência de dados, procedimentos de comando. Influenciado por estes fatores o tempo pode variar muito até a efetiva concretização do contrato

(TODEVA; KNOKE, 2005). As aquisições estrangeiras têm expressiva ligação com a distância institucional administrativa, como visto, pois refletem em permitir ou não a concretização da aquisição, mesmo após seu anúncio, devido ao atendimento das exigências administrativas, bem como sugerir aquisições parciais para conseguir atendê-las.

Hipótese 5a. A distância institucional administrativa está negativamente relacionada com a concretização da aquisição internacional, de modo que quanto maior a distância administrativa, menor a probabilidade da aquisição se concretizar.

Hipótese 5b. A distância institucional administrativa está negativamente relacionada com o grau de propriedade adquirido na aquisição internacional, de modo que quanto maior a distância, menor a probabilidade por fazer uma aquisição total.

Hipótese 5c. A distância institucional administrativa está positivamente relacionada com o lapso de tempo decorrido (em dias) entre o anúncio e a concretização da aquisição, de modo que quanto maior a distância, maior será o tempo decorrido entre o anúncio da aquisição e a concretização da transação.

3.2.5. Distância Cultural

A distância cultural verte sobre a diferença como se portam os membros de um país em relação a outro país (KOGUT; SINGH, 1988, SIEW; ET AL., 2007). Habitualmente nos estudos, sobre distância cultural, utilizam as quatro dimensões desenvolvidas por Hofstede (1980). Em outra vertente os estudos de Kogut; Singh (1988), que objetivaram identificar a cultura nacional à escolha de modos de entrada das empresas em outros países, também foram muito utilizados em pesquisas com o foco em cultura. Para avaliar o desempenho das aquisições internacionais a cultura também é utilizada como um indicador de elevada importância, o que foi desenvolvido por Morosini, et al. (1998). Esta foi a análise apontada por Siew, et al., (2007) e ainda constaram que a cultura se relaciona às decisões em outras áreas como: investimento estrangeiro, pesquisa e desenvolvimento, comportamento de negociação, entre outros, como, os mencionados acima. A cultura nacional por tratar das diferenças nas atitudes das pessoas em relação a alguns fatores, como por exemplo, as autoridades do país, o incômodo com a incerteza e os valores dados à família, ao trabalho e ao coletivismo (HOFSTEDDE, 1980), podem influenciar muito as estratégias das organizações (SUN; XU, 2010). Talvez por estes motivos os estudos sobre a cultura nacional são

frequentemente utilizados para analisar as estratégias de aquisições de empresas internacionais (TIHANYI; ET AL., 2005, SARALA; VAARA, 2010).

A distância institucional cultural explica muito sobre as estratégias das EMNs (MOROSINI ET AL, 1998, TIHANYI ET AL, 2005, SIEW ET AL, 2007). Os negócios que envolvem aquisições de empresas estrangeiras passam necessariamente também por análises das culturas dos países para determinar se é possível concretizar a aquisição, mediante as diferenças existentes entre os envolvidos. Se as aquisições, quanto possíveis de serem concretizadas, são melhores opções em parcialidade ou totalidade. Como forma de aprendizagem da cultura do país (VERMEULEN; BARKEMA, 2001, TIHANYI ET AL, 2005) e busca de desempenho pós-aquisições (MOROSINI ET AL, 1998). E mais, as diferenças culturais dificultam a elaboração de políticas entre as empresas envolvidas nas aquisições estrangeiras e exigem certo tempo para eliminar os conflitos existentes (SUN; XU, 2010).

Hipótese 6a. A distância institucional cultural está negativamente relacionada com a concretização da aquisição internacional, de modo que quanto maior a distância cultural, menor a probabilidade da aquisição se concretizar.

Hipótese 6b. A distância institucional cultural está negativamente relacionada com o grau de propriedade adquirido na aquisição internacional, de modo que quanto maior a distância, menor a probabilidade por fazer uma aquisição total.

Hipótese 6c. A distância institucional cultural está positivamente relacionada com o lapso de tempo decorrido (em dias) entre o anúncio e a concretização da aquisição, de modo que quanto maior a distância, maior será o tempo decorrido entre o anúncio da aquisição e a concretização da transação.

3.2.6. Distância demográfica

A dimensão demográfica tem suas características em fatores mensuráveis, tais como população, idade, escolaridade, população e renda. Os aspectos demográficos podem ser mensurados, para análise de ingresso em outros mercados, com base no tipo de produto que trabalham. A renda pode ser um fator determinante para o ingresso de um produto que necessita de um público-alvo com poder aquisitivo, por outro lado, um produto que tenha baixo valor agregado, necessita de um país populoso. Outra vertente pode ser a análise de mercados por interesse globais como, por exemplo, os públicos de idade mais avançada.

Alguns fatores demográficos influenciam o desempenho após fusões e aquisições, como o exemplo dos resultados obtidos no estudo de Town, et al. (2007) a consolidação dos hospitais e impacto nos seguros médicos terem valores em consequência do acesso médico por racial, étnico e grupos de renda, e resultaram em pareceres que reafirmam que as diferenças existem ao oferecer os seguro médico e o retorno previsto. Segmentar os países por aspectos demográficos globais podem definir as estratégias da EMNs, portanto, a atratividade de um país a outro. O estudo de Harms; Meulen (2013) mostra uma relação demográfica, considerando a população mais nova em relação à população mais velha e o efeito do risco elevado ou expropriação em investimentos estrangeiros. O resultado desta pesquisa mostra uma relação positiva quando se tem uma população mais velha à segurança ao direito de propriedade.

As mudanças demográficas que ocorrem em determinados países impactam nas estratégias das empresas estrangeiras. Em essencial aos resultados das empresas, na dinâmica que gerenciam os recursos humanos, tempo de serviço, idade. A estrutura social disponibiliza estes recursos para serem adquiridos pelas empresas. Os recursos disponíveis pelo país alvo, quando diferenciados do que a empresa está acostumada, geram preocupações para aquisições sejam elas totais ou parciais. Ou mesmo, podem inibir a concretização da aquisição por não conseguirem os recursos nos moldes da empresa adquirente, afetando seu desempenho e o número de posses que podem fazer (HAVEMAN, 1995). As empresas buscam identificar fatores demográficos para analisarem a possibilidade de o investimento ser realizado, concretizado. Tão importante quanto verificar as diferenças, administrá-las ainda podem influenciar em maior tempo e custos para gerenciá-la (BERRY ET AL., 2010). Em consideração a estes fatores, a distância institucional demográfica quando investigada em negócios internacionais, irá determinar se aquisições parciais podem ajudar a obter e administrar estes recursos, inversamente se há uma aproximação entre os países envolvidos, as aquisições totais não seriam descartadas. Bem como, em uma situação a outra, reduzirem o tempo para concretizar a aquisição estrangeira.

Hipótese 7a. A distância institucional demográfica está negativamente relacionada com a concretização da aquisição internacional, de modo que quanto maior a distância demográfica, menor a probabilidade da aquisição se concretizar.

Hipótese 7b. A distância institucional demográfica está negativamente relacionada com o grau de propriedade adquirido na aquisição internacional, de modo que quanto maior a distância, menor a probabilidade por fazer uma aquisição total.

Hipótese 7c. A distância institucional demográfica está positivamente relacionada com o lapso de tempo decorrido (em dias) entre o anúncio e a concretização da aquisição, de modo que quanto maior a distância, maior será o tempo decorrido entre o anúncio da aquisição e a concretização da transação.

3.2.7. Distância de conhecimento

O conhecimento e as formas de compartilhar este conhecimento não são uniformes entre os países. Dá-se nessa dimensão a preocupação das EMNs em encontrar locais em que há conhecimento inovador e a procura por proximidade para gerar mais conhecimento. Uma vertente para identificar o conhecimento é o nível de tecnologia, tratado por Anand e Kogut (1997) como a capacidade tecnológica dos países e o investimento direto estrangeiro. Há evidências que a capacidade tecnológica do país de origem influencia a entrada em países com menor capacidade, permitindo aumentar o desempenho da empresa no país da empresa adquirida após a aquisição. A capacidade de produzir conhecimento no país, utilizando também o processo inovador que o país da empresa adquirida podem em uma situação inversa ser atraente para EMNs que desejam aproveitar esse conhecimento (KOSTOVA, 1999). O conhecimento está voltado à capacidade de inovação e tecnológica em que o país está. O setor privado, a política pública e as instituições quando trabalham em conjunto promovem mais conhecimento junto à área científica do país. Os serviços de pesquisas científicas incentivadas pelo setor público, vertidos em números de patentes, estabelecem que aquele local, país é um foco de investimento para quem deseja reconhecer o conhecimento como uma fonte estratégia em investimentos internacionais (PORTER; STERN, 2001). Zou, Ghauri (2008) coloca que quando um conhecimento externo é complementar ao existente ele é compreensível e útil, portanto ele pode aumentar e contribuir às aquisições internacionais.

A distância do conhecimento institucional nas aquisições internacionais impacta nas aquisições parciais ou totais. A complexidade ambiental exige adquirir conhecimento dos mais diversos, tais como, recursos idiossincráticos, em particular os implícitos das empresas adquiridas. Tal aquisição permite contribuir em operar em determinado mercado distante institucionalmente. Quanto maior é esta complexidade, maior será o tempo para concretizar a

aquisição. Inversamente se estes obstáculos forem difíceis de aprendizagem a aquisição pode ser abandonada (DIKOVA ET AL., 2010). As aquisições então refletem em conseguirem conhecimento para manter desempenho ou ganhar experiências para aumentar a participação na mesma aquisição parcial ou se preparar para aquisições totais. Uma forma de ter acesso a recursos locais disponíveis e como utilizá-los (TIHANYI ET AL. 2005).

Hipótese 8a. A distância de conhecimento institucional está negativamente relacionada com a concretização da aquisição internacional, de modo que quanto maior a distância de conhecimento, menor a probabilidade da aquisição se concretizar.

Hipótese 8b. A distância de conhecimento institucional está negativamente relacionada com o grau de propriedade adquirido na aquisição internacional, de modo que quanto maior a distância, menor a probabilidade por fazer uma aquisição total.

Hipótese 8c. A distância de conhecimento institucional está positivamente relacionada com o lapso de tempo decorrido (em dias) entre o anúncio e a concretização da aquisição, de modo que quanto maior a distância, maior será o tempo decorrido entre o anúncio da aquisição e a concretização da transação.

3.2.8. Distância em conexões globais

A capacidade das empresas de um país se conectar com as empresas de outros países para obter informações ou trocar dados indicam um sinal de maior ou menor capacidade de produtividade. Quando um país possui recursos eficientes à comunicação com a matriz e/ou outras filiais podem ser mais eficientes e soluções podem ser encontradas em menor tempo. A conectividade a internet está ligada à infraestrutura e aos sistemas legais do país. Quando há acesso à internet para o e-commerce a maior competitividade do país em mercados globais. Na mesma vertente as empresas que desejam entrar em novos mercados pela internet, se deparam com o sistema legal, sistema mais frágil legalmente à estratégia de empresa, em parte, atuar com empresas locais que permitem que os usuários da internet tenham acesso às empresas estrangeiras (OXLEY, YEUNG, 2001).

As conexões globais estão impactando as estratégias das aquisições estrangeiras. As mudanças tecnológicas, sistemas on-line e internet vêm contribuindo para que este impacto seja maior ou menor. A capacidade de conectar-se por outros meios, tecnológicos, com clientes e com os investidores estrangeiros requerem conhecimento sobre as conexões globais que estão disponíveis no país alvo (HOFFMANN; SCHAPER-RINKEL, 2001). Em parte os

investimentos tecnológicos no país são feitos pelo governo que procura investir em pesquisa e desenvolvimento. As empresas se moldam aos perfis tecnológicos disponíveis e por eles obtêm o desempenho necessário para o seu negócio (TODEVA; KNOKE, 2005). Por este motivo as conexões globais impactam em determinar se uma aquisição estrangeira seja ela parcial ou total, por necessidade de adaptações ao que existe de disponível. As estratégias de aquisições também impactam no tempo de preparação para entender o que pode ser utilizado e como, o que opcionalmente pode não ser a concretização da aquisição, ou na demora a sua efetiva concretização.

Hipótese 9a. A distância institucional de conexões globais está negativamente relacionada com a concretização da aquisição internacional, de modo que quanto maior a distância de conexões globais, menor a probabilidade da aquisição se concretizar.

Hipótese 9b. A distância institucional de conexões globais está negativamente relacionada com o grau de propriedade adquirido na aquisição internacional, de modo que quanto maior a distância, menor a probabilidade por fazer uma aquisição total.

Hipótese 9c. A distância institucional de conexões globais está positivamente relacionada com o lapso de tempo decorrido (em dias) entre o anúncio e a concretização da aquisição, de modo que quanto maior a distância, maior será o tempo decorrido entre o anúncio da aquisição e a concretização da transação.

3.2.9. Distância geográfica

A distância geográfica, embora não tenha um apelo institucional diretamente, tem sua importância nos negócios internacionais (BERRY ET AL, 2010). Os aspectos relacionados à distância físicos podem aumentar custos de transportes, comunicação e as trocas entre as filiais e matriz. Desta forma, esta distância ganha importância quando se trata de analisar aspectos mercadológicos de investimento direto estrangeiros em mercados fisicamente distantes. Pode em muitos casos ser o primeiro item a ser analisado para ingressar em novos mercados, erroneamente identificando que a proximidade significa facilidade. A distância geográfica foi por tempos uma variável analisada por considerar que psicologicamente a proximidade exprime mais similaridade entre os países e, por este motivo as internacionalizações eram primeiramente para os países próximos (JOHANSON; VAHLNE, 1977). Já em outra vertente Tihanyi et al. (2005) mostram que os investimentos em locais

próximos geograficamente têm sido alterados por investimentos em novos mercados, distante institucionalmente, porque os próximos estão saturados.

A distância institucional geográfica embora seja a distância que menos tem refletido em análise por parte dos investidores estrangeiros, por uma questão simples, que a proximidade geográfica dos países das empresas envolvidas, já propicia à escolha da empresa alvo (DIKOVA ET AL., 2010). No entanto, as aquisições que estão distantes geograficamente afetam a forma dos investidores estrangeiros fazerem suas opções estratégicas em um novo mercado. Nessas condições de análise, a distância geográfica pode atribuir um investimento em aquisições parciais para compreender melhor um mercado ainda desconhecido. Ou ainda, serem necessários ajustes no contrato para uma boa aquisição, o que pode resultar em maior ou menor tempo para a efetiva concretização do negócio, para adequar outras distâncias mencionadas, por exemplo, cultural, econômica e política. (VERMEULEN; BARKEMA, 2001).

Hipótese 10a. A distância institucional geográfica está negativamente relacionada com a concretização da aquisição internacional, de modo que quanto maior a distância geográfica, menor a probabilidade da aquisição se concretizar.

Hipótese 10b. A distância institucional geográfica está negativamente relacionada com o grau de propriedade adquirido na aquisição internacional, de modo que quanto maior a distância, menor a probabilidade por fazer uma aquisição total.

Hipótese 10c. A distância institucional geográfica está positivamente relacionada com o lapso de tempo decorrido (em dias) entre o anúncio e a concretização da aquisição, de modo que quanto maior a distância, maior será o tempo decorrido entre o anúncio da aquisição e a concretização da transação.

4. MÉTODO

O presente estudo se caracteriza como uma pesquisa quantitativa com análise multivariada sobre dados coletados de fontes secundárias. Creswell (2010) define que a pesquisa quantitativa relaciona uma teoria objetiva com as variáveis, examinando as relações por meio de instrumentos e procedimentos estatísticos. Da mesma forma, definem Collis e Hussey (2005) que o método quantitativo envolve coletar e analisar dados numéricos com testes estatísticos.

O objeto de análise é este: aquisições anunciadas de empresas brasileiras por EMNs estrangeiras durante o período 2008 a 2012. O objetivo é entender como as EMNs estrangeiras reagem à distância institucional face ao Brasil. Em suma, como as EMNs estrangeiras respondem às incertezas institucionais nas aquisições de empresas no Brasil.

4.1. Coleta dos dados

Os dados relativos às aquisições por EMNs estrangeiras no Brasil, entre 2008 e 2012, foram coletados na base de dados, comercializada pela Thomson Reuters, *SDC Platinum (Securities Data Company Platinum)*. Esta é uma plataforma de acesso restrito, mas que é robusta em termos de dados e de abrangência setorial. A base inclui dados que permitem aferir aspectos específicos às empresas envolvidas, à transação e aos países que sediam as empresas. Este banco de dados foi anteriormente usado em trabalhos como Aybar e Ficici (2009), Meier et al (2012) e Capron e Guillén (2009), entre outros.

A coleta dos dados empíricos utilizou-se de fontes secundárias. Os dados relativos às aquisições foram coletados na base de dados *SDC Platinum – mergers and acquisitions*. Esta base de dados inclui todas as operações anunciadas, completas ou incompletas. A base cobre operações em que as empresas alvo sejam norte-americanas desde 1979, e não americanas desde 1985 até o tempo presente. Esta é a mais reputada base de dados secundária para estas transações e utilizada em vários outros estudos (por exemplo, CAPRON; SHEN, 2007; AYBAR; FICICI, 2009; MEIER ET AL., 2012; CAPRON; GUILLÉN, 2009). Os dados coletados respeitam a aquisições anunciadas no período entre 2008 e 2012 em que a empresa adquirente era estrangeira e a empresa alvo era brasileira. A amostra coletada inclui aquisições que tenham sido anunciadas no período, independentemente de terem, ou não, sido concretizadas efetivamente. As análises diferenciarão estes dois resultados possíveis.

Algumas variáveis relativas às aquisições foram também extraídas da base de dados SDC, como explicaremos.

Da base de dados *SDC Platinum* extraímos especificamente os seguintes dados pertinentes para este estudo: nacionalidade da empresa adquirente (todas as adquiridas são brasileiras), data de anúncio da aquisição, data da concretização ou abandono da intenção de adquirir, nome da empresa adquirente, nome da empresa adquirida, percentual de ações adquiridas, status do negócio (concretizado, não concretizado ou pendente), número de aquisições feitas por cada uma das empresas no período de 1985 a 2007, número de negócios da empresa adquirente (usamos o número de *SIC codes* como *proxy* para tamanho da empresa), se as empresas são de alta tecnologia, qual o negócio principal de cada uma das empresas (aferido pelo *SIC code* principal) para avaliar em que medida esta transação envolve uma diversificação do *core business* da empresa adquirente.

Para as variáveis independentes, relativas às distâncias institucionais, utilizamos as mensurações propostas por Berry et al. (2010). Apenas para a distância cultural usamos os dados de Hofstede (2001) calculando a distância euclidiana seguindo a proposta por Kogut e Singh (1988), representado pela fórmula $CD_j = \sum [(I_{ij} - I_{iu})^2 / V_i] / 4$, onde a variável I_{ij} , representa o índice para a dimensão cultural “i” e dados do país “j”. O “u” referencia os Estados Unidos, e “v” a variância do índice da dimensão “i”, obtendo CD que é a diferença cultural de determinado país. Os testes estatísticos recorreram a análises multivariadas com regressões logísticas e lineares, apresentadas nos resultados.

4.2. Amostra

A coleta de dados obrigou a alguns procedimentos de delimitação da amostra. Primeiro, excluimos todas as transações cujo país de origem da empresa adquirente fosse um paraíso fiscal. Segundo, excluimos observações em que os dados eram manifestamente insuficientes nas variáveis de interesse do estudo, como seja não indicar o país de origem da empresa adquirente. Terceiro, definimos como período de análise apenas as aquisições anunciadas no período entre 2008 e 2012. Todas as aquisições em anos anteriores a 2008 compõem a experiência em aquisições, ou *acquisition capability* (segundo o procedimento de Ferreira, 2005). O período foi escolhido aleatoriamente, mas ponderamos que em 2008 se iniciou uma crise financeira que teria impacto mundial e influenciaria os negócios internacionais (RANI ET AL., 2013). Quarto, excluimos todas as operações em que não há indicação do status atual

da transação. Também excluimos rumores, rumores desfeitos, busca de compradores, intenções de adquirir sem país de destino, entre outras situações ambíguas. Finalmente, excluimos as aquisições anunciadas, em que a empresa adquirente é do setor financeiro. Ponderamos que empresas deste setor incluem grupos de investidores, bancos e setor segurador, entre outros, que influenciariam os resultados (FERREIRA, 2005; LI; FERREIRA, 2011).

A aplicação dos procedimentos observados resultou numa amostra final de 770 operações anunciadas envolvendo a aquisição de empresas brasileiras por empresas estrangeiras de 38 países. Importa notar que a nossa análise será diferenciada e especificamente para a análise do grau de propriedade consideramos uma amostra de 736 transações anunciadas, dado que algumas operações não continham elementos suficientes para analisar qual a participação acionária (*equity stake*) que foi adquirida. Em seguida apresentamos um conjunto de tabelas descritivas da amostra que permitem entender em profundidade os dados utilizados nos testes estatísticos apresentados no próximo capítulo.

4.2.1. Análise descritiva da amostra

Na amostra de 770 aquisições, 582 foram concretizadas (75,6%), apenas 15 não foram concretizadas (1,9%) e 173 (22,5%) ainda estavam pendentes no final de 31 de dezembro de 2012, o ano final da pesquisa. A tabela 7, seguinte sumaria estas informações.

Tabela 7. Aquisições anunciadas e posição em que se encontra até 31/12/2012

Aquisições anunciadas entre 2008 e 2012	n°	%
Concretizada	582	75,6
Não concretizada	15	1,9
Pendente	173	22,5
Total	770	100,0

Fonte: Dados da pesquisa, retirados da base de dados *SDC Platinum* (2013)

Na análise da nacionalidade das empresas adquirentes, observamos um predomínio de empresas investidoras americanas (211 operações), canadenses e francesas (75 e 73, respectivamente), inglesas (47), espanholas (37), japonesas (35), alemãs e australianas (30 operações de cada nacionalidade). A tabela 8 resume estas informações referentes às nacionalidades das empresas adquirentes.

Tabela 8. País de origem das EMNs investidoras das aquisições de empresas anunciadas entre 2008-2012

Nº Países envolvidos	Nacionalidade do adquirente	Sigla Nacionalidade SDC Platinum	Sigla da Nacionalidade ISO 3166	Nº de aquisições por país	% do total
1	Estados Unidos	US	USA	211	27,4
2	Canadá	CA	CAN	75	9,7
3	França	FR	FRA	73	9,5
4	Reino Unido	UK	GBR	47	6,1
5	Espanha	SP	ESP	37	4,8
6	Japão	JP	JPN	35	4,5
7	Alemanha	WG	DEU	30	3,9
8	Austrália	AU	AUS	30	3,9
9	Itália	IT	ITA	24	3,1
10	Holanda	NT	NLD	20	2,6
11	Suíça	SZ	CHE	20	2,6
12	Chile	CE	CHL	19	2,5
13	Portugal	PO	PRT	17	2,2
14	China	CH	CHN	15	1,9
15	Índia	IN	IND	11	1,4
16	Suécia	SW	SWE	11	1,4
17	Argentina	AR	ARG	10	1,3
18	México	MX	MEX	10	1,3
19	Noruega	NO	NOR	10	1,3
20	Coréia do Sul	SK	KOR	8	1,0
21	África do Sul	SA	ZAF	6	0,8
22	Colômbia	CO	COL	6	0,8
23	Bélgica	BL	BEL	5	0,6
24	Luxemburgo	LX	LUX	5	0,6
25	Rússia	RU	RUS	5	0,6
26	Cingapura	SG	SGP	4	0,5
27	Filândia	FN	FIN	4	0,5
28	Irlanda	IR	IRL	4	0,5
29	Israel	IS	ISR	4	0,5
30	Angola	AN	AGO	3	0,4
31	Dinamarca	DN	DHK	3	0,4
32	Venezuela	VE	VEN	2	0,3

33	Áustria	AS	AUT	1	0,1
34	Islândia	IC	ISL	1	0,1
35	Kuwait	KU	KWT	1	0,1
36	Marrocos	MR	MAR	1	0,1
37	Tailândia	TH	THA	1	0,1
38	Taiwan	TW	TWN	1	0,1
Totais				770	100

Fonte: Dados da pesquisa, coletados de *SDC Platinum* (2013).

A análise do grau de propriedade adquirido mostra, em termos percentuais, que das 770 transações anunciadas que 493 (67%) envolveram uma aquisição total e 243 (33%) uma aquisição parcial. É relevante pontuar que em testes complementares notamos que houve 97 (13,2%) aquisições minoritárias e 639 (86,8%) aquisições majoritárias. A tabela 9 resume estas informações.

Tabela 9. Grau de propriedade adquirido

% Adquirido	Nº de aquisições por percentual adquirido	Tipo de Aquisição	Tipo de Aquisição
até 10 %	13	Minoritária (97) (13,2%)	Parcial (243) (33,0%)
de 10,01 % a 20 %	34		
de 20,01 % a 30 %	17		
de 30,01 % a 40 %	19		
de 40,01 % a 49,9 %	40		
de 50,00 % a 60 %	44	Majoritária (639) (86,8%)	Total (493) (67,0%)
de 60,01 % a 70 %	19		
de 70,01 % a 80 %	32		
de 80,01 % a 90 %	12		
de 90,01 % a 99,99 %	13		
100%	493		
Aquisições anunciadas com percentuais informados	736	736	736
Não informado	34	34	34
Total de aquisições	770	770	770

Fonte: Dados da pesquisa, coletados de *SDC Platinum* (2013).

A análise do lapso de tempo decorrido entre o anúncio formal da intenção de aquisição e a concretização das transações é realizada em seguida. Este hiato temporal foi mensurado em dias como *proxy* para a complexidade e incerteza envolvida. A assunção de partida é que

as empresas adquirentes necessitariam de um período de tempo mais longo para processar a informação e obter nova informação que permita uma avaliação mais completa dos benefícios do negócio. Observa-se que das 582 aquisições anunciadas e concretizadas, 409 (70,3%) são anunciadas e concretizadas praticamente ao mesmo tempo. Num período de seis meses são 135 (23,2%) e em um ano são 30 (5,2%). A maior parte das aquisições é concretizada em até um ano. Já nas aquisições anunciadas pendentes mostram uma variação muito grande em termos de tempo, sem uma concentração específica. Mas sim, que entre um ano, 23 casos (13,3%), um ano e meio 26 casos (15%) e dois anos 22 casos (12,7%), perfazem o maior grupo em lapso de tempo entre o anúncio da aquisição até 31 de dezembro de 2012. Em outro olhar também notamos neste grupo, que alguns anúncios de aquisições estão há mais de quatro anos, 7 casos (4%) e um número maior ainda há mais de cinco anos, 18 casos (10,4%). Nas aquisições anunciadas e não concretizadas, percebemos que a maioria dos casos ocorre a desistência do investimento entre 2 anos ou mais depois de anunciada, somando temos em até 4 anos e meio, 10 casos, ou seja, 66,7% dos casos. A tabela 10 resume estas informações.

Tabela 10. Lapso de tempo (em dias) entre o anúncio e a concretização, até 31/12/2012

Operações	Lapso de tempo (em dias)	nº	%
Concretizadas	1 dia	409	70,3
	até 180 dias (6 meses)	135	23,2
	até 360 dias (1 ano)	30	5,2
	até 540 dias (1 ano e 6 meses)	1	0,2
	até 720 dias (2 anos)	4	0,7
	até 900 dias (2 anos e 6 meses)	2	0,3
	até 1080 dias (3 anos)	0	0,0
	até 1097 dias (3 anos e 17 dias)	1	0,2
	Total	582	100,0
Pendentes há (até 31/12/2012)	180 dias (6 meses)	13	7,5
	360 dias (1 ano)	23	13,3
	540 dias (1 ano e 6 meses)	26	15,0
	720 dias (2 anos)	22	12,7

	900 dias (2 anos e 6 meses)	16	9,2
	1080 dias (3 anos)	17	9,8
	1260 dias (3 anos e 6 meses)	14	8,1
	1440 dias (4 anos)	17	9,8
	1620 dias (4 anos e 6 meses)	7	4,0
	1817 dias (5 anos e 17 dias)	18	10,4
	Total	173	100,0
Não concretizadas em (até 31/12/2012)	180 dias (6 meses)	1	6,7
	540 dias (1 ano e 6 meses)	0	0,0
	720 dias (2 anos)	3	20,0
	900 dias (2 anos e 6 meses)	1	6,7
	1080 dias (3 anos)	3	20,0
	1260 dias (3 anos e 6 meses)	3	20,0
	1620 dias (4 anos e 6 meses)	2	13,3
	1676 dias (5 anos e 7 meses e 26 dias)	2	13,3
	Total	15	100,0

Fonte: Dados da pesquisa, coletados de *SDC Platinum* (2013).

A distribuição setorial, ou industrial, das empresas envolvidas (ver Tabela 11) revela que a maioria das aquisições foi no setor industrial (337 das aquisições anunciadas, ou 43,8% das 770 apuradas pela pesquisa). A maior diversificação – em que a empresa adquirente é originária de um setor de atividade distinto da adquirida – ocorreu no setor industrial (onde 82 aquisições envolveram empresas adquiridas em outros setores), seguido pelos serviços (220 aquisições anunciadas, sendo 36 delas para outros setores). Em contraponto, a menor diversificação ocorreu no setor dos recursos naturais e comércio, onde observamos que a maioria das aquisições foram relacionadas ao nível do negócio - das 155 operações, 132 foram no próprio setor, 23 foram em outros setores. No comércio das 44 operações, 21 foram no próprio setor e 23 destinadas a outros setores. No geral, as aquisições no Brasil revelam relativamente baixa diversificação setorial para as adquirentes.

Tabela 11. Aquisições por setor de atividade

Adquirida \ Adquirente	Financeiro	Indústria	Recursos naturais	Outros	Serviços	Comércio	Aquisições no setor	Participação do setor em %
Indústria	2	255	25	1	37	17	337	43,8
Recursos Naturais	3	9	132	1	8	2	155	20,1
Outros	3	5	2	0	2	2	14	1,8
Serviços	7	15	4	0	184	10	220	28,6
Comércio	1	14	3	0	5	21	44	5,7
Total de aquisições							770	

Fonte: Dados da pesquisa, coletados de *SDC Platinum* (2013)

Interessante é observar se as empresas envolvidas estão em setores de alta tecnologia e conhecimento incorporado. Uma análise descritiva dos dados pode ser resumida na tabela 12. Observa-se que 197 empresas adquirentes são de alta tecnologia, enquanto 146 das empresas brasileiras (cerca de 18%) são classificadas como de alta tecnologia. Estes dados revelam que o acesso a novo conhecimento não parece ter presidido à maioria das aquisições anunciadas.

Tabela 12. Intensidade tecnológica de empresas adquirentes e adquiridas

Alta tecnologia	Sim	Não	Total
Adquirente	197	573	770
Adquirida	146	624	770

Fonte: Dados da pesquisa, coletados de *SDC Platinum* (2013)

Uma análise final sobre o grau de diversificação de forma mais completa conclui esta componente descritiva da amostra. Observando os *SIC codes* (que representam códigos de atividade econômica) das empresas envolvidas na transação podemos aferir o grau de diversificação. Neste caso analisamos se os *SIC codes* (considerando os quatro números da atividade) são distintos inferindo destas diferenças o grau de diversificação. Por exemplo, as empresas adquirentes podem optar por diversificar sua atividade adquirindo no Brasil em novos setores de atuação. Identificamos que 516 (67%) aquisições anunciadas não diversificaram suas atividades. Em contrapartida, encontramos empresas para as quais a

aquisição representou algum grau de diversificação – entre 1 a 15 novos *SIC codes* nas aquisições brasileiras. Representando que adquiriram empresas que possuem outras atividades além da adquirida. A concentração ainda é maior em uma única diversificação 99 casos dos 254 (33%) diversificaram. Os dados são revelados na tabela 13.

Tabela 13. Diversificação e grau de diversificação

	Grau de diversificação	Número de aquisições anunciadas	%
Diversificação (254) (33,0%)	1	99	12,9
	2	61	7,9
	3	46	6,0
	4	20	2,6
	5	10	1,3
	6	7	0,9
	7	2	0,3
	8	4	0,5
	9	1	0,1
	10	2	0,3
	11	1	0,1
	15	1	0,1
	Não diversificação	516 (67%)	
770 aquisições anunciadas			100%

Fonte: Dados da pesquisa, coletados de *SDC Platinum* (2013).

4.3. Variáveis

Nesta seção apresentamos as variáveis utilizadas neste estudo, especificando a forma de mensuração. Um resumo descritivo das variáveis é feito na tabela 14.

4.3.1. Variáveis dependentes

Este estudo compreende três variáveis dependentes: (1) concretização da transação, (2) grau de propriedade adquirido e (3) lapso de tempo entre o anúncio e a concretização, ou abandono, da intenção de aquisição. Descrevemos em seguida estas variáveis.

Concretização. A variável concretização da aquisição evidencia se houve efetivação da transação. Ou seja, se após o anúncio da aquisição há a efetiva realização, ou concretização, da transação. A racionalidade é expressa por William (2013) que a EMN estrangeira após anúncio pode não concretizar o negócio devido a uma diversidade de aspectos que se prendem, possivelmente, com a complexidade e a incerteza ambiental. A este respeito Dikova et al. (2010) notaram que o sucesso das aquisições pode depender da forma como as instituições locais no país receptor interagem com as competências e experiências da própria empresa. Importa salientar que analisar a concretização é pouco frequente na literatura, sendo que a maioria dos estudos se concentra em aquisições efetivamente concretizadas e, talvez mais notoriamente, no desempenho após a aquisição (ver, por exemplo, MOROSINI ET AL., 1998; STAHL; VOIGT, 2008). Os dados para esta variável foram coletados de *SDC Platinum* e codificados numa variável dicotômica que assume dois estados: 1 – transação concretizada, e 0 - não concretizada. A transação foi considerada não concretizada se entre a data de anúncio e o último dia do período de estudo não há qualquer indicação de ter sido efetivada.

Grau de propriedade adquirido. Uma aquisição pode envolver qualquer nível de participação acionária entre 1 e 100% do capital da empresa adquirida. Para efeitos deste estudo, e por limitações da base de dados, apenas consideramos se a aquisição envolve parte ou a totalidade do capital da empresa alvo. Esta simplificação não prejudica o foco do estudo dado que não propomos relações que sejam enriquecidas pela análise de percentuais de participação acionária. Assim, o grau de propriedade adquirido dá-se pelo termo aquisição parcial ou total, majoritária ou minoritária. As aquisições totais envolvem a intenção do investidor em ficar com o controle total da empresa alvo (JAKOBSEN; MEYER, 2008), enquanto a aquisição parcial possivelmente tem objetivos estratégicos que se prendem com a captura de recursos e competências da empresa alvo de modo a não reduzir o seu valor (DYER ET AL., 2004; FERREIRA, 2005). Chen (2008) realçou que fatores exógenos definem a forma de estratégia a ser adotada e Hoffmann e Schaper-Rinkel (2001) notou que a opção de adquirir parte ou a totalidade da empresa alvo depende do perfil dos gestores e da cultura da empresa. Kostova e Zaheer (1999) e Berry et al. (2010) notaram que o ambiente institucional de cada país e a forma como os ambientes institucionais dos países das empresas intervenientes diferem e impactam as aquisições.

Os dados para mensurar o grau de propriedade adquirido foram coletados de *SDC Platinum*. Os dados foram codificados numa variável dicotômica de modo que 1 – aquisição

parcial e 0 - aquisição total. As aquisições parciais são as que envolvem um percentual inferior a 99,9% de propriedade adquirida. As aquisições totais são aquelas iguais a 100% de propriedade adquirida.

Lapso de tempo. Quanto maior a incerteza e complexidade envolvida numa operação maior a necessidade de a empresa despender de recursos humanos, técnicos e informacionais na avaliação da operação. Numa aquisição, o lapso de tempo que medeia entre a data de anúncio e a data de efetivação da transação, ou do seu abandono, é previsivelmente uma função da complexidade e incerteza, ou risco, percebido pelos gestores. Este lapso de tempo pode estar relacionado com aspectos como o desconhecimento do ambiente institucional receptor. Segundo Dikova et al. (2010) este tempo pode ser o resultado da distância entre os ambientes institucionais dos países envolvidos. Como forma de mensuração, o lapso de tempo foi medido em dias – número de dias entre a data de anúncio da aquisição de empresa e a data de concretização. Os dados para esta variável foram extraídos diretamente da base de dados *SDC Platinum*. Consideramos o período desde 2008 até 31/12/2012, sendo esta última a data limite do período de pesquisa que estabelecemos para o estudo.

4.3.2. Variáveis independentes

As variáveis independentes incluem as seguintes distâncias institucionais: econômica, financeira, política, administrativa, cultural, demográfica, conhecimento, conexões globais e geográfica. Esta taxonomia foi proposta por Berry et al. (2010) e seguida neste estudo por apresentar uma desagregação mais ampla do conceito de distância institucional quando comparada com, por exemplo, as dimensões CAGE de Ghemawat (2001) ou a mais tradicional distinção entre ambiente formal e informal (North, 1990). Para cada dimensão do ambiente institucional foi calculada a distância entre a empresa investidora e o Brasil.

O estudo de Berry et al. (2010) utilizou como métrica para dimensionar distância os métodos Euclidiano e Mahalanobis. Esta medida foi necessária porque a distância euclidiana não trata de duas ou mais variáveis que estão altamente correlacionadas, ignora a variância das variáveis e não é sensível à escala de medição. Em contrapartida, o método Mahalanobis atende as necessidades dispostas pela metodologia euclidiana e mais as deficiências, como tratar a informações contidas na matriz de variância-covariância e a escala invariante. No entanto, para este último método, a desvantagem é que as variáveis não podem ser perfeitamente alinhadas, e não pode haver mais pontos do que as variáveis nos dados,

podendo-se calcular o inverso da matriz de covariância de variância. Dentro do exposto, os autores então determinaram que para medir a distância entre os países, o método Mahalanobis é a melhor opção, por medir variáveis que estão altamente relacionados (ex., PIB per capita, inflação, entre outros). E também, porque há uma variância das variáveis, e as variáveis podem ser medidas de forma diferente pelos países. Enfim, foram coletados dados indicadores dos países e tabulados, pelo método euclidiano, encontraram-se os valores para o conjunto de dados de cada país. Para os valores calculados, pelo método Mahalanobis encontraram-se a distância entre os países (BERRY ET AL., 2010). E, por meio de regressão logística, foram demonstradas as correlações e o resultado da pesquisa. Este esclarecimento metodológico é relevante porquanto usamos sempre que possível os dados disponíveis por Berry e colegas.

Distância econômica. A distância econômica revela diferenças no grau de desenvolvimento econômico dos países envolvidos. Esta variável é utilizada como indicador de estabilidade de um país em suas transações. As diferenças econômicas nacionais resultam em ambientes institucionais diferentes e em práticas diferentes pelas empresas (DANIEL; CIESLEWICZ; POURJALALI, 2012). Embora diferentes autores tenham usado outros indicadores para aferir a distância econômica, neste estudo utilizamos os valores de Berry et al. (2010) calculados com base em indicadores como o produto interno bruto (PIB) *per capita*, inflação, exportações e importações dos países investidores e do Brasil.

Distância financeira. A distância financeira avalia a capacidade que as empresas terão em financiar suas operações no país alvo. Kwok e Tadesse (2006) argumentaram que o sistema financeiro é entendido pelo investidor pelo gerenciamento do risco percebido e a capacidade de redução de risco. Países que se estruturam em regras fortes no sistema financeiro, oferecem menos incerteza, garantindo que contratos sejam cumpridos. Alguns indicadores que compõem esta variável incluem o crédito privado (% do PIB), a capitalização do mercado bolsista (em % do PIB) e o número de empresas listadas por milhão de habitantes. Os dados foram coletados de Berry et al. (2010).

Distância política. A distância política pode apresentar sistemas diferenciados, por exemplo, democrático ou autocrático (BERRY ET AL., 2010). Um ambiente político estável garante que investimentos não sejam desapropriados. Estabilidade e previsibilidade quanto instituições políticas diminuem as incertezas quanto às mudanças futuras em termos de regras e regulamentos que possam interferir no investimento (GULER; GUILLÉN, 2010). Para Guler e Guillén, (2010), as “restrições aumentam com o número de agências independentes do

governo com poder de veto (executivo, legislativo maior, menor poder legislativo, judiciário, administração local)” e pelo veto que é controlado por partidos diferentes, empresas (não há alinhamento do governo), a instabilidade política é instalada e o risco é maior para os investimentos. Os dados usados foram coletados de Berry et al. (2010) que no estudo original utilizou indicadores como a incerteza de decisão política estabelecida pelo número de atores institucionais independentes, com poder de veto, o caráter democrático, sua pontuação e o tamanho do Estado para obter um perfil do ambiente político dos países.

Distância administrativa. A distância administrativa tem influência nos negócios internacionais pelo que pode oferecer em termos de estabilidade quanto aos recursos humanos disponíveis e as garantias legais de propriedade do investimento. Kwok e Tadesse (2006) argumentaram que um sistema legal forte, estabelecido no país diminui as incertezas. Nas aquisições de empresas poderá a investidora optar por um sistema jurídico igual ao do seu país. Os dados foram coletados de Berry et al. (2010), mas originalmente incluem aspectos como linguagem comum, religião, a existência de laços coloniais e o sistema legal. Países com instituições legais mais fortes tendem a receber mais investidores, enquanto em países com instituições legais mais fracas a proposta é aliar-se a empresas locais ou outras empresas estrangeiras com operações no local (OXLEY; YEUNG, 2001). Quanto mais os países diferirem nestes aspectos, maior será a sua distância administrativa.

Distância cultural. A distância cultural é uma das variáveis mais utilizadas na pesquisa de negócios internacionais (FERREIRA ET AL., 2009) e tem sido apontada por vários autores como uma forma efetiva de medir as diferenças entre ambientes institucionais (JOHANSON; VAHLNE, 1977; KOGUT; SINGH, 1988; SIEW ET AL., 2007). Os diferentes contextos históricos e culturais dos países são uma fonte de incerteza e requerem que as empresas avaliem as implicações e riscos da atuação nestes espaços (DANIEL; CIESLEWICZ; POURJALALI, 2012). Os dados para mensurar a distância cultural foram coletados de Hofstede (2001) e para os cálculos utilizamos a proposta de Kogut e Singh (1988) baseada nas quatro dimensões culturais de Hofstede (1980, 2001).

Distância demográfica. A distância demográfica expressa diferenças em fatores demográficos entre os países com impacto sobre as operações das empresas. A renda, idade, sexo, entre os fatores perfazem variáveis necessárias de avaliação para o investimento estrangeiro. Aspectos como diferenças das idades na contratação de colaboradores, pisos salariais, produtividade e na disponibilidade de mão de obra, nos seus padrões de consumo,

etc., podem inferir em novas ou mudanças estratégicas, ponderando maior ou menor distância entre os envolvidos. A tomada de decisão pode inferir na análise destes fatores em investimentos estrangeiros (HARMS; MEULEN, 2013). Nesta vertente, as aquisições de empresas estrangeiras podem ser tomadas de decisões estratégicas dentro de uma diminuição da incerteza quanto à expropriação do investimento feito no país. Utilizamos os dados de Berry et al. (2010) na mensuração desta distância.

Distância do conhecimento. A distância do conhecimento pode ser atribuída à tecnologia e inovação em um país (ANAND; KOGUT, 1997). O aumento da taxa de inovação pode melhorar a produtividade dos países e acelerar a economia mundial e incremento de novas tecnologias. A capacidade da inovação nacional está ligada, em parte, pela sofisticação tecnológica e a comunidade científica. O país que investe na produtividade de pesquisas e ao desenvolvimento desta atividade exerce influência sobre os investimentos estrangeiros. Empresas podem estar em países que possuem avanços científicos e técnicos e desta forma difundir a outros países de forma mais rápida, o que não ocorreria se fossem explorados dentro do seu país (PORTER; STERN, 2001). Utilizamos os dados de Berry et al. (2010) na mensuração desta distância, que originalmente utilizou o número de patentes e artigos científicos como variáveis.

Distância de conexões globais. Distâncias de conexões globais, ou conectividade entre os países, têm a perspectiva de averiguar o contato com outros públicos, permitindo o interagir e ter acesso a novos mercados. Pelo menos em parte a conectividade global é um indicador de desenvolvimento e integração na economia mundial, facilitando as operações e diminuindo alguns fatores de custo (como as comunicações, o comércio, as contratações internacionais), mas é também um indicador da qualidade das infraestruturas. Por exemplo, a generalização do acesso à internet indica a disponibilidade de infraestruturas físicas que a permitam usarem, e de um ambiente institucional que promove a integração transacional no mercado on-line e físico (HOFFMANN; SCHAPER-RNKEL, 2001; TODEVA; KNOKE, 2005). Novamente, na mensuração desta distância usamos os dados disponíveis em Berry et al. (2010).

Distância geográfica. A distância geográfica, embora não seja estritamente ligada à teoria institucional é um fator que reflete prováveis diferenças importantes entre os países. A distância geográfica entre países tem um impacto em fatores de custos como transportes e comunicações adicionais (BERRY, ET AL., 2010) além de ser uma *proxy* usual para mostrar

como os países diferem. No entanto, é provável que o processo de globalização em curso venha a contribuir para a redução desta distância ao diminuir as barreiras entre países, promovendo a integração em blocos de integração econômica regionais, promoção do comércio por meio de organizações como a Organização Mundial do Comércio, entre outros aspectos. Esta distância influencia os custos em optar por um país a outro (CANTWELL ET AL, 2010). Cantwell et al. (2010) reabriu a discussão quanto à distância geográfica observando a empresa-localização e as interações que podem ocorrer neste sentido. Segundo Cantwell, as empresas podem se “beneficiar de um *portfólio* sinérgico locacional de fontes complementares de conhecimento”. Para o autor, em negócios internacionais os riscos podem ser reduzidos quando as empresas procuram por atuar em mercados de interesses por atividade, desvinculando da questão geográfica e nacional. Diminuiu os produtos segmentados geograficamente, mas ainda os contextos institucionais nacionais distantes geograficamente causam estranheza aos investidores internacionais. Tihanyi et al. (2005) por outro lado realçaram que a proximidade geográfica e a semelhança cultural procurada por investidores estrangeiros estão saturada e a procura por países culturalmente distantes tem sido uma opção mais explorada. Na mensuração desta distância utilizamos os dados disponíveis em Berry et al. (2010) sendo a distância calculada usando o método grande círculo e a distância geográfica de acordo com a latitude e longitude da capital do Brasil em relação a cada um dos países investidores.

4.3.3. Variáveis de controle

Incluímos, ainda, um conjunto de variáveis de controle capazes de influenciar os resultados do estudo.

Tamanho da Empresa: O tamanho da empresa investidora pode determinar a sua capacidade de realizar investimentos e o tipo de aquisição parcial ou total. Não há dados disponíveis para a aferição direta do tamanho da empresa, pelo que apoiados nos dados disponíveis na base de dados *SDC Platinum*, consideramos para esta variável o número de *SIC Codes* do investidor estrangeiro. Foram ponderados no indicador, quantos *SIC Codes* a empresa investidora possui, dimensionando seu tamanho por este número. Esta *proxy* parece razoável na medida em que é expectável que quanto maior o número de negócios em que a empresa está engajada, maior será a sua operação; ou seja, maior o seu tamanho.

Tipo de indústria: As especificidades de cada indústria, ou setor de atuação, podem interferir nas estratégias das empresas em investimentos estrangeiros. Por exemplo, a empresa pode procurar por manter seu *portfólio* ou diversificar adquirindo novos segmentos, complementares, ou não, ao seu negócio central. Por outro lado, é possível que aspectos de produção e tecnologia proprietária impactem o tipo de aquisição visado. Os tipos de indústria disponíveis na plataforma contemplam todos os setores de atuação, e permitiram construir uma base sólida quanto a esta variável. Os tipos mencionados são: 1) financeiro; 2) indústria ou manufatura; 3) recursos humanos; 4) serviços; 5) comércio, e; 6) outros. Para estabelecer uma boa matriz de variáveis, e menos inferência no resultados, retiramos da amostra as empresas adquirentes do setor financeiro. Utilizamos como base a empresa de destino do investimento como parâmetro para análise.

Alta tecnologia: Outra variável de controle que julgamos ser necessário o controle é a alta tecnologia da empresa adquirente e adquirida. A busca por novos conhecimentos e estratégias de inovação pode interferir nos negócios internacionais. As empresas opcionalmente podem procurar adquirir outras que tenham o que é complementar ou necessário ao seu negócio. Consideramos para esta variável o controle de duas possibilidades. Se a empresa adquirente estrangeira possui alta tecnologia e se a empresa adquirida possui alta tecnologia. Mensurando então, que 1 refere-se a empresas de alta tecnologia e 0 empresas que não possuem alta tecnologia. Os dados para esta variável foram extraídos de SDC que especifica objetivamente se as empresas envolvidas são de alta tecnologia.

Grau de diversificação. O grau de diversificação reflete a proximidade relativa entre os negócios da empresa investidora e da adquirida. A diversificação foi mensurada usando dados da *SDC Platinum* que utiliza o *SIC Code* para identificar o setor de atividade em que cada empresa opera. O *SIC (Standard Industrial Classification)* ou Classificação Padrão da Indústria é um sistema utilizado para classificar as indústrias com quatro dígitos, por setor de atuação. Para identificar o grau de diversificação do investimento, verificou-se o *SIC code* da empresa adquirente e o *SIC Code* da empresa adquirida. Realizamos duas análises: primeiro, quanto à diversificação do *core business*, segundo, como mensuração da diversificação total, verificando se realmente no grupo de *SIC codes* da empresa adquirida não constam os *SIC Codes* da empresa adquirente, constatando se de fato houve algum grau de diversificação no conjunto do *portfólio* de negócios da empresa. Esta variável foi classificada dicotomicamente em 1 – diversificou, e 0 - não diversificou.

Ano de anúncio da aquisição. Esta variável de controle ponderou se o anúncio da aquisição ocorreu entre os anos de 2008, 2009, 2010 e 2011. O ano de anúncio da aquisição pode refletir em maior ou menor reflexo da pós-crise de 2008. Durante este período, muitas mudanças ocorreram no mercado global, e com maior evidência em alguns países, ocasionando tensionalmente decisões estratégicas das empresas estrangeiras em negócios internacionais. Variável dicotômica sendo 1- para o ano de anúncio e 0, para outros anos.

Experiência em aquisições entre 1985 e 2007. A nossa última variável de controle é uma das mais tratadas na literatura, que pode influenciar as aquisições estratégicas, no grau de propriedade adquirida e no tempo para concretizar o negócio. Usualmente designada por *acquisition capability*, esta variável captura a aprendizagem já acumulada em realizar aquisições. A base de dados disponibiliza as informações desde 1985, ano que iniciamos a análise, constatando até o ano de 2007, quantas aquisições ocorrem no Brasil pela mesma empresa. Assim, a experiência em aquisições é o somatório das aquisições realizadas antes de 2008 no Brasil. Infelizmente não dispomos de dados que nos permitam construir uma variável mais abrangente que capte também aquisições em outros países. No entanto, esta é uma medida mais direta de experiência, relevante neste estudo porque as aquisições prévias no Brasil deveriam diminuir a sensibilidade a idiosincrasias institucionais brasileiras que são potenciais fontes de incerteza.

Apresentamos na tabela 14 um sumário das variáveis utilizadas no estudo.

Tabela 14. Variáveis utilizadas

Variáveis	Descrição (medida)	Fonte dos dados
Variáveis dependentes		
Concretização da aquisição	Variável dicotômica. 1 - aquisição concretizada e 0 - aquisição não concretizada após anúncio.	<i>SDC Platinum</i>
Grau de propriedade adquirido	Variável que mede o grau de propriedade adquirido pela empresa (em %), mas dicotomizada neste estudo em 1- aquisição parcial e 0 – aquisição total.	<i>SDC Platinum</i>
Lapso de tempo para a concretização da aquisição	O tempo, em dias, entre a data do anúncio e a data de concretização da aquisição.	<i>SDC Platinum</i>
Variáveis independentes		
Distância econômica	A distância econômica reflete o grau de desenvolvimento do país. Esta variável foi coletada de Berry et al. (2010) sendo uma	Berry et al. (2010)

	medida composta das seguintes: renda per capita, inflação, exportações e importações.	
Distância financeira	A distância financeira reflete na capacidade de adquirir recursos. Esta variável foi coletada de Berry et al. (2010) sendo uma medida composta das seguintes: crédito interno ao setor privado, taxa de capitalização do mercado (valor de mercado) das empresas; número de empresas registradas.	Berry et al. (2010)
Distância política	A distância política reflete os procedimentos regulatórios ao investidor estrangeiro ao investido nacional. Foi composta das seguintes: estabilidade política medida pelos atores institucionais independentes, com poder de veto; caráter democrático (pontuação para democracia); administração pública medida pela despesa de consumo final do Estado; Estado participante da OMC; participação do país em bloco comercial igual do país alvo.	Berry et al. (2010)
Distância administrativa	A distância administrativa reflete na administração dos recursos e obtenção dos mesmos. Esta variável foi coletada de Berry et al. (2010) sendo uma medida composta das seguintes: laço colonial, língua comum, religião comum, sistema jurídico.	Berry et al. (2010)
Distância cultural	A distância cultural reflete em vários fatores ao investimento estrangeiro. Esta variável foi computada usando os valores de quatro dimensões culturais de Hofstede (2001) e a fórmula de distância euclidiana proposta por Kogut e Singh (1988). As quatro dimensões são: aversão à incerteza, individualismo/coletivismo, distância ao poder e masculinidade/feminilidade.	Hofstede (2001) com aplicação da fórmula de Kogut e Singh (1988)
Distância demográfica	A distância demográfica reflete no tipo de estratégia das empresas e ao produto que pode trabalhar no país alvo. Esta variável foi coletada de Berry et al. (2010) sendo uma medida composta das seguintes: expectativa de vida à nascença, taxa de natalidade, população com menos de 14 anos, população com 65 ou mais anos.	Berry et al. (2010)
Distância do conhecimento	A distância do conhecimento reflete na capacidade de inovação e tecnológica no país alvo, Esta variável foi coletada de Berry et al. (2010) sendo uma medida composta das seguintes: número de patentes, número de artigos científicos.	Berry et al. (2010)
Distância de conexão global	A distância de conexão global reflete na competitividade e produtividade da empresa no país alvo. Esta variável foi coletada de Berry et al. (2010) sendo uma medida composta das seguintes: despesas de turismo internacional, receitas do turismo internacional, utilização de internet.	Berry et al. (2010)
Distância geográfica	A distância geográfica reflete maiores custos de logística, comunicação e trocas entre os envolvidos. Medida composta pela distância do grande círculo entre dois países de acordo com as coordenadas do centro geográfico dos países. Em quilômetros. Os dados para esta variável foram coletados de Berry et al. (2010).	Berry et al. (2010)

Variáveis de controle

Tamanho da empresa adquirente	O tamanho da empresa pode determinar o tipo de aquisição, parcial ou total, e o volume monetário do investimento. O	<i>SDC Platinum</i>
-------------------------------	---	---------------------

	tamanho da empresa é dimensionado pelo número de <i>SIC Codes</i> que a empresa adquirente possui.	
Indústria	A indústria, ou setor de atividade, pode influenciar o investimento estrangeiro, podendo ser no próprio setor de atuação ou em outro, complementar ou diversificado. Variável dummy para cada sector de actividade. Os sectores de atividade identificados foram: financeiro, indústria ou manufatura, recursos humanos, serviços, comércio, e outros.	<i>SDC Platinum</i>
Empresa alvo de alta tecnologia	A alta tecnologia da empresa alvo pode refletir em investimento por busca de novas tecnologias, complementares a sua empresa. Variável dummy com 1 – se empresa alvo for de alta tecnologia, e 0 – se não for.	<i>SDC Platinum</i>
Empresa adquirente de alta tecnologia	A alta tecnologia da empresa adquirente pode refletir em investimento por busca de novas tecnologias, e/ou complementares a sua empresa. Variável dummy com 1 – se empresa alvo for de alta tecnologia, e 0 – se não for.	<i>SDC Platinum</i>
Diversificação do <i>core business</i>	Diversificação do negócio central é uma estratégia utilizada que interfere nas opções de análise dos gestores quanto adquirir uma empresa dentro do mesmo setor ou diversificar para adquirir mais conhecimento, entre outros fatores. Com base no <i>SIC Code</i> principal da empresa adquirida, determinou se houve diversificação ou não em relação ao negócio central da empresa adquirente. Variável dicotômica com 1 - se a aquisição representa uma diversificação do <i>core business</i> , e 0 - se não representa.	<i>SDC Platinum</i>
Diversificação total	Diversificação total considera se houve uma estratégia da empresa adquirindo um <i>SIC Code</i> no grupo de <i>SIC Codes</i> da empresa adquirida, o qual necessariamente não foi o firmado na negociação final. Variável dicotômica se a aquisição representa uma diversificação total será 1, e 0, se não apresenta.	<i>SDC Platinum</i>
Ano de anúncio da aquisição	O ano de anúncio pode refletir em maior ou menor reflexo da pós-crise de 2008. Variável de controle para ano. Variável dicotômica sendo 1- para o ano de anúncio e 0, para outros anos.	<i>SDC Platinum</i>
Experiência com aquisições	A experiência pode refletir na menor ou maior dificuldade em concretizar, no grau de propriedade adquirida e no tempo para concretizar a negociação. Número de aquisições realizadas pela empresa, no Brasil, durante o período 1985 a 2007.	<i>SDC Platinum</i>

Fonte: os dados foram coletados de SDC Platinum, Berry et al. (2010) e Hofstede (2001).

5. RESULTADOS

A pesquisa buscou identificar quais as respostas estratégicas de redução de incerteza face à distância institucional nas aquisições por empresas estrangeiras no Brasil. Especificamente analisamos se a distância institucional reflete em três ações: (1) a concretização das aquisições após um interesse manifesto, (2) no grau de propriedade adquirido, ou participação acionária e (3) no tempo para que ocorra o efetivo fechamento do negócio. Os testes estatísticos das hipóteses foram realizados numa amostra de 770 aquisições por empresas de 38 países, no período de 2008 a 2012. E para a análise do grau de propriedade consideramos uma amostra de 736 transações anunciadas, conforme informado anteriormente, por falta de dados em algumas operações sobre a participação acionária (*equity stake*) que foi adquirida. A análise estatística envolveu técnicas multivariadas de regressões lineares e logísticas - regressões logísticas para as variáveis dependentes, concretização e grau de propriedade e regressão linear para o variável dependente tempo. Os resultados são apresentados nesta ordem, pela disposição dos dados na ferramenta utilizada.. Utilizamos o software SPSS para realizar as análises estatísticas. A seguir apresentamos os resultados obtidos.

A tabela 15 apresenta a matriz de correlações para a amostra com 770 casos. Embora sejam notórias algumas correlações significativas não há correlações substancialmente elevadas que levem a desconfiar de possíveis problemas de multicolinearidade. Os testes de colinearidade revelam que a *variance inflation factor* está dentro de limites adequados e abaixo de 3. Vale notar que foram efetuados vários testes entre as variáveis adicionais de relações entre as variáveis (testes não reproduzidos aqui), com exclusões e inclusões variadas, e não identificamos alterações significativas nas correlações.

Tabela 15. Correlação para as variáveis concretizada e tempo (N= 770)

Variáveis	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27
1 Concretizada	1																										
2 Tempo	-,797**	1																									
3 Tamanho adquirente	,054	-,043	1																								
4 Indústria	,079*	-,091*	,140**	1																							
5 Recursos naturais	-,231**	,279**	-,073*	-,417**	1																						
6 Serviços	,135**	-,154**	-,068	-,528**	-,349**	1																					
7 Comércio	-,004	-,015	-,004	-,214**	-,141**	-,179**	1																				
8 Outros	,029	-,021	-,012	-,041	-,027	-,034	-,014	1																			
9 Alta tecnologia adquirente	,098**	-,121**	,091*	,041	-,271**	,198**	,008	-,030	1																		
10 Alta tecnologia adquirida	,159**	-,157**	-,037	,058	-,254**	,225**	-,064	-,025	,650**	1																	
11 Diversificação no negócio principal	-,040	,026	,092*	-,164**	-,033	-,017	,233**	,093**	-,011	-,014	1																
12 Diversificação geral	-,042	,062	,058	-,051	,059	-,075*	,008	,072*	-,104**	-,123**	,404**	1															
13 Anunciada em 2008	,042	,140**	,011	,058	,062	-,089*	-,034	-,024	-,108**	-,092*	,051	,044	1														
14 Anunciada em 2009	-,038	,161**	-,023	,025	,068	-,069	-,024	-,021	,001	-,013	-,045	-,004	-,196**	1													
15 Anunciada em 2010	-,003	,041	,028	-,159**	,117**	,018	,017	,100**	,026	,025	-,004	,003	-,241**	-,211**	1												
16 Anunciada em 2011	-,054	-,072*	-,033	,051	-,085*	,036	,000	-,028	,031	,010	,050	,045	-,260**	-,227**	-,279**	1											
17 Experiência com aquisições (1985-2007)	,029	-,003	,122**	-,105**	-,055	,148**	,000	-,017	,084*	,054	-,013	,077*	,037	-,076*	,060	,048	1										
18 Econômica	,063	-,067	,139**	,094**	-,108**	-,016	,025	-,028	,060	,040	,123**	,101**	,003	,006	-,054	-,059	-,027	1									
19 Financeira	,089*	-,035	-,039	-,087*	,010	,130**	-,091*	-,039	,060	,024	-,041	,055	,023	-,025	-,005	-,049	,112**	,279**	1								
20 Política	-,020	-,017	,204**	,133**	-,096**	-,068	,021	-,022	,016	-,014	,054	,004	-,016	-,008	,009	-,023	-,086*	,396**	-,004	1							
21 Administrativa	,039	-,014	,073*	,095**	-,051	-,036	-,021	,018	-,066	-,060	-,003	,056	-,004	-,052	,011	,032	-,091*	,098**	-,199**	,068	1						
22 Cultural	,028	-,013	,020	-,019	,117**	-,054	-,078*	-,007	,021	,014	,039	,106**	-,012	-,004	-,006	,021	-,170**	,452**	,434**	,115**	,160**	1					
23 Demográfica	,080*	-,084*	,209**	,063	-,200**	,127**	-,007	,036	,044	-,003	,031	-,003	-,015	-,065	-,066	,082*	,113**	-,059	-,079*	-,203**	,195**	,036	1				
24 Conhecimento	,081*	-,081*	,152**	,150**	-,157**	-,028	,001	-,028	,105**	,041	,041	,029	,000	,031	-,061	-,048	-,085*	,693**	,383**	,587**	,055	,489**	-,115**	1			
25 Conexão Global	,049	-,013	,043	-,026	,076*	-,025	-,046	,018	-,033	-,027	,012	,053	,015	,056	-,055	-,022	-,137**	,424**	,396**	,091*	,323**	,668**	-,030	,431**	1		
26 Geográfica	-,059	,026	,140**	-,027	,187**	-,087*	-,093**	,054	-,120**	-,114**	,030	,038	-,023	-,075*	,045	,042	-,044	,050	-,201**	,257**	,330**	,135**	,329**	-,093*	,125**	1	
27 Distância institucional total	-,056	,016	,191**	,025	,124**	-,098**	-,072*	,038	-,096**	-,102**	,045	,034	-,025	-,067	,041	,028	-,067	,186**	-,170**	,568**	,308**	,159**	,212**	,130**	,143**	,941**	1

** A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

* A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

As variáveis dependentes, concretização e grau de propriedade adquirida, são variáveis dependentes, binominais ou dicotômicas (HOSMER, LEMESHOW, 2004). A regressão logística é a forma adequada para analisar estatisticamente os casos em que a variável dependente é dicotômica. Numa regressão logística, para testar a relação entre as variáveis, é preciso verificar o fracasso ou sucesso entre o grupo analisado e a possibilidade da relação cair em um ou outro grupo. Portanto, inclui-se nas condições de análise, a condição q, que são as possibilidades de fracasso na relação. O modelo logístico inclui o logaritmo dos *odds ratio* (*casos de sucesso*), estabelecido pela seguinte representação.

$$odds\ ratio = \frac{\text{Probabilidade de sucessos}}{\text{Probabilidade de fracassos}} = \frac{p}{q}$$

Na inclusão do *odds ratio*, o p, que assume de 0 a 1, com o q, assume 0 a ∞ . Desta forma não ocorre restrições nos coeficientes de estimação. E, permite uma melhor interpretação dos coeficientes apresentados. Condicionados a estes fatores a regressão logística é apresentado na seguinte fórmula: $\ln(p/q) = \alpha_0 + \alpha_1 X$, onde \ln é o logaritmo neperiano (naturais); α_0 e α_1 são constantes e X é a variável aleatória ou não, contínua ou discreta.

Considerando estes fatores, estabelecidos pela regressão logística, os resultados apresentados na tabela 16 apresentam a análise com a variável dependente concretizada. Os resultados apresentam 12 modelos para os testes desta variável. O modelo 1 inclui as variáveis de controle. Os modelos 2 a 10 exibem a relação das variáveis independentes, incluindo uma variável de cada vez, na seguinte ordem: econômica, financeira, política, administrativa, cultural, demográfica, conhecimento, conexão global e geográfica. O modelo 11 inclui todas as variáveis independentes. Por fim, no modelo 12, incluímos uma variável para aferir a distância institucional total (lembrando que a distância total é a média encontrada das nove distâncias). Os modelos indicados permitem analisar as hipóteses propostas.

Os resultados apenas permitem verificar uma hipótese (Hipótese 3a) relacionando a distância financeira à concretização da aquisição ($p < 0,01$). Nenhuma das restantes distâncias institucionais parece influenciar a concretização da aquisição anunciada, nesta amostra. Quanto à hipótese 1a representada pelo modelo 12, não ocorreu o esperado tratado pela literatura (VERMEULEN; BARKEMA, 2001; DIKOVA ET AL., 2010) e não temos evidência que as multinacionais estrangeiras contemplem a distância institucional total na

decisão de concretização das aquisições. Talvez pelas diferenças ocasionadas pelo ambiente institucional de um país em desenvolvimento, emergente como o Brasil, em um período de múltiplos acontecimentos econômicos mundiais, estas diferenças já sejam contempladas na decisão inicial de investir no Brasil.

Sequencialmente, as hipóteses distância econômica (H2a), distância política (H4a), distância administrativa (H5a), distância cultural (H6a), distância demográfica (H7a), distância conhecimento (H8a), distância conexão global (H9a), distância geográfica (H10a), não foram confirmadas pelos testes estatísticos obtidos com esta amostra. As hipóteses buscavam refletir se cada uma das distâncias estava negativamente relacionada com a concretização da aquisição internacional. Opcionalmente, complementando uma última análise, proposto pelo modelo 11, incluímos todas as distâncias institucionais, a fim de verificar a relação delas com a concretização da empresa. Para este modelo, também não houve confirmação quanto ao proposto pelas hipóteses.

Tabela 16. Regressão logística para variável dependente concretizada

Variáveis	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10	Modelo 11	Modelo 12
Tamanho adquirente	0,033	0,031	0,038	0,040	0,032	0,032	0,030	0,030	0,032	0,035	0,039	0,037
Indústria	0,473	0,440	0,511	0,486	0,444	0,529	0,444	0,488	0,530	0,478	0,489	0,483
Recursos naturais	-0,514	-0,520	-0,520	-0,541	-0,523	-0,514	-0,511	-0,452	-0,504	-0,493	-0,516	-0,490
Serviços	0,787	0,768	0,767	0,776	0,767	0,848	0,747	0,822	0,838	0,790	0,740	0,789
Comércio	0,454	0,440	0,540	0,447	0,441	0,543	0,432	0,489	0,517	0,444	0,536	0,437
Outros	20,572	20,624	20,743	20,497	20,535	20,656	20,478	20,667	20,536	20,615	20,571	20,620
Alta tecnologia adquirente	-0,310	-0,318	-0,355	-0,312	-0,300	-0,332	-0,314	-0,340	-0,312	-0,315	-0,370	-0,318
Alta tecnologia adquirida	1,100**	1,099**	1,128**	1,097**	1,108**	1,091**	1,116**	1,113**	1,093**	1,097**	1,15**	1,094**
Diversificação no negócio principal	-0,271	-0,298	-0,247	-0,258	-0,268	-0,263	-0,275	-0,275	-0,254	-0,268	-0,230	-0,264
Diversificação geral	0,045	0,030	-0,004	0,041	0,036	0,005	0,049	0,038	0,018	0,045	-0,016	0,045
Anunciada em 2008	0,325	0,337	0,329	0,315	0,327	0,329	0,333	0,334	0,326	0,317	0,328	0,312
Anunciada em 2009	-0,145	-0,137	-0,121	-0,149	-0,132	-0,132	-0,130	-0,146	-0,148	-0,158	-0,106	-0,165
Anunciada em 2010	0,039	0,056	0,067	0,044	0,031	0,043	0,052	0,055	0,059	0,038	0,093	0,039
Anunciada em 2011	-0,347	-0,319	-0,307	-0,359	-0,354	-0,358	-0,352	-0,321	-0,340	-0,347	-0,309	-0,349
Experiência com aquisições (1985-2007)	0,007	0,005	-0,007	0,000	0,013	0,026	0,003	0,012	0,020	0,005	-0,006	0,003
Econômica		0,009									-0,001	
Financeira			0,053**								0,047	
Política				0,000							0,000	
Administrativa					0,008						0,010	
Cultural						0,189					-0,043	
Demográfica							0,010				0,003	
Conhecimento								0,010			0,012	
Conexão Global									0,110		0,008	
Geográfica										0,000	0,000	
Distância institucional total												0,000
Casos em análise	770	770	770	770	770	770	770	770	770	770	770	770
R ²	0,08	0,082	0,088	0,082	0,081	0,084	0,081	0,083	0,085	0,081	0,094	0,081
Chi-quadrado	64,474***	65,550***	70,729***	66,060***	65,371***	67,595***	65,251***	66,324***	68,349***	64,678***	75,727***	65,088***

*p<0,05, **p<0,01, ***p<0,001

Para analisar a variável tempo decorrido entre anúncio e concretização (ou abandono), utilizamos uma regressão linear, dado que a variável tempo é mensurada em dias decorridos entre o anúncio da aquisição e a sua concretização ou abandono. Esta técnica procura a relação funcional entre variáveis X e Y, procurando o mínimo de erro possível. A regressão linear é representada pela fórmula: $y = \alpha + \beta \cdot x + e$, onde: y é a variável dependente; α = é a constante, x é a variável explicativa (independente) e, e são os fatores residuais, efeito aleatório, passíveis de erros de medição.

Apresentamos para o variável tempo, 12 modelos que consistem em analisar sequencialmente as variáveis de controle. As variáveis independentes, o conjunto de todas as variáveis e por último a distância institucional total. Os resultados referem-se aos testes das hipóteses 1c a 10c. A tabela 17 apresenta os resultados. Estes resultados não permitem verificar qualquer das hipóteses formuladas. Portanto, para variável dependente tempo, contrário ao que argumenta a literatura não ocorreu um lapso de tempo maior que representaria uma relação positiva entre as variáveis independentes propostas. Mesmo quando propomos a análise do conjunto de todas as distâncias juntas, os resultados se apresentaram inalterados.

Portanto firmamos, com os resultados estatísticos apresentados, que as hipóteses distância institucional (H2c), distância econômica (H2c), distância financeira (H3c), distância política (H4c), distância administrativa (H5c), distância cultural (H6c), distância demográfica (H7c), distância conhecimento (H8c), distância conexão global (H9c), distância geográfica (H10c), não foram confirmadas. E para o modelo 11 que testou também a possibilidade das distâncias juntas refletir em algum resultado que confirmassem nossas hipóteses, não promoveu resultados significativos. Em particular, podemos inferir que os resultados no ambiente institucional brasileiro não apresentam semelhanças a outros ambientes institucionais, por particularidades não identificadas neste estudo. No entanto algo reflete nas aquisições estrangeiras realizadas no Brasil. Pois, nesta variável o número de casos que são anunciados e concretizados, praticamente ao mesmo tempo, representam 70,3% do total. Ou ainda, em virtude da grande variedade que passa um país emergente em meio às crises globais econômicas que ocorreram no período de análise. Ou, em singular as políticas governamentais quanto às aquisições estrangeiras no Brasil. É possível que uma análise futura apenas incluísse os casos em que não há simultaneidade entre anúncio e realização permita aferir as relações propostas.

Tabela 17. Regressão linear para variável dependente tempo

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10	Modelo 11	Modelo 12
Tamanho adquirente	-3,866	-3,490	-4,038	-4,161	-3,909	-3,671	-3,638	-3,274	-3,553	-3,787	-3,671	-3,881
Indústria	-110,072	-105,930	-112,122	-110,559	-110,866	-115,226	-108,190	-111,533	-115,360	-109,827	-119,411	-110,112
Recursos naturais	116,489	116,928	116,277	117,887	116,270	116,705	116,439	107,843	114,839	117,523	112,829	116,382
Serviços	-140,748	-138,325	-139,269	-140,048	-141,313	-145,846	-138,148	-145,184	-144,526	-140,591	-149,572	-140,756
Comércio	-88,894	-86,393	-93,862	-88,718	-89,291	-97,836	-87,631	-93,511	-95,137	-89,335	-104,670	-88,835
Outros	-293,168	-300,843	-303,266	-289,363	-294,077	-301,657	-287,659	-306,754	-290,180	-291,016	-285,995	-293,376
Alta tecnologia adquirente	19,412	20,536	22,137	19,439	19,718	21,611	19,455	23,497	18,928	19,103	25,768	19,451
Alta tecnologia adquirida	-96,207	-95,903	-97,812	-95,906	-96,036	-94,734	-97,057	-97,932	-95,475	-96,345	-98,009	-96,184
Diversificação no negócio principal	14,076	17,445	12,420	13,366	14,211	13,716	14,451	15,017	13,033	14,251	13,567	14,042
Diversificação geral	13,345	15,749	15,732	13,519	12,998	17,560	13,166	14,680	15,392	13,334	15,531	13,349
Anunciada em 2008	258,606***	256,130***	257,941***	259,057***	258,644***	257,944***	258,238***	257,122***	258,740***	258,302***	256,194***	258,652***
Anunciada em 2009	302,498***	300,519***	300,390***	302,805***	302,792***	301,129***	301,797***	302,032***	303,744***	301,983***	301,376***	302,569***
Anunciada em 2010	165,060***	161,780***	163,101***	164,864***	164,887***	164,240***	164,293***	161,985***	162,447***	165,061***	157,078***	165,057***
Anunciada em 2011	106,412*	102,183*	103,480*	106,844*	106,2641*	107,274*	106,746*	102,790*	105,814*	106,547*	102,268*	106,403*
Experiência com aquisições (1985-2007)	3,957	3,662	4,752	4,334	4,104	1,943	4,195	2,849	2,444	3,898	3,127	3,971
Econômica		-1,292									0,172	
Financeira			-3,090								0,263	
Política				0,004							0,022	
Administrativa					0,186						0,753	
Cultural						-19,543					0,815	
Demográfica							-0,589				0,154	
Conhecimento								-1,450			-2,880	
Conexão Global									-9,836		-3,932	
Geográfica										-0,001	-0,005	
Distância institucional total												0,001
Casos em análise	770	770	770	770	770	770	770	770	770	770	770	770
R ²	0,150	0,151	0,151	0,150	0,150	0,151	0,150	0,151	0,151	0,150	0,154	0,150

*p<0,05, **p<0,01, ***p<0,001

Na tabela 18, apresentamos a matriz de correlação, para variável dependente grau de propriedade adquirido, com os 736 casos. A diferença entre o número de casos, neste modelo, dá-se pelo fato, que a base de dados não contempla, em 34 casos, os percentuais negociados. Para esta análise as correlações também não apresentam valores tão elevados que possam identificar problemas de multicolinearidade. Os testes de colinearidade (especificamente o *variance inflation fator*) não identificam multicolinearidade.

Tabela 18. Correlação variável para grau de propriedade adquirido (N=736)

Variáveis	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	
1 Aquisição parcial	1																										
2 Tamanho adquirente	-.021	1																									
3 Indústria	-.157**	.140**	1																								
4 Recursos naturais	.153**	-.073*	-.417**	1																							
5 Serviços	.025	-.068	-.528**	-.349**	1																						
6 Comércio	-.014	-.004	-.214**	-.141**	-.179**	1																					
7 Outros	-.037	-.012	-.041	-.027	-.034	-.014	1																				
8 Alta tecnologia adquirente	-.058	.091*	.041	-.271**	.198**	.008	-.030	1																			
9 Alta tecnologia adquirida	-.033	-.037	.058	-.254**	.225**	-.064	-.025	.650**	1																		
10 Diversificação no negócio principal	.081*	.092*	-.164**	-.033	-.017	.233**	.093**	-.011	-.014	1																	
11 Diversificação geral	.070	.058	-.051	.059	-.075*	.008	.072*	-.104**	-.123**	.404**	1																
12 Anunciada em 2008	.033	.011	.058	.062	-.089*	-.034	-.024	-.108**	-.092*	.051	.044	1															
13 Anunciada em 2009	.008	-.023	.025	.068	-.069	-.024	-.021	.001	-.013	-.045	-.004	-.196**	1														
14 Anunciada em 2010	.042	.028	-.159**	.117**	.018	.017	.100**	.026	.025	-.004	.003	-.241**	-.211**	1													
15 Anunciada em 2011	.029	-.033	.051	-.085*	.036	.000	-.028	.031	.010	.050	.045	-.260**	-.227**	-.279**	1												
16 Experiência com aquisições (1985-2007)	.036	.122**	-.105**	-.055	.148**	.000	-.017	.084*	.054	-.013	.077*	.037	-.076*	.060	.048	1											
17 Econômica	-.048	.139**	.094**	-.108**	-.016	.025	-.028	.060	.040	.123**	.101**	.003	.006	-.054	-.059	-.027	1										
18 Financeira	-.058	-.039	-.087*	.010	.130**	-.091*	-.039	.060	.024	-.041	.055	.023	-.025	-.005	-.049	.112**	.279**	1									
19 Política	.028	.204**	.133**	-.096**	-.068	.021	-.022	.016	-.014	.054	.004	-.016	-.008	.009	-.023	-.086*	.396**	-.004	1								
20 Administrativa	.053	.073*	.095**	-.051	-.036	-.021	.018	-.066	-.060	-.003	.056	-.004	-.052	.011	.032	-.091*	.098**	-.199**	.068	1							
21 Cultural	-.086*	.020	-.019	.117**	-.054	-.078*	-.007	.021	.014	.039	.106**	-.012	-.004	-.006	.021	-.170**	.452**	.434**	.115**	.160**	1						
22 Demográfica	.013	.209**	.063	-.200**	.127**	-.007	.036	.044	-.003	.031	-.003	-.015	-.065	-.066	.082*	.113**	-.059	-.079*	-.203**	.195**	.036	1					
23 Conhecimento	-.084*	.152**	.150**	-.157**	-.028	.001	-.028	.105**	.041	.041	.029	.000	.031	-.061	-.048	-.085*	.693**	.383**	.587**	.055	.489**	-.115**	1				
24 Conexão Global	-.042	.043	-.026	.076*	-.025	-.046	.018	-.033	-.027	.012	.053	.015	.056	-.055	-.022	-.137**	.424**	.396**	.091*	.323**	.668**	-.030	.431**	1			
25 Geográfica	.127**	.140**	-.027	.187**	-.087*	-.093**	.054	-.120**	-.114**	.030	.038	-.023	-.075**	.045	.042	-.044	.050	-.201**	.257**	.330**	.135**	.329**	-.093*	.125**	1		
26 Distância institucional total	.117**	.191**	.025	.124**	-.098**	-.072*	.038	-.096**	-.102**	.045	.034	-.025	-.067	.041	.028	-.067	.186**	-.170**	.568**	.308**	.159**	.212**	.130**	.143**	.941**	1	

** A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

* A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

Na tabela 19 mostram-se os resultados da regressão logística para a variável dependente, grau de propriedade adquirida. Como anteriormente, apresentamos 12 modelos. No modelo 1 incluem-se apenas as variáveis de controle. Nos modelos 2 ao 10, adicionamos, separadamente, cada uma das variáveis independentes - as dimensões de distância institucional. O modelo 11 inclui todas as variáveis independentes. O modelo 12 inclui a distância institucional total.

A hipótese 1b (H1b) define que a distância institucional está negativamente relacionada com o grau de propriedade adquirido nas aquisições internacionais, de modo que quanto maior a distância, menor a probabilidade por fazer uma aquisição total, foi confirmado pelos testes estatísticos nessa amostra. São apresentadas no modelo 12. Os resultados também confirmam que a distância financeira (H3b) está negativamente relacionada ao grau de propriedade adquirido, confirmando a hipótese. Houve também confirmação para as distâncias cultural (H6b) e geográfica (H10b). As restantes hipóteses sobre um potencial impacto no grau de propriedade adquirido da distância econômica (H2b), distância política (H4b), distância administrativa (H5b), distância demográfica (H7b), distância de conhecimento (H8b) e distância conexão global (H9b), não se confirmaram nesta amostra. Da mesma forma, que na variável dependente concretizada, apresentamos o modelo 11 que procurou observar a relação das variáveis independentes todas juntas e resultou em uma relação com a distância cultural em significância com o grau de propriedade adquirido. Assim, encontramos evidência para o impacto de algumas dimensões institucionais na participação acionária.

Tabela 19. Regressão logística para variável dependente grau de propriedade adquirido

Variáveis	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10	Modelo 11	Modelo 12
Tamanho adquirente	-0,001	0,001	-0,003	-0,008	-0,003	0,003	-0,006	0,004	0,002	-0,011	-0,017	-0,014
Indústria	-0,878	-0,859	-0,922	-0,878	-0,934	-1,006	-0,913	-0,893	-0,934	-0,879	-1,137	-0,879
Recursos naturais	0,072	0,073	0,059	0,118	0,066	0,041	0,081	0,013	0,048	-0,011	0,014	0,030
Serviços	-0,342	-0,332	-0,339	-0,310	-0,375	-0,469	-0,393	-0,376	-0,385	-0,323	-0,560	-0,303
Comércio	-0,620	-0,614	-0,708	-0,597	-0,643	-0,817	-0,644	-0,669	-0,689	-0,534	-0,828	-0,527
Outros	-21,325	-21,366	-21,458	-21,233	-21,378	-21,500	-21,433	-21,415	-21,314	-21,555	-21,701	-21,468
Alta tecnologia adquirente	-0,233	-0,229	-0,198	-0,228	-0,211	-0,209	-0,237	-0,211	-0,237	-0,186	-0,152	-0,190
Alta tecnologia adquirida	0,193	0,196	0,167	0,198	0,204	0,224	0,211	0,183	0,200	0,208	0,289	0,210
Diversificação no negócio principal	0,282	0,301	0,264	0,272	0,293	0,286	0,275	0,291	0,278	0,265	0,271	0,260
Diversificação geral	0,123	0,135	0,148	0,130	0,097	0,184	0,122	0,130	0,140	0,120	0,171	0,123
Anunciada em 2008	0,495	0,484	0,489	0,513	0,496	0,511	0,499	0,487	0,506	0,537*	0,580*	0,543*
Anunciada em 2009	0,403	0,396	0,385	0,415	0,423	0,409	0,416	0,405	0,422	0,468	0,516	0,468
Anunciada em 2010	0,446	0,428	0,422	0,449	0,433	0,450	0,457	0,424	0,432	0,446	0,469	0,449
Anunciada em 2011	0,513*	0,493*	0,486	0,528*	0,499*	0,555*	0,503*	0,494*	0,518*	0,500*	0,573*	0,511*
Experiência com aquisições (1985-2007)	0,027	0,026	0,038	0,035	0,037	-0,003	0,022	0,021	0,016	0,035	-0,001	0,039
Economica		-0,007									0,004	
Financeira			-0,038*								0,015	
Política				0,000							0,000	
Administrativa					0,012						0,011	
Cultural						-0,299**					-0,400**	
Demografica							0,012				0,012	
Conhecimento								-0,010			-0,005	
Conexão Global									-0,078		0,003	
Geografica										0,000**	0,000	
Distância institucional total												0,001**
Casos em análise	736	736	736	736	736	736	736	736	736	736	736	736
R ²	0,052	0,053	0,057	0,055	0,057	0,064	0,054	0,055	0,055	0,063	0,084	0,064
Chi-quadrado	39,377***	40,102***	43,388***	41,934***	42,976***	49,001***	40,779***	41,283***	41,802***	48,049***	64,272***	48,529***

*p<0,05, **p<0,01, ***p<0,001

6. DISCUSSÃO

Neste estudo analisamos a influência da distância institucional em três dimensões nas operações de aquisições internacionais que se poderiam configurar como respostas estratégicas ao nível de incerteza e complexidade envolvida nos negócios. Designamos estas como respostas estratégicas e definimos as três dimensões de resposta: a concretização, o grau de propriedade adquirido e o tempo para concretizar as aquisições. A delimitação da pesquisa envolveu identificar aquisições de apenas empresas brasileiras por multinacionais estrangeiras. Deste modo é possível manter invariante o mercado receptor dos investimentos estrangeiros enquanto se explorava a realidade brasileira. Este contexto é tão mais importante quando se consideram relatórios recentes que apontam para a dificuldade de atrair investimento estrangeiro para o Brasil. Previsivelmente, pelo menos em parte, as dificuldades emergem de diferenças e idiosincrasias nacionais que importa conhecer.

A pesquisa envolveu ainda, primeiramente, delimitar um conjunto de dimensões institucionais que captam as diferenças entre os países. Para este efeito usamos o trabalho de Berry et al. (2010) por este apresentar um conjunto extenso de indicadores, numa taxonomia mais completa e talvez mais abrangente ou detalhada que outras existentes. As dimensões institucionais propostas por Berry et al. - econômica, político, financeira, cultural, administrativa, demográfica, conexões globais, conhecimento e geográfica - perfazem um conjunto de informações que caracterizam um ambiente institucional singular, ou seja, o ambiente institucional de um país específico. Uma vantagem adicional da metodologia de Berry e colegas é que as variáveis para mensurar cada uma das nove dimensões tem origem em fontes secundárias, disponíveis e facilmente acessáveis. Os resultados que identificamos são reveladores de que poucas dimensões institucionais impactam as três dimensões de respostas estratégica selecionadas. Esta é uma surpresa face ao conhecimento acumulado e a estudos anteriores sobre como a complexidade do ambiente pode trazer relativos impactos nos negócios internacionais (MEYER; ROWAN, 1977, HAYWARD, 2002, WOOD JR. ET AL, 2003, DIKOVA, ET AL., 2010). Assim, talvez mais que discutir resultados em específico (embora também o façamos nesta discussão) seja importante discutir quais explicações alternativas poderão sustentar os nossos resultados. Uma primeira observação a este respeito é que o ambiente institucional brasileiro parece realmente diferir de outros países, mas fica menos claro como é que essas diferenças influenciam as três respostas estudadas nas aquisições.

Consideramos, e propusemos, que haveria uma relação positiva entre o tempo que medeia entre o anúncio de interesse numa aquisição e a concretização do negócio. Conceitualmente, esta proposta assentava em que quanto maior a complexidade ambiental – ou as diferenças entre o país investidor e o receptor – maior seria a necessidade de a empresa investidora analisar a aquisição. Eventualmente, em casos mais extremos a aquisição não se concretizaria. Genericamente, os testes estatísticos não confirmaram as hipóteses relacionadas a esta variável dependente. Importa, no entanto, referir que a maioria das aquisições é concretizada no dia em que é anunciada. Isto pressupõe que a empresa investidora analisa primeiro a aquisição extensamente antes de efetivar uma proposta de aquisição. Esta é uma explicação plausível, mas não explica porque as investidoras não seguem o mesmo procedimento de análise prévia nas suas aquisições em outros países. É possível que o mercado dos fatores preconizado em Barney (1986) não funcione eficazmente no Brasil

Partindo do princípio que as empresas estrangeiras precisam ter habilidades e conhecimentos para entrar e operar em um país institucionalmente distante (HAYWARD, 2002, SLANGEN; HENNART, 2008), é relevante observar se as multinacionais investidoras preferem adquirir apenas uma parte ou a totalidade da empresa brasileira alvo. Esta é uma forma de analisar a previsível complexidade e incerteza nas aquisições no Brasil. Os testes estatísticos mostram um impacto significativo de três dimensões, ou distâncias, institucionais: financeira, cultural e geográfica. Obter recursos, financiamentos para manter a empresa saudável, evidencia em negócios internacionais, que as aquisições parciais podem ser mais atraentes quanto não se tem certeza quanto aos aspectos financeiros de um país distante institucionalmente (CAPRON; GUILLÉN, 2009, AGUILERA-CARACUEL, 2012). Também evidencia os testes que a cultura ainda tem uma forte relação negativa e para minimizar esta incerteza as aquisições parciais também são a melhor estratégia (KOGUT; SINGH, 1988; MOROSINI ET AL., 1998). A dimensão geográfica previsivelmente pondera a facilidade de controlar e coordenar subsidiárias mais distantes. Esta dimensão de resposta estratégica das multinacionais investidoras pode ser especialmente relevante porque, no seguimento da literatura existente, as investidoras preferem formas colaborativas quando entram em mercados mais opacos ou com os quais estão menos familiarizadas. Ainda assim, não é de ignorar a proposta de Ferreira (2005) que as aquisições parciais são a melhor forma de promover a aprendizagem. Nestes casos podemos, por exemplo, sugerir que as multinacionais estrangeiras pretendem aprender a operar em economias emergentes ou em economias

institucionalmente menos desenvolvidas. Este aprendizado poderá, depois, ser alavancado para outras geografias.

Uma dúvida que permanece, possivelmente alimentando pesquisa futura adicional, é porque tantos anúncios de aquisições não são levados à concretização. Na nossa amostra notamos que das 770 observações de anúncios de aquisições estrangeiras no Brasil, no período de 2008 a 2012, 188 (24,4%) não são concretizadas ou estão pendentes. Estes valores estão em consonância com o estudo de Dikova et al. (2010) que afirmaram que cerca de 25% das aquisições são abandonadas. Esta evidência empírica é relevante, e pode significar casos em que as empresas investidoras não conseguem ultrapassar as barreiras das incertezas institucionais vigentes. Mas, não é de descurar que muitas outras empresas respondam a esta incerteza com a concretização de apenas aquisições parciais.

As maiores evidências deste estudo recaíram sobre o grau de propriedade adquirido, que parece afirmar a questão da aprendizagem (DATTA ET AL, 1991; VERMEULEN; BARKEMA, 2001; GATES; VERY, 2002; HAYWARD, 2002; ZOU; GHOURI, 2008). E, afirmam que as incertezas quanto ao ambiente perfazem a opção estratégica por adquirir parte do capital da empresa alvo no Brasil, confirmando o que a literatura define (HOFFMANN; SCHAPER-RINKEL, 2001; JAKOBSEN; MEYER, 2008; SLANGEN; HENNART, 2008). As aquisições parciais podem expressar entre os fatores mencionados a captura também de recursos (DYER ET AL., 2004; FERREIRA, 2005) e um reflexo da análise de fatores exógenos (CHEN, 2008), principalmente pelas dimensões financeira, cultural e geográfica, confirmado pelos resultados analíticos dos dados. Observa-se ainda, pelo estudo que as aquisições totais, embora representem em números a opção mais procurada, não resulta estatisticamente a melhor opção estratégica procurada por EMNs. Reforçando que os estudos empíricos promovem a análise adequada e a interpretação de dados que numericamente parecem melhores e não o são.

Diferentemente do que se esperava, o lapso de tempo encontrado entre a data de anúncio da aquisição e a sua concretização, em dias, não refletiu o que defendem os autores (MOROSINI ET AL., 1998; DIKOVA ET AL., 2010), em particular ao Brasil. Quanto a este termo, identificamos que ocorrem muitos casos em que as aquisições são anunciadas e fechadas praticamente ao mesmo tempo, na ordem de 70,3% dos casos anunciados. Isto em parte pode ser reflexo de outras estratégias não evidenciadas neste estudo (por exemplo, sigilos de negócios). E ainda aos dados estatísticos analisados não obtivemos resultados que

confirmem a influência do ambiente institucional no maior ou menor tempo para concretizar ou abandonar o negócio internacional proposto. Talvez pelo que verificamos com a pesquisa em relação às aquisições anunciadas e concretizada praticamente ao mesmo tempo, ou às estratégias diferenciadas quanto ao Brasil, país emergente, políticas públicas diferenciadas para aquisições estrangeiras no país (TORAL, 2008), fatores estes que não foram testados neste estudo. Mas que podem ser opções dentro de questões organizacionais, econômicos ou estratégicos (ver, TODEVA; KNOKE, 2005).

Outra informação que vale destacar é o número de países envolvidos neste período, 2008 a 2012, em aquisições estrangeiras no Brasil. A pesquisa apontou que empresas de 38 países procuraram o Brasil para seus investimentos internacionais. Os principais países investidores foram EUA, Canadá, França, Inglaterra, entre outras. Este padrão de investidores mostra que, contrariamente ao que se anuncia, o investimento estrangeiro ainda flui essencialmente de norte para sul – ou de países mais desenvolvidos para países menos desenvolvidos. Seria interessante entender em maior profundidade os investimentos estrangeiros no Brasil para, inclusivamente, entender o potencial gerador de *spillovers* positivos e de riqueza.

Os dados e as análises realizadas mostraram que embora seja comumente apregoado o potencial de aprendizagem nos investimentos estrangeiros, as aquisições no Brasil mostram pouco potencial de aprendizagem ao nível do negócio. A evidência para esta afirmação está no baixo grau de diversificação entre empresas adquirentes e adquiridas. Na maioria das vezes as aquisições são no mesmo setor de atividade. Assim, o potencial de aprendizagem fica mais limitado a aprendizado geográfico – por exemplo, como operar nos mercados emergentes, como oferecer às classes mais baixas. Ainda assim, observando apenas o *core business* – e muitas multinacionais são uma rede de competências em negócios distintos, conseguimos identificar alguma complementaridade. Para a política pública seria relevante entender o que o Brasil consegue oferecer em matéria de novo conhecimento aos investidores estrangeiros.

Por fim, refletindo sobre o ambiente institucional e aquisições estrangeiras no Brasil, podemos concluir, com base nos resultados estatísticos encontrados, que estes surpreenderam e estimulam novas pesquisas. Principalmente porque, no Brasil, o desempenho estatístico dos dados não afirma o que a literatura firmemente posiciona em que grau os estudos são feitos em outros países e ou regiões diferentes (TORAL, 2008; ZOU; GHOURI, 2008; RANI ET AL, 2013).

Primeiramente, analisado se a distância institucional está negativamente relacionada com a concretização das aquisições internacionais evidenciamos que não há efetiva relação negativa entre as variáveis. Estranhamente, este resultado não confirma o que a literatura prega e comentamos em outras seções, em especial quando debruçamos sobre a influência dos fatores exógenos à empresa podem refletir nas estratégias e ações de investimento internacional (OLIVER, 1997; MOROSINI ET AL., 1998; HAYWARD, 2002; CHEN, 2008) e pela teoria institucional (MEYER; ROWAN, 1977; NORTH, 1990; DACIN, 1997). Pondera-se, no entanto que a análise ocorreu em um país emergente, em desenvolvimento, num período pós-crise econômica. Uma das distâncias do ambiente, o financeiro, que confirmou a hipótese quando analisada singularmente cada distância, pode ser a confirmação desta situação.

Quanto à distância institucional estar negativamente relacionada com o grau de propriedade adquirido nas aquisições internacionais, de modo que quanto maior a distância, maior a propensão das aquisições envolverem um interesse parcial, os resultados empíricos mostraram uma relação de confirmação quanto a esta afirmativa. Conforme exposto em outros comentários as aquisições parciais, ainda evidenciam a estratégia internacional que reflete a busca por aprendizagem, compartilhar conhecimentos, absorver recursos, entre outras opções (HOFFMANN; SCHAPER-RNKEL, 2001; JAKOBSEN; MEYER, 2008).

Para a afirmativa em que a distância institucional está negativamente relacionada com o lapso de tempo entre o anúncio e a concretização das aquisições internacionais, de modo que quanto maior a distância, maior será o tempo decorrido entre o anúncio da aquisição e a concretização da transação, promoveu o resultado menos inesperado. Esta evidência leva a uma inferência sobre o estudo de Dikova et al. (2010), quando afirmam que o tempo pode ser resultado da distância entre os ambientes institucionais envolvidos. E para este estudo, não ocorreram evidências empíricas pelas análises estatísticas que as aquisições no Brasil estão relacionadas a demorarem mais ou menos para serem concretizadas, quando em análise à distância institucional brasileira.

6.1. Limitações do estudo

Este estudo conteve o teste de hipóteses com base em dados secundários. Assim, há sempre algumas limitações que são impostas pela informação disponível nas bases de dados utilizadas. Na preparação dos dados realizamos múltiplos testes e confirmamos atentamente os dados de modo a eliminar inconsistências. Ainda assim, há lacunas que emergem de dados

que poderiam ser relevantes para a análise por não estarem disponíveis. Por exemplo, para muitas operações não é absolutamente evidente se uma aquisição parcial não foi já precedida de outra. Também, como notamos, não dispomos de muitos dados relativos às empresas envolvidas. Por exemplo, dados de vendas, de operações em outros países, de tamanho, nem detalhes adicionais sobre as operações. Por outro lado, tentativas de obter informação relativa às motivações para cada uma das aquisições não foi conseguida porque as empresas muitas vezes não divulgam claramente qual a motivação estratégica que preside a cada uma das suas operações. Por fim, há a limitação que apenas usamos aquisições realizadas no Brasil. Todas estas limitações são empíricas e podem ser ultrapassadas em pesquisas futuras, uma vez conseguido um acesso mais livre à base de dados. Para esta pesquisa apenas tivemos acesso aos dados envolvendo empresas brasileiras.

Uma limitação complementar ao estudo sobre aquisições de empresas estrangeiras em um universo grande de dados secundários e a falta de uma análise qualitativa das perspectivas que envolvem realmente os interesses individuais de cada empresa em anunciar e concretizar um investimento internacional, em ambientes com menor ou maior distância institucional. Um estudo futuro poderia averiguar, por exemplo, por meio de entrevistas, quais os motivos para cada uma das aquisições. Neste sentido, em entrevista, seria interessante questionar os gestores como eles ponderaram as diferenças institucionais.

6.2. Sugestões para pesquisa futura

Este estudo levanta dúvidas e questões que são espaço para pesquisa futura. Em primeira análise, seria interessante reforçar este estudo alargando a amostra a empresas de outros países. Por exemplo, estendendo às aquisições realizadas em toda a América do Sul ou, em alternativa, aos BRIC ou economias emergentes. Sendo que a maioria das aquisições internacionais ainda é realizada por multinacionais das economias mais desenvolvidas dos EUA e Europeias pode ser relevante entender como estas multinacionais planejam as suas operações em mercados institucionalmente menos desenvolvidos. Este estudo futuro pode ter implicações teóricas significativas ajudando a desenvolver um melhor entendimento de como as empresas efetivamente atuam face a um ambiente externo que é usualmente considerado como determinístico. É, também, importante para entender os mercados das economias emergentes.

Uma linha de pesquisa distinta seria aprofundar o conhecimento sobre cada uma das facetas da distância institucional. Isto significaria ir em maior profundidade analisar o impacto das dimensões institucionais sobre as aquisições ou sobre os diferentes modos de entrada que as multinacionais utilizam. É de referir que uma possibilidade importante para os resultados deste nosso estudo terem ficado aquém dos revelados em outras pesquisas para países desenvolvidos é que as multinacionais já incorporam os fatores de risco, incerteza e complexidade na escolha do modo de entrada. Assim, quanto maior o risco e incerteza maior será a sua preferência por adotar modos de baixo compromisso de recursos como a exportação, o licenciamento ou as parcerias. Esta é, na realidade, a proposta da escola de Upsala (JOHANSON; VAHLNE, 1977).

Importa ainda reforçar a pesquisa em aquisições internacionais. Ao contrário do que parece ocorrer em outros países, no Brasil verificamos que um grande número de aquisições são anunciadas e realizadas quase simultaneamente. Assim, o tempo que medeia entre o anúncio e a concretização é muito reduzido e em inúmeros casos de apenas um dia. Este pode ser um fenômeno relevante. O que no ambiente institucional, talvez na sua componente legal, determina este comportamento diferenciado no Brasil? Se poderíamos atribuir à função reguladora do CADE parte destas ocorrências, o fato é que todos os países têm agências reguladoras que observam os processos de aquisição.

Numa linha de pesquisa complementar seria relevante entender os efetivos objetivos das multinacionais nas suas aquisições no Brasil. Se, por um lado, como analisamos na revisão da literatura, um dos motivos clássicos para as aquisições é obter poder de mercado ou alargar a sua base comercial; por outro lado, as tendências de pesquisa mais recentes apontam para outro tipo de objetivos ou motivações. Nas motivações mais recentes salientamos a motivação para aprender com as empresas adquiridas e nos mercados receptores. No entanto, na nossa análise das aquisições realizadas no Brasil, pudemos observar que a maioria mostrava um baixo, ou nenhum, grau de diversificação. Isto é evidência de que as aquisições ocorrem dentro do negócio principal das empresas adquirentes. Esta é assim, também, evidência de que o motivo para as expansões por aquisição para o Brasil visam captar mercado e são do tipo exploração, usando a taxonomia proposta por March (1991).

Em uma nova perspectiva é passível também utilizar a distância financeira, como uma distância para geração de políticas públicas. Esta dimensão do ambiente institucional que refletiu em impacto negativo nas aquisições estrangeiras no Brasil, nesta pesquisa, pode ser

analisado a fim se verificar políticas públicas financeiras para as EMNs. Visto que as empresas precisam de recursos financeiros para se estabelecerem no país alvo. Em contrapartida, uma análise dos IDE pode causar em economias emergentes, quando o setor financeiro não oferece suporte para estes investidores estrangeiros, de tal forma que isto impacta na economia do país (ver, por exemplo, Aguilera-Caracuel, 2012).

Particularmente, por uma curiosidade não encontrada durante o curso de coleta de informação desta pesquisa, surge uma pesquisa de interesse para o futuro. Visto que a distância geográfica, que representa fator de impacto, como as empresas estão se preparando para serem *players* internacionais, por meio de aquisições de empresas em países geograficamente distantes. É notório que algumas empresas estão dominando os mercados em países diversos, talvez em breve, grandes monopolizadores de setores globais surjam. Quais serão as políticas públicas “globais” para evitar tal acontecimento. Ou não, devido à soberania de cada país. Uma forma inicial de apontar este fator é identificar empresas globais, quantos países atuam e qual o impacto que tem sobre o PIB daquele país.

Quem de fato faz aquisições de empresas em ambiente conturbado politicamente? Uma visão mascarada das aquisições de empresas são os investidores financeiros. No Brasil, por exemplo, o BNDES tem participado ativamente em aquisições junto com outros investidores. Em alguns casos, participam de licitações de compras de empresas públicas. Portanto, ainda em suposição, as empresas públicas compram a si mesmas. Este fato pode ser estratégia governamental e política de interesses para manter o poder centralizado.

Seguindo o interesse de Dacin (1997), uma proposta é investigar o quanto o contexto gerado por implicações regulatórias pode ter aberturas para debates em aquisições de interesses. Mais uma vez, observando questões políticas e não de desenvolvimento, deixando de lado o que é estabelecido pela teoria institucional, que prioriza a igualdade, isomorfismo, na verdade, neste ponto reside exatamente a distinção.

Por último, uma sugestão de pesquisa futura que está exatamente no cerne deste estudo. O ambiente institucional é compreendido pelos gestores como um conjunto de fatores, distâncias institucionais, que impactam na viabilidade de um negócio dar certo em um país alvo. Pelo verificado e constatado nesta pesquisa, uma, duas ou três, no máximo, das dimensões são reflexos de análises dos gestores da EMNs.

7. CONCLUSÃO

Esta pesquisa permitiu por meio de um estudo empírico analisar o impacto da distância institucional nos investimentos estrangeiros em aquisições no Brasil. Como as empresas reagem quando o ambiente em várias dimensões pode interferir na concretização dos negócios internacionais. Percebemos que a concretização das aquisições anunciadas segue um movimento diferenciado quando é o Brasil. E as aquisições são concretizadas em maior parte quase ao mesmo tempo em que anunciadas, o que pode expressar outras dificuldades inerentes a este país. O ambiente financeiro foi um que representou algo que influencia as ações estratégicas dos gestores.

Outra aprendizagem obtida com esta pesquisa é a confirmação que os ambientes cultural, financeiro e geográfico influenciam no grau de propriedade adquirida. A distância institucional total, envolvendo todas as distâncias, também influenciam se a aquisição pode ser total ou parcial ao investimento estrangeiro no Brasil. Para então concluir as três vertentes deste estudo, o lapso de tempo entre a data de anúncio da aquisição e a data de concretização, não se mostraram evidentes pelos resultados obtidos, logo, o ambiente institucional brasileiro não reflete em preocupação para a elaboração do contrato e a concretização do negócio proposto.

Ressaltamos ainda que este estudo priorizou um tipo de análise ainda pouco pesquisado. São os estudos que antecedem à concretização do negócio internacional, a pesquisa do ambiente institucional envolvendo várias dimensões com relação às aquisições estrangeiras. O presente estudo permitiu a identificação de fatores que podem interferir em maior análise por partes dos gestores das EMNs, tais como o ambiente financeiro impacta na concretização e no grau de propriedade adquirido. E porque os negócios no Brasil se concentram em menor tempo para sua conclusão. Enfim, uma análise do ambiente institucional dos países, em múltiplas dimensões, possa promover relações positivas em negócios internacionais pós-aquisição, ainda não fazem parte das habituais análises dos gestores, quando das estratégias de investimento em particular com o Brasil.

O estudo deixa inúmeras dúvidas sobre como as multinacionais estrangeiras avaliam e atuam no ambiente institucional brasileiro. Estas são certamente possibilidades para desenvolvimentos futuros usando a teoria institucional e especialmente com referência às aquisições internacionais.

As contribuições deste estudo são para teoria institucional, gestão e estratégia dos negócios internacionais. Primeiramente quanto a análise do ambiente externo as empresas. Identificamos que nove dimensões do ambiente externo podem ser analisadas pelos investidores. Permitindo que as estratégias em negócios internacionais das empresas sejam previamente analisadas antes da concretização da aquisição. Em segundo, observando este contexto dentro de aquisições estrangeiras. Explorando as formas de aquisições mediante a análise das dimensões encontradas, eventualmente por determinação dos fatores encontrados responderem as incertezas do ambiente operando com aquisições parciais ao invés de aquisições totais. Em outra vertente, a contribuição recai sobre o processo que antecede a concretização das aquisições de empresas. A preparação antecipada analisando as dimensões do ambiente institucional pode refletir em estratégias mais apropriadas ao desempenho pós-aquisição. Este estudo empírico permite também contribuir para prática dos gestores em negócios internacionais. Algumas informações dos ambientes institucionais identificados podem auxiliar ou dar pistas de como os gestores deve agir estrategicamente em seus investimentos além-fronteira. Entendendo as nove dimensões que estão ligadas ao ambiente institucional, permitiram, em particular antes da concretização, reduzir custos. Com a análise prévia dos fatores externos institucionais que a empresa irá trabalhar em ambientes distintos reduzem as incertezas quanto ao seu investimento e risco.

REFERÊNCIAS

- AGUILERA-CARACUEL, J., ARAGÓN-CORREA, J., HURTADO-TORRES, N.; RUGMAN, A. The effects of institutional distance and headquarters' financial performance on the generation of environmental standards in multinational companies. *Journal of Business Ethics*, v. 105, n. 4, p. 461-474, 2012.
- ANAND, J.; KOGUT, B. Technological capabilities of countries, firm rivalry and foreign direct investment. *Journal of International Business Studies*, v. 28, n. 3, p. 445-465, 1997.
- ANBIMA. Associação Brasileira das Entidades Mercados Financeiro e de Capital. Fusões e Aquisições boletim Anbima. Ano VIII • Nº 19 • Primeiro Semestre de 2013.
- ANDERSON, E.; GATIGNON, H. Modes of foreign entry: A transaction cost analysis and propositions, *Journal of International Business Studies*, v. 17, n. 3, p. 1-26, 1986.
- ARGYRES, N.; LIEBESKIND, J. Contractual commitments, bargaining power, and governance inseparability: Incorporating history into Transaction Cost Theory. *Academy of Management Review*, v. 24, n. 1, p. 49-63, 1999.
- AOUN, S.; VERDI, A.; SATO, G. Dinâmica das fusões e aquisições no investimento direto estrangeiro: Especificidade da indústria de alimentos e bebidas no Brasil, 1996-2006. *Informações Econômicas*, v. 38, n. 3, p. 67-76, 2008.
- AYBAR, B.; FICICI, A. Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals. *Journal of International Business Studies*, v.40, n.8, p. 1317-1338, 2009.
- BANDEIRA DE MELLO, R.; CUNHA, C. *A natureza e a dinâmica das capacidades organizacionais no contexto brasileiro: Uma agenda para pesquisas sobre a vantagem competitiva das empresas brasileiras*. In: Encontro Anual da Associação Nacional de pós-graduação e pesquisa em administração, 25., 2002, Salvador. Anais. Salvador: EnANPAD, 2001. p. 1-16.
- BARKEMA, H. G.; BELL, J.HJ; PENNINGGS, J. M. E. Foreign entry, cultural barriers and learning. *Strategic Management Journal*, v.17, n.2, p. 151-166, 1996.
- BARKEMA, H. G.; VERMEULEN, F. International expansion through start-up or acquisition: A learning perspective. *Academy of Management Journal*, v. 41, n. 1, p. 7-26, 1998.

- BARNEY, J. Strategic factor markets: Expectations, luck, and business strategy. *Management Science*, v.32, n.10, p. 1231-1242, 1986.
- BARNEY, J. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, v. 17, n. 1, p. 99-120, 1991.
- BARTLETT, C.; GHOSHAL, S. Tap your subsidiaries for global reach, *Harvard Business Review*, v. 64, n. 6, p. 87-94, 1986.
- BERRY, H.; GUILLEN, M; ZHOU, N. An institutional approach to cross-national distance, *Journal of International Business Studies*, v. 41, n. 9, p. 1460-1480, 2010.
- BLACK, J.; GREGERSEN, H. The right way to manage expats. *Harvard Business Review*, v.77, n. 2, p. 52-60, 1999.
- BROUTHERS, K. Institutional, cultural and transaction cost influences on entry mode choice and performance, *Journal of International Business Studies*, v. 33, n. 2, p. 203-221, 2002.
- BROUTHERS, K. A retrospective on: Institutional, cultural and transaction cost influences on entry mode choice and performance. *Journal of International Business Studies*, v. 44, n. 1, p. 14-22, 2013.
- BROUTHERS, K.; BROUTHERS, L. Acquisition or greenfield start-up? Institutional, cultural and transaction cost influences. *Strategic Management Journal*, v. 21, n. 1, p. 89-97, 2000.
- CAMPA, J.; GUILLÉN, M. The internalization of exports: Firm- and location-specific factors in a middle-income country. *Management Science*, v.45, n.11, p. 1463–1478, 1999.
- CANTWELL, J.; DUNNING, J.H.; LUNDAN, S.M. An evolutionary approach to understanding international business activity: The co-evolution of MNEs and the institutional environment. *Journal of International Business Studies*, v. 41, n. 4, p. 567-586, 2010.
- CAPRON, L. The long-term performance of horizontal acquisitions. *Strategic Management Journal*. v. 20, n.11, p. 987-1018, 1999.
- CAPRON, L.; MITCHELL, W.; SWAMINATHAN, A. Asset divestiture following horizontal acquisitions in Europe and North America, 1988 -1992. *Strategic Management Journal* . v. 22, n. 9, p. 817-844, 2001.
- CAPRON, L.; PISTRE, N. When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*. v.23, n. 9, p. 781-794, 2002.

- CAPRON, L. ; MITCHELL, W. Where firms change: Internal development versus external capability sourcing in the global telecommunications industry. *European Management Review*. v.1, n.2, p. 157-174, 2004.
- CAPRON, L.; SHEN, J-C. Acquisitions of private vs. public firms: Private information, target selection, and acquirer returns, *Strategic Management Journal*. v. 28, n. 9, p.891-911, 2007.
- CAPRON, L.; GUILLÉN, M. National corporate governance institutions and post-acquisition target reorganization. *Strategic Management Journal*, v. 30, n. 8, p. 803–833, 2009
- CAVUSGIL, S; KNIGHT, G.; RIESENBERGER, J. International business: Strategy, management, and the new realities. Upper Saddle River: Pearson Prentice Hall, 2008.
- CRESWELL, J. *Projeto de Pesquisa: Métodos qualitativos, quantitativos e mistos*. São Paulo , SP: Editora Bookman, 2010.
- CHAPMAN, K. Cross-border mergers/acquisitions: A review and research agenda. *Journal of Economic Geography*, v. 3, n.3, p. 309- 334, 2003.
- CHEN, S. The motives for international acquisitions: Capability procurements, strategic considerations, and the role of ownership structures. *Journal of International Business Studies*, v. 39, n. 3, p. 454-471, 2008.
- CHUEKE, G.; BORINI, F. *Distância institucional e estratégia de entrada das multinacionais Brasileiras no exterior*. XXXVI Encontro da Anpad. Rio de Janeiro/RJ, 2012.
- COLLIS, J.; HUSSEY, R.. *Pesquisa em Administração: Um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação*. 2ª ed. Porto Alegre, RS: Bookman, 2005.
- DACIN, T. Isomorphism in context: The power and prescription of institutional norms, *Academy of Management Journal*, v. 40, n. 1, p. 46-81, 1997.
- DANIEL, S.; CIESLEWICZ, J.; POURJALALI, H. The impact of national economic culture and country-level institutional environment on corporate governance practices. *Management International Review*, v. 52, n. 3, p. 365-394, 2012.
- DATTA, D.; RAJAGOPALAN, N.; RASHEED, A. Diversification and performance: Critical review and future directions. *Journal of Management Studies*, v. 28, n. 5, p. 529-558, 1991.
- DIKOVA, D.; SAHIB, P.; VAN WITTELOOSTUIJN, A. Cross-border acquisition abandonment and completion: The effect of institutional differences and organizational

- learning in the international business service industry, 1981–2001. *Journal of International Business Studies*, v. 41, n. 2, p. 223-245, 2010.
- DIMAGGIO, P.; POWELL, W. The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, v. 48, n. 2, p. 147-160, 1983.
- DYER, J; KALE, P; SINGH, H. When to ally and when to acquire? *Harvard Business Review*, v. 82, n. 7-8, p. 109-115, 2004.
- EISENHARDT, K. Agency, and Institutional, theory explanations: The case of retail sales compensation. *Academy of Management Journal*, v. 31, n. 3, p. 488-511, 1988.
- FERREIRA, M. Building and leveraging knowledge capabilities through cross border acquisitions: The effect of the multination corporation's capabilities and knowledge strategy on the degree of equity ownership, Tese de doutorado não publicada, Universidade de Utah, EUA, 2005.
- FERREIRA, M. Building and leveraging knowledge capabilities through cross-border acquisitions. In: Tallman, Stephen. (Org.). *New Generations in International Strategy*. NY: Edward Elgar Publishing, Ltd., 2007
- FERREIRA, M.; LI, D.; SERRA, F. Adaptation to the International Business Environment: A resource advantage perspective. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 1, p. 11-29, 2008.
- FERREIRA, M.; SERRA, F. Foreign entry modes under institutional pressures: the impact of strategic resource seeking and market seeking strategies. *Revista de Ciências da Administração*, v. 10, n. 22, p. 11-29, 2008.
- FERREIRA, M.; LI, D.; JANG, Y. Foreign entry strategies: Strategic adaptation to the various facets of the institutional environments. *Development and Society*, v. 38, n. 1, p. 27-55, 2009.
- FERREIRA, M.; Li, D.; GUISENGER, S.; SERRA, F. Is the international business environment the actual context for international business research?. *Revista de Administração de Empresas*, v. 49, n. 3, p. 282-294, 2009.
- GALAN, J; GONZALEZ-BENITO, J.; ZUÑIGA-VINCENTE, J. Factors determining the location decisions of Spanish MNEs: An analysis based on the investment development path. *Journal of International Business Studies*, v. 38, n. 6, p. 975-997, 11, 2007.

- GATES, S.; VERY, P. How acquirers measure performance during M&A integration, *Management*, v. VII, n. 26, p. 4-13, 2002.
- GHEMAWAT, P. Distance still matters. *Harvard business review*, v. 79, n. 8, p. 137-147, 2001.
- GROSSE, R.; TREVINO, L. New institutional economics and FDI location in Central and Eastern Europe, *Management International Review*, v. 45, n. 2, p. 123-145, 2005.
- GULER, I.; GUILLÉN, M. Institutions and the internationalization of US venture capital firms. *Journal of International Business Studies*, v. 41, n. 2, p. 185-205, 2010.
- HABIB, M.; ZURAWICKI, L. Corruption and Foreign Direct Investment. *Journal of International Business Studies*, v.33, n.2, p.1-9, 2002.
- HAYWARD, M.; HAMBRICK, D. Explaining the premium paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris, *Administrative Science Quarterly*, v. 42, n. 1, p. 103-127, 1997.
- HAYWARD, M. When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990–1995, *Strategic Management Journal*, v. 23, n. 1, p. 21-39, 2002.
- HARMS, P.; MEULEN, P. Demographic Structure and the Security of Property Rights: The Role of Development and Democracy. *European Journal of Political Economy*, v.29, p. 73-89, 2013.
- HARZING, A. Acquisitions versus greenfield Investments: International strategy and Management of entry modes, *Strategic Management Journal*, v. 23, n. 3, p. 211-227, 2002.
- HAVEMAN, H. Follow the leader: Mimetic isomorphism and entry into new markets. *Administrative Science Quarterly*. v. 38, n. 4, p. 593-627, 1993.
- HAVEMAN, H.A. The demographic metabolism of organizations: Industry dynamics, turnover, and tenure distributions. *Administrative Science Quarterly*, v. 40, n. 4, p. 586, 1995.
- HENNART, J.; REDDY, S. The choice between mergers/acquisitions and joint ventures: The case of Japanese investors in the United States, *Strategic Management Journal*, v. 18, n. 1, p. 1-12,1997.
- HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; CAMP, S. M.; SEXTON, D. L. (2001). Strategic entrepreneurship: entrepreneurial strategies for wealth creation. *Strategic management journal*, v. 22, n. 6-7, p. 479-491, 2001.

- HOFFMANN, W.; SCHAPER-RINKEL, W. Acquire or ally? A strategy framework for deciding between acquisition and cooperation. *Management International Review*, v. 41, n. 2, p. 131-159, 2001.
- HOSMER, D. ; LEMESHOW, S. *Applied Logistic Regression*. John Wiley & Sons, 2004.
- HOFSTEDTE, G. H. *Culture's consequences: International differences in work-related values*. Beverly Hills, CA: Sage, 1980.
- HOFSTEDTE, G. H. *Culture's consequences: Comparing values, behaviors, institutions and organizations across nations*. Sage, 2001.
- HOFSTEDTE, G. H. Dimensionalizing cultures: The Hofstede model in context. *Online readings in psychology and culture*, v. 2, n. 1, p. 8, 2011.
- IYER, D.; MILLER, K. Performance feedback, slack, and the timing of acquisitions. *Academy of Management Journal*, v. 51, n. 4, p. 808-822, 2008.
- JOHANSON, J.; VAHLNE, J-E. The internationalization process of the firm: A model of knowledge development and increasing foreign market commitments. *Journal of International Business Studies*, v. 8, n. 1, p. 23-32, 1977.
- JOHANSON, J. WIEDERSHEIM-PAUL, F., "The Internationalization of the Firm – Four Swedish Cases", *Journal of Management Studies*, v.12, n. 3, p. 305-22, 1975.
- JAKOBSEN, K.; MEYER, K. Partial acquisition: The overlooked entry mode. *Foreign Direct Investment, Location and Competitiveness*, v. 2, p. 203-226, 2008.
- KRISHNAN, H.; HITT, M.; PARK, D. Acquisition premiums, subsequent workforce reductions, and post-acquisition performance. *Journal of Management Studies*, v. 44, n. 5, p. 709-732, 2007.
- KARUNARATNE, N. The globalization-deglobalization policy conundrum. *Modern Economy*, v. 3, n. 4, p. 373-383, 2012.
- KOGUT, B.; SINGH, H. The effect of national culture on the choice of entry mode. *Journal of International Business Studies*, v. 19, n. 3, p. 411-432, 1988.
- KOSTOVA, T. *Success of the transnational transfer of organizational practices within multinational corporations*. Unpublished doctoral dissertation, University of Minnesota, Minneapolis, 1996.
- KOSTOVA, T. Transnational transfer of strategic organizational practices: A contextual perspective. *Academy of Management Review*, v. 24, n. 2, p. 308-324, 1999.

- KOSTOVA, T.; ZAHEER, S. Organizational legitimacy under conditions of complexity: The case of the multinational enterprise. *Academy of Management Review*, v. 24, n. 1, p. 64-81, 1999.
- KOSTOVA, T.; ROTH, K.; DACIN, M. T. Institutional theory in the study of multinational corporations: A critique and new directions. *Academy of Management Review*, v. 33, n. 4, p. 994-1006, 2008.
- KWOK, C.; TADESSE, S. National culture and financial systems. *Journal of International Business Studies*, v. 37, n. 2, p. 227-247, 2006.
- LI, D. ; FERREIRA, M. Institutional environment and firms' sources of financial capital in Central and Eastern Europe. *Journal of Business Research*, v. 64, n. 4, p. 371-376, 2011
- MARCH, J. Exploration and exploitation in organizational learning. *Organization science*, v. 2, n. 1, p. 71-87, 1991.
- MEIER, O.; SAULQUIN, J.; SCHIER, G. Medium sized high tech international acquisitions: A longitudinal perspective (1990-2011). *International Business Research*, v. 5, n. 6, p. 94-104, 2012.
- MEYER, J.; ROWAN, B. Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. *American Journal of Sociology*, v. 83, n. 2, p. 340-363, 1977.
- MOROSINI, P.; SHANE, S.; SINGH, H. National cultural distance and cross-border acquisition performance. *Journal of International Business Studies*, v. 29, n. 1, p. 137-158, 1998.
- NEWBURRY, W.; YAKOVA, N. Standardization preferences: A function of national culture, work interdependence and local embeddedness. *Journal of International Business Studies*, v. 37, n. 1, p. 44-60, 2006.
- NORTH, D. *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge University Press, 1990.
- NOORDERHAVEN, N.; HARZING, A. The country-of-origin effect in multinational corporations: Sources, mechanisms and moderating conditions. *Management International Review*, v. 43, n. 2, p. 47-66, 2003.
- OLIVER, C. Strategic responses to institutional processes. *Academy of management review*, v. 16, n. 1, p. 145-179, 1991.
- OLIVER, C. Sustainable competitive advantage: Combining institutional and resource-based views. *Strategic Management Journal*, v.18, n 9, p. 697-713, 1997.

- OXLEY, J. E.; YEUNG, B. E-commerce readiness: institutional environment and international competitiveness. *Journal of International Business Studies*, p. 705-723, 2001.
- PENG, M. Towards an institution-based view of business strategy. *Asia Pacific Journal of Management*, v. 19, n. 2-3, p. 251-267, 2002.
- PENG, M. Institutional transitions and strategic choices. *Academy of Management Review*, v. 28, n. 2, p. 275-296, 2003.
- PENG, M. *et al.* The institution-based view as a third leg for a strategy tripod. *Academy of Management Perspectives*, v. 23, n. 3, p. 63-81, 2009.
- PENG, M.; WANG, D.; JIANG, Y. An institution-based view of international business strategy: a focus on emerging economies. *Journal of International Business Studies*, v. 39, n. 5, p. 920-936, 2008.
- PORTER, M. What's strategy? *Harvard Business Review*, v.74, n.6, p.61-78, 1996.
- PORTER, M.; STERN, Scott. Location matters. *Sloan Management Review*, v. 42, n. 4, p. 28-36, 2001.
- PWC. Fusões e aquisições no Brasil, dezembro, 2013. Disponível em <<http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/fusoes-aquisicoes/fusoes-aquisicoes-dezembro-2013.pdf>>, acesso 03/2014.
- PWC. Fusões e aquisições no Brasil, julho, 2014. Disponível em <<http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/fusoes-aquisicoes/highlights-julho-2014.pd>>, acesso 08/2014.
- RANI, N.; YADAV, S.S.; JAIN, P. K. Post-M&A operating performance of indian acquiring firms: A Du Pont analysis. *International Journal of Economics and Finance*, v. 5, n. 8, p.65, 2013.
- REDAELLI, E. *Isomorfismo como vantagem competitiva: Um estudo de caso numa rede de distribuidores*. XIV Simpósio de Administração da Produção, Logística e Operações Internacionais, v. 01/2011, p. 1-15, 2011.
- ROOT, F. *Entry strategies for international markets*. New York: Lexington books, 1994.
- SALOMON, R.; WU, Z. Institutional distance and local isomorphism strategy. *Journal of International Business Studies*, v. 43, n. 4, p. 343-367, 2012.

- SARALA, R.; VAARA, E. Cultural differences, convergence, and crossvergence as explanations of knowledge transfer in international acquisitions. *Journal of International Business Studies*, v. 41, n. 8, p. 1365-1390, 2010.
- SELZNICK, P. Foundations of the theory of organization. *American Sociological Review*, v. 13, n 1, p. 2535, 1948.
- SERRA, F. ; FERREIRA, M.; ALMEIDA, M. ; VANZ, S. A pesquisa em administração estratégica nos primeiros anos do século XXI: Um estudo bibliométrico de citação e cocitação no Strategic Management Journal entre 2001 e 2007. *Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios*, v. 5, p. 257-274, 2012
- SETHI, D.; GUISSINGER, S. Liability of foreignness to competitive advantage: How multinational enterprises cope with the international business environment. *Journal of International Management*, v. 8, n. 3, p. 223-240, 2002.
- SIEW, I.; LEE, J.; SOUTAR, G. Are Hofstede's and Schwartz's value frameworks congruent? *International Marketing Review*, v. 24, n. 2, p. 164-180, 2007.
- SCHRIBER, S. Weakened agents of strategic change: Negative effects of M&A processes on integration managers. *International Journal of Business and Management*, v. 7, n. 12, p. 159-172, 2012.
- SLANGEN, A.; HENNART, J. Do multinationals really prefer to enter culturally distant countries through greenfields rather than through acquisitions? The role of parent experience and subsidiary autonomy. *Journal of International Business Studies*, v. 39, n. 3, p. 472-490, 2008.
- SCOTT, W. R. *Institutions and organizations*. London: Sage, 1995.
- STAHL, G.; VOIGT, A. Do cultural differences matter in mergers and acquisitions? A tentative model and examination, *Organization Science*, v. 19, n. 1, p. 160-176, 2008.
- SUN, J.; XU, B. A study on transnational enterprise faces cultural difference and trans-culture management under economic globalization background. *Cross-Cultural Communication*, v. 6, n. 2, p. 48-56, 2010.
- TIHANYI, L.; GRIFFITH, D.; RUSSELL, C. The effect of cultural distance on entry mode choice, international diversification, and MNE performance: A meta-analysis. *Journal of International Business Studies*, v. 36, n. 3, p. 270-283, 2005.
- TODEVA, E.; KNOKE, D. Strategic alliances and models of collaboration. *Management Decision*, v. 43, n. 1, p. 123-148, 2005.

- TOLBERT, P.; ZUCKER, L. Institutional sources of change in the formal structure of organizations: The diffusion of civil service reform, 1880-1935. *Administrative Science Quarterly*, v. 28, n. 1, p. 22-39, 1983.
- TORAL, P. The foreign direct investments of Spanish multinational enterprises in Latin America, 1989-2005. *Journal of Latin American Studies*, v. 40, n. 3, p. 513-544, 2008.
- TOWN, R.; WHOLEY, D.; FELDMAN, R.; BUNS, L. Hospital consolidation and racial/income disparities in health insurance coverage. *Health affairs*, v. 26, n. 4, p. 1170-80, 2007.
- TRINCHES, D. Fusões, aquisições e outras formas de associação entre empresas no Brasil. *Revista de Administração*, v. 31, n. 1, p. 14-31, 1996.
- TUCH, C.; O' SULLIVAN, N. The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence. *International Journal of Management Reviews*, v. 9, n. 2, p. 141-170, 2007.
- TUNG, R. Career issues in international assignments. *The Academy of Management Executive*, v.2, n. 3, p. 241-244, 1988.
- TUNG, R. American expatriates abroad: from neophytes to cosmopolitans. *Journal of World Business*, v. 33, n.2, p. 125-144, 1998.
- UNCTAD, World Investment Report online database, http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2014_en.pdf, acesso 08/2014.
- VENAIK, S.; BREWER, P. Avoiding uncertainty in Hofstede and GLOBE. *Journal of International Business Studies*, v. 41, n. 8, p. 1294-1315, 2010.
- VERMEULEN, F.; BARKEMA, H. Learning through acquisitions. *Academy of Management Journal*, v. 44, n.3, p. 457-476, 2001.
- YU, C.; LIAO, T. The impact of governance mechanisms on transaction-specific investments in supplier-manufacturer relationships: A comparison of local and foreign manufacturers. *Management International Review*, v. 48, n. 1, p. 95-114, 2008.
- WILLIAM, J. Why do some mergers & acquisitions (M&A) leads fail? Becoming knowledgeable about M&A through academic and practitioner inputs. *International Journal of Management Research and Reviews*, v. 3, n. 2, p. 2384-2392, 2013.
- WILLIAMSON, O. The economics of organization: The transaction cost approach. *American Journal of Sociology*, v. 87, n. 3, p. 548-577, 1981.
- WOOD JR, T.; VASCONCELOS, F.; CALDAS, M. Fusões e aquisições no Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, v. 43, p. 41-45, 2003.

ZOU, H.; GHOURI, P.N. Learning through International Acquisitions: The Process of Knowledge Acquisition in China. *Management International Review*, v. 48, n. 2, p. 207-226, 2008.

ZUCKER, L. Institutional theories of organization. *Annual Review of Sociology*, v. 13, p. 443-464, 1987.