

UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ECONOMIA
PROGRAMA DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

JULIETE DOMINGOS ROSA BUENO

**ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA EXPERIÊNCIA E DO DESEMPENHO SOBRE A
DECISÃO DE ADQUIRIR NOVAMENTE**

GOIÂNIA
2018.

**TERMO DE CIÊNCIA E DE AUTORIZAÇÃO PARA DISPONIBILIZAR
VERSÕES ELETRÔNICAS DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO DE
GRADUAÇÃO NO REPOSITÓRIO INSTITUCIONAL DA UFG**

Na qualidade de titular dos direitos de autor, autorizo a Universidade Federal de Goiás (UFG) a disponibilizar, gratuitamente, por meio do Repositório Institucional (RI/UFG), regulamentado pela Resolução CEPEC nº 1.204/2014, sem ressarcimento dos direitos autorais, de acordo com a Lei nº 9.610/98, o documento conforme permissões assinaladas abaixo, para fins de leitura, impressão e/ou *download*, a título de divulgação da produção científica brasileira, a partir desta data.

1. Identificação do Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação (TCCG):

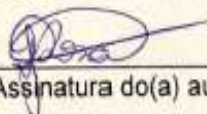
Nome completo do autor: JULIETE DOMINGOS ROSA BUENO

Título do trabalho: ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA EXPERIÊNCIA E DO DESEMPENHO SOBRE A DECISÃO DE ADQUIRIR NOVAMENTE

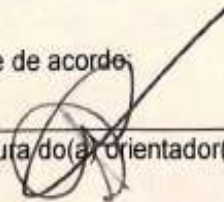
2. Informações de acesso ao documento:

Concorda com a liberação total do documento [x] SIM [] NÃO¹

Havendo concordância com a disponibilização eletrônica, torna-se imprescindível o envio do (s) arquivo(s) em formato digital PDF do TCCG.


Assinatura do(a) autor(a)²

Ciente e de acordo


Assinatura do(a) orientador(a)²

Data: 11 / 12 / 2018.

¹ Neste caso o documento será embargado por até um ano a partir da data de defesa. A extensão deste prazo suscita justificativa junto à coordenação do curso. Os dados do documento não serão disponibilizados durante o período de embargo.

Casos de embargo:

- Solicitação de registro de patente;
- Submissão de artigo em revista científica;
- Publicação como capítulo de livro;
- Publicação da dissertação/tese em livro.

² A assinatura deve ser escaneada.

Prof. Dr. Edward Madureira Brasil
Reitor da Universidade Federal de Goiás

Profª. Flávia Aparecida de Oliveira
Pró-reitora de Graduação da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Kleber Domingos de Araújo
Coordenador do curso de Ciências Contábeis

JULIETE DOMINGOS ROSA BUENO

**ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA EXPERIÊNCIA E DO DESEMPENHO SOBRE A
DECISÃO DE ADQUIRIR NOVAMENTE**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado à Faculdade de Administração,
Ciências Contábeis e Ciências Econômicas –
FACE, da Universidade Federal de Goiás –
UFG, como requisito para obtenção do grau
de bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Profa. Dra. Daiana Paula
Pimenta

GOIÂNIA

2018.

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do Programa de Geração Automática do Sistema de Bibliotecas da UFG.

Domingos Rosa Bueno, Juliete
ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA EXPERIÊNCIA E DO
DESEMPENHO SOBRE A DECISÃO DE ADQUIRIR NOVAMENTE
[manuscrito] / Juliete Domingos Rosa Bueno. - 2018.
XXVI, 26 f.

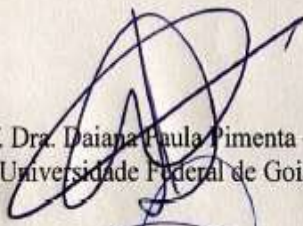
Orientador: Profa. Dra. Daiana Paula Pimenta.
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade
Federal de Goiás, Faculdade de Administração, Ciências Contábeis
e Ciências Econômicas (FACE), Ciências Contábeis, Goiânia, 2018.
Bibliografia.

1. Aquisições. 2. Aprendizagem comportamental. 3. Experiência
em aquisições . 4. Desempenho da empresa. I. Pimenta, Daiana Paula,
orient. II. Título.

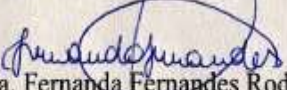
CDU 657

**ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA EXPERIÊNCIA E DO DESEMPENHO SOBRE
A DECISÃO DE ADQUIRIR NOVAMENTE**

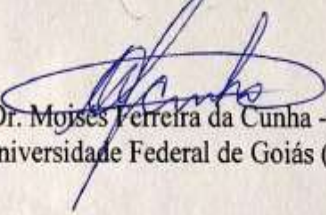
Trabalho de Conclusão de Curso (monografia) submetido e defendido publicamente na Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (FACE) da Universidade Federal de Goiás (UFG) como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, aprovado pela seguinte Comissão Examinadora:



Prof. Dra. Daiana Paula Pimenta – Orientadora
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Dra. Fernanda Fernandes Rodrigues- Avaliadora
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha - Avaliador
Universidade Federal de Goiás (UFG)

Goiânia (GO), 04 de dezembro de 2018.

RESUMO

Esta pesquisa teve como objetivo investigar a influência da experiência e do desempenho da empresa em aquisições anteriores sobre a decisão de empresas brasileiras de capital aberto, excluindo as do setor financeiro, realizarem uma nova aquisição, delimitando-se ao período de 1996-2016. A amostra de estudo, conta com as operações classificadas como fusão ou aquisição de participação prevalecte anunciados e concluídos no período compreendido entre janeiro de 1996 e dezembro de 2016. O método utilizado para análise foi o modelo de regressão Poisson, com efeitos fixos e controle do tempo, utilizando dados em painel. Todos os modelos foram estimados robustos à heterocedasticidade e à autocorrelação. Os resultados encontrados foram que quanto maior a experiência em aquisições anteriores de uma empresa, maior a probabilidade de esta realizar uma nova aquisição. Ao se empregar o *Q de Tobin* como medida de desempenho, percebeu-se que as empresas com maior desempenho têm sua frequência de aquisições aumentada. Por fim, interagiu-se a experiência em aquisições e o *Q de Tobin*, e os resultados sugeriram que o efeito positivo da experiência sobre a probabilidade de fazer futuras aquisições foi reforçado nos níveis mais elevados de desempenho da empresa.

Palavras-Chave: aquisições, aprendizagem comportamental, experiência em aquisições, desempenho da empresa.

1. INTRODUÇÃO

As fusões e aquisições apresentam a partir dos anos 1990 um crescente papel na economia mundial, e em particular na economia brasileira. Devido ao alto volume de dinheiro que é movimentado anualmente e o grande número de fusões e aquisições que ocorrem em todo mundo, esses eventos tem atraído a atenção de pesquisadores do Brasil e do mundo, pois existe uma lacuna entre os benefícios esperados e aqueles efetivamente auferidos com essas transações. As aquisições e as fusões, não têm sido bem-sucedidas, segundo a lógica da geração de valor (Jordão et al., 2009).

Na busca de entender o fenômeno ora mencionado, e que muito tem instigado pesquisadores, encontramos alguns conceitos e definições. As aquisições frequentes podem ser entendidas como uma estratégia corporativa, que, já em uma fase inicial, impactará no desempenho empresarial em longo prazo planejado (Barkema & Schijven, 2008).

A frequência em aquisições é reconhecidamente, pela literatura como um artifício a partir do qual a empresa aprende, por meio da experiência prévia, a gerir melhor os processos de aquisição (Aktas, Bodt & Roll, 2013; Hayward, 2002). A partir de evidências empíricas, pode se afirmar que as empresas podem aprender a adquirir, e assim gerarem um desempenho econômico-financeiro positivo (Pimenta, 2016).

De acordo com Pimenta (2016) com o olhar da teoria de aprendizagem comportamental, pode-se entender que, a repetição de uma ação (experiência ou frequência de ocorrência) em situações estimuladoras ocasiona o refinamento e o aperfeiçoamento dos resultados obtidos com tal ação. Mas, apesar de que as pesquisas com o direcionamento para aquisições sejam vastas, ainda existe uma carência de estudos que se inclinam a analisar comportamento de aquisição das empresas com o aporte da teoria comportamental.

As pesquisas sobre aprendizagem organizacional sugerem que o comportamento organizacional é guiado tanto pelas rotinas que decorrem da experiência (Nelson & Winter, 1982) e por *feedback* de desempenho (Greve, 2003). Um conceito central na teoria da aprendizagem comportamental é a rotina organizacional que decorre da experiência da organização (Levitt & March, 1988). As empresas na medida que acumulam experiência em uma certa rotina organizacional, podem ganhar competência e experiência nesta rotina (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006). A persistência, bem como a rotina organizacional, apresenta-se como uma forte prática nas organizações (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006). Miller e Friesen (1980, 1982) argumentaram que práticas e estratégias passadas tendem a

manter evoluindo na mesma direção, talvez eventualmente atingindo extremos disfuncionais, um fenômeno que, eles descreveram como, *strategic momentum* ou momento estratégico. Amburgey e Miner (1992) relataram que os adquirentes que fazem aquisições de um tipo específico provavelmente fazem da mesma forma, posteriormente.

Baum et al. (2000) demonstraram que a experiência em aquisições é um importante preditor de futuras aquisições. Estendendo esse resultado, Haleblian, Kim Rajagopalan, (2006) apresentaram evidências empíricas de que tanto a experiência quanto o desempenho em aquisições anteriores influenciam positivamente a probabilidade de uma empresa fazer uma nova aquisição. Todavia, esses resultados são referentes a empresas de economias desenvolvidas, deixando como uma lacuna na literatura a análise de nações cuja economia esteja em desenvolvimento.

É interessante perceber que as pesquisas que analisam a relação entre a experiência e o desempenho em aquisições anteriores sejam frequentes no mercado americano, mas não no brasileiro. Somente no de 2017, o mercado de F&A no Brasil movimentou, aproximadamente, 50 bilhões de dólares em 649 transações (PWC, 2018).

Diante do exposto e dada a relevância dos fatores apresentados, este trabalho pretende responder à seguinte questão de pesquisa: *De que forma a experiência e o desempenho em aquisições anteriores exercem influência sobre a decisão corporativa de realizar uma nova aquisição?*

O tema em questão tem levantado grande interesse por parte do mercado e dos pesquisadores uma vez que as operações de aquisições têm movimentado um alto volume de capital financeiro. Dessa forma, tendo como base a questão de pesquisa apresentada, e a luz do referencial teórico comportamental da empresa, o presente estudo objetiva investigar a influência da experiência e do desempenho da empresa em aquisições anteriores sobre a decisão de empresas de capital aberto, excluindo as do setor financeiro, de realizarem uma nova aquisição, delimitando-se ao período de 1996-2016.

Ao atender este objetivo, a pesquisa gera contribuições para profissionais de mercado e pesquisadores que se interessam pelas F&A e pelo campo da aprendizagem organizacional. Nossos resultados demonstraram que o comportamento de aquisições das empresas brasileiras pode ser explicado por meio de sua experiência em aquisição e desempenho em eventos anteriores, assim como, ocorre em mercados desenvolvidos.

Dessa forma, nossos resultados são uma importante contribuição para entender parte dos motivos que levam as entidades a realizarem aquisições frequentemente, mesmo

quando há consenso de que as operações de aquisições em geral, na maioria das vezes, não apresentam um impacto positivo no desempenho empresarial.

Além da introdução, o trabalho conta com mais quatro outras seções. A seção 2, a revisão da literatura, apresentará os estudos que tratam da Teoria Comportamental da Empresa. Na seção 3 a metodologia, apresentando o modelo analítico, demonstração da amostra e a fonte de dados. Na seção 4 traz os resultados encontrados e na seção 5 as considerações finais, expõem a conclusão dessa pesquisa.

2. REFERENCIAL TEÓRICO E HIPÓTESE DA PESQUISA

2.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES

É muito antiga a prática de uma empresa adquirir ou se fundir com outra, não se sabe ao certo quando se deu a primeira aquisição da história, mas as primeiras fusões datam desde o século XVIII, momento em que a *East India Company* se fundiu com uma concorrente que ameaçava seu monopólio (Barile, 2016). Essas transações passaram a serem conhecidas no mundo todo com fusões e aquisições e começaram a ocorrer em grande volume a partir de 1895 (Lamoreaux, 1988).

A fusão envolve uma junção completa de duas ou mais entidades, com isso ocorre o desaparecimento legal das sociedades anteriores, para formar uma terceira, com nova identidade. Esta nova sociedade que surge assumirá todas as obrigações ativas e passivas das sociedades fusionadas. O que se percebe da suposta igualdade entre os parceiros, o que costuma ocorrer na prática é o controle por parte de um deles. E, de fato, o número de fusões “reais” é tão baixo que, para propósitos práticos, a expressão “fusões e aquisições” basicamente significa aquisições (Cançado & Tanure, 2005).

A aquisição é uma estratégia fundamental no mundo corporativo. Segundo Pimenta (2016) nos últimos anos as aquisições corporativas atingiram níveis jamais vistos. De acordo com dados levantados, em 2014 mais de 1,4 trilhão de dólares foram investidos nestes eventos nos Estados Unidos (Statista, 2014). Para Cartwright e Schoenberg (2006), uma aquisição é a compra do controle acionário de uma empresa por outra, com isso garantindo participação no controle da empresa-alvo. Essa operação envolve um alto grau de investimentos, um grande impacto sobre a gestão e ocorrendo um processo de integração cultural complexo e com menor possibilidade de ser revertido.

Em uma análise geral dos dados relacionados a aquisições, pode-se perceber que, mais frequentemente, as empresas envolvidas em uma aquisição tendem a realizar novos negócios, vindo a ser adquirentes frequentes (Rahahleh & Wei, 2012). Tradicionalmente, 60% de todas as aquisições são feitas por adquirentes frequentes (Henningsson, 2014). Congruente a importância das atividades de aquisição, considerando os aspectos financeiros quanto estratégicos, as atividades de aquisição tornaram-se foco de estudo em diversos campos acadêmicos, tais como gestão estratégica, finanças e sociologia (Pimenta, 2018).

Contudo, ao analisar o histórico das aquisições, as pesquisas, em sua maioria, consideram apenas aquisições focais, em regra, a primeira aquisição realizada por uma organização, desconsiderando que as organizações podem se envolver em consecutivas aquisições durante sua existência (Pimenta, 2018). O que é instigante, pois em uma análise geral dos dados sobre aquisições se percebe que realizar aquisições frequentemente é um comportamento corporativo cada vez mais comum.

Em uma abordagem mais tradicional, as pesquisas investigam os motivos pelos quais levam as empresas a procederem aquisições, que tradicionalmente estão relacionados à criação de valor e ao auto interesse gerencial (Haleblian et al., 2009). Muitos fatores determinantes relacionados ao auto interesse gerencial, aos fatores ambientais e as características da empresa e do negócio foram identificados e extensamente pesquisados. Dentre os vários motivos que explicam a ocorrência de uma primeira aquisição da empresa, está o auto interesse gerencial, representado pela ganância e a busca de engrandecimento pessoal de executivos (Haleblian et al., 2009; Pimenta, 2018).

O auto interesse gerencial, demonstra ser uma das principais explicações para a destruição de valor em aquisições (Capron & Pistre, 2002). Para Brown e Sarma (2007) os retornos desfavoráveis para os acionistas das entidades adquirentes podem ser explicados pelos custos de *agency*, ou seja, pelo ato de os executivos realizarem aquisições para aumentar sua riqueza e status. Também podendo ser explicado pelo poder do CEO, uma vez que este está no topo da hierarquia operacional corporativa e pode buscar impor sua vontade sobre os outros membros (Brown & Sarma, 2007).

Os estudos apontam também que diferentes características da empresa podem facilitar ou dificultar a participação de uma empresa em atividades de aquisição, como o tamanho da empresa, o fluxo de caixa livre, a alavancagem e o desempenho da empresa, Haleblian et al. (2009). Em seus estudos, Akhigbe, Madura e Whyte (2004) demonstram que a probabilidade de as maiores empresas adquirirem as menores é maior em função dos altos custos de transação. Para as adquirentes frequentes, em especial, o tamanho é um preditor em

função de poder influenciar as escolhas estratégicas de uma organização, pois grandes empresas estão sujeitas a forças de inércia e, portanto, são mais propensas a repetir suas ações anteriores (Haleblian, Kim, & Rajagoplan, 2006).

Já o fluxo de caixa livre e a alavancagem são fatores que antecedem a aquisição, pois as empresas com mais recursos disponíveis ou com uma melhor capacidade de alcance de financiamento externo são mais propensas a fazer aquisições do que aquelas com menor capacidade (Pimenta & Porto, 2018). O desempenho apesar de ser abordado pela literatura de forma especial, ainda não há uma abordagem dos seus reais efeitos da estratégia de aquisição em série sobre o desempenho de novas aquisições, apesar que já foi documentado efeitos do desempenho da empresa adquirente sobre o seu desempenho posterior (Pimenta & Porto, 2018).

As características do negócio são entendidas como fatores preditores e indicadores de sucesso ou falha das aquisições (Haleblian et al., 2009; Pimenta & Porto, 2018). Uma das principais características, apontada pela literatura, é o tamanho relativo da aquisição. Os resultados encontrados evidenciam que o valor do negócio influencia positivamente a probabilidade de uma futura aquisição (Pimenta & Porto 2018). Ou seja, uma maior aquisição pode ser percebida como um evento mais importante do que uma aquisição menor. E caso o desempenho obtido seja positivo, pode aumentar a confiança do adquirente mais do que um resultado semelhante obtido a partir de uma menor aquisição e conseqüentemente promover ainda mais aquisições (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006).

2.2 APRENDIZAGEM COMPORTAMENTAL E O EFEITO DA EXPERIÊNCIA SOBRE A DECISÃO DE ADQUIRIR NOVAMENTE

Sobre a questão da discussão da aprendizagem organizacional, encontramos um estudo de Nogueira e Odelius (2015), onde os autores se preocupam em apontar e discutir os desafios das pesquisas nesse campo, à luz do referencial teórico de aprendizagem organizacional e das teorias organizacionais como um todo. Segundo Noqueira e Odelius (2015) os pesquisadores, que estudam as organizações, aumentaram significativamente o interesse pelo campo da aprendizagem organizacional e da gestão do conhecimento (Argote, 2005; Friedman, Lipshitz e Popper, 2005) e tal interesse tem crescido rapidamente (Borges-Andrade, Abbad & Mourão, 2006). Isso tem resultado no desenvolvimento de variadas posições teóricas, podendo ser citado, por exemplo, as obras clássicas da teoria da firma de Cyert e March (1963) e o desenvolvimento do conceito de capacidades dinâmicas (Teece, Pisano & Shuen, 1997).

Outro estudo é o de Pimenta e Porto (2018), em que os autores buscaram, demonstrar que é possível aprender a fazer aquisições e fornecem informações sobre como as firmas podem otimizar o processo de aprendizagem da capacidade de aquisição, apresentando evidências empíricas de que as empresas podem aprender a adquirir e, em consequência, gerar um desempenho econômico-financeiro.

Cyert e March (1963) propõem uma teoria comportamental da firma e ao abordar o modo como as organizações tomam decisões, desenvolvem 4 subteorias relacionadas a: metas, expectativas, escolhas e controle organizacionais; também, estabelecem 4 conceitos relacionais, entre os quais está a aprendizagem organizacional. Os autores, consideram a firma como um sistema racional adaptativo no qual ocorre a aprendizagem pela experiência, principalmente por meio de processos adaptativos de metas, regras e procedimentos de pesquisa. As crescentes pressões competitivas alimentam o interesse na aprendizagem organizacional como um dos principais determinantes do desempenho organizacional sustentável, o que sugere que, para sobreviver e prosperar, as empresas terão de aprender em ritmo cada vez maior (Rousseau, 1997).

E um viés mais atual, por exemplo, Friedman, Lipshitz e Popper (2005), que consideram a empresa como um sistema racional adaptativo em que ocorre a aprendizagem pela experiência, principalmente por meio de processos adaptativos de metas, regras e procedimentos de pesquisa. Essa visão contemporânea, não se questiona a capacidade de as organizações aprenderem, e nem a aprendizagem como vital para a sobrevivência de longo prazo.

Temos também um estudo, de Haleblan, Kim e Rajagopalan (2006), que é o norteador deste trabalho, em que a pesquisa buscou verificar se o comportamento de aquisições de uma firma pode ser explicado por meio de sua experiência em aquisição e desempenho econômico-financeiro prévio, bem como pela interação da experiência em aquisições e do desempenho. No estudo, Haleblan, Kim e Rajagopalan (2006), trazem um conceito considerado central na teoria da aprendizagem comportamental, ou seja, que a rotina organizacional surge da experiência da organização (Levitt & March, 1988). De forma específica, as rotinas são programas de ação que compõem a experiência anterior de uma organização com uma tarefa específica (Nelson & Winter, 1982).

Haleblan, Kim e Rajagopalan (2006) afirmam, embasados em Miller e Friesen (1980, 1982), que práticas e estratégias passadas tendem a manter evoluindo na mesma direção, talvez eventualmente atingindo extremos disfuncionais, um fenômeno que, eles descreveram como momento estratégico. Com isso, acredita-se que a experiência em aquisições é um fator

preditivo do aumento da frequência com que uma firma adquirente se envolve em novos negócios (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006). Assim, essa pesquisa assume a primeira hipótese:

H1: A experiência em aquisições influencia positivamente a probabilidade de uma empresa realizar uma nova aquisição.

2.2.2 EFEITO DO DESEMPENHO DE AQUISIÇÕES PRÉVIAS SOBRE A PROBABILIDADE DE A FIRMA REALIZAR NOVAS AQUISIÇÕES

A teoria comportamental da empresa fornece uma estrutura útil para entender os efeitos do desempenho de aquisições anteriores no comportamento de aquisições futuras. Por incrível que pareça, essa perspectiva, segundo a qual as empresas apresentam comportamento adaptativo ao longo do tempo ainda não tinha sido aplicado no contexto da aquisição. Mas Haleblian, Kim e Rajagopalan (2006) buscam essa perspectiva para o estudo deles e com isso eles tentam responder a proposição de que, quanto mais forte a performance de aquisição focal do adquirente, maior a probabilidade do adquirente fazer uma aquisição subsequente.

A ideia de reforço está associada as consequências do comportamento que aumentam a probabilidade de ocorrência de um mesmo tipo de comportamento em uma situação futura. Já punições são consequências da realização do comportamento que diminui a probabilidade de ocorrência do mesmo tipo de comportamento na situação futura, podendo até aniquilá-la (Skinner, 1938).

Nas corporações, a ideia de reforço ou punição está intrinsecamente associada ao desempenho da firma (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006). Com isso, fazer uma análise apenas dos efeitos da experiência em aquisições sobre o comportamento das empresas não seria suficiente. Provavelmente o desempenho empresarial, ao longo do tempo em que uma empresa se envolveu em aquisições, forneça uma estrutura útil para compreensão das características que reforçam ou restringem o comportamento de aquisição das empresas (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006).

Quando se busca a confirmação se as empresas que praticaram aquisições possuem um desempenho superior às que não praticaram aquisições, não é possível encontrar um consenso dos estudiosos do assunto sobre esse resultado. De acordo com Kusewitt (1985), a estratégia de crescimento por meio de aquisições pode resultar desde um excelente sucesso até um grande fracasso. Essa variação seria uma combinação do nível de sinergia obtido e do valor

criado, sendo esse valor a combinação do desempenho contábil e do desempenho de mercado (ações).

Schriber (2012) diz que as empresas, mesmo muitas vezes obtendo um resultado indesejado, continuam a fazer aquisições com o objetivo de crescer rapidamente e menores riscos, comparando com a outras estratégias de crescimento. Isso também é afirmado por Filkestein, Heleblian e Kim (2011), que partem do pressuposto de que as empresas utilizam aquisições para crescer mais rapidamente que as demais empresas do mesmo setor.

A maior parte dos estudos sobre o desempenho focado na empresa adquirente não corroboram a teoria de aumento de desempenho e indicam que, para ela, o ganho é nulo ou há destruição de valor (Barile, 2016). Na perspectiva da teoria comportamental da empresa, apresentando o desempenho das empresas como uma consequência, de bom desempenho é uma forma de "reforço" e um mau desempenho uma forma de "punição" para empresa (Pimenta & Porto, 2018). O bom desempenho provavelmente leva à persistência do comportamento, enquanto o mau desempenho deve levar à diminuição (Haleblian & Finkelstein, 1999; Pimenta & Porto, 2018). Assim, essa pesquisa assume a segunda hipótese:

H2: O desempenho da firma em eventos prévios está positivamente relacionado à probabilidade de a firma realizar novas aquisições.

2.2.3 EFEITOS DA INTERAÇÃO ENTRE EXPERIÊNCIA E DESEMPENHO

Para as duas primeiras hipóteses desta pesquisa, discutiu-se que a experiência em aquisições e o desempenho da empresa podem, de maneira independente, induzir a atitude das empresas no que se concerne à frequência de aquisições. Agora, sugere-se que essas duas formas de aprendizagem interagem para melhor explicar o comportamento de aquisição das empresas.

Lubatikin (1983) entende que há a possibilidade de correlação positiva entre o desempenho oriundo de uma aquisição e o nível de experiência que a empresa adquirente possui em aquisições. Devido complexidade e a variedade das atividades envolvidas em uma operação de aquisição, é esperado que o fator aprendido contribua para resultados satisfatórios no futuro com base em sua experiência em operações anteriores. Isso instiga as empresas uma busca em efetuar mais atividades de aquisições, sempre com o objetivo de alcançar um melhor desempenho do que o anterior.

Amburgey e Miner (1997) afirmam que as organizações tendem a repetir uma ação prévia, como *mergers*, independente do resultado, simplesmente porque sabem como fazê-la. De acordo com os autores, após se engajar em uma operação de aquisição, independente do resultado leve a empresa a isso, ela desenvolve uma competência naquele tipo de transação e irá, provavelmente, repeti-la (Barile, 2016).

Barile (2016) analisa o desempenho das operações de fusões e aquisições de empresas brasileiras, do período de 1995 a 2014, comparando-o ao desempenho das empresas que não utilizaram de tais transações como ferramenta de investimento. A pesquisa apresenta resultados comprovando que não houve melhor desempenho contábil das empresas que efetuaram fusões e aquisições em relação às que não efetuaram. Os resultados apontam que a relação entre desempenho e experiência anterior em fusões e aquisições apresentam uma função quadrática, onde há um crescente ganho de desempenho seguido por ganhos decrescentes, conforme a empresa acumula mais transações no médio e longo prazos (Barile, 2016).

Haleblian, Kim e Rajagopalan (2006) identificaram provas empíricas de que tanto a experiência anterior como o desempenho dessa experiência estão positivamente correlacionados com a tendência de inércia da firma em repetir o comportamento aquisições. Eles definem que a experiência gera uma rotina comportamental e que, quanto maior a experiência, maior a propensão a efetuar operações de aquisição (Barile, 2016).

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

Porém, um desempenho ruim pode conduzir a alterar estratégias na organização, pois esse resultado induz a reavaliação das rotinas na busca pela identificação dos erros cometidos e também por alternativas estratégicas que podem melhorar o desempenho da empresa (Greve, 2003; Pimenta & Porto, 2018). Assim, essa pesquisa assume a terceira hipótese:

***H3:** O efeito da experiência em aquisição sobre a probabilidade de a empresa realizar mais aquisições será mais forte nos maiores níveis de desempenho da empresa.*

3. METODOLOGIA

Para responder ao problema proposto foram utilizados dados secundários sobre F&A obtidos nas bases de dados *Thomson Financial's SDC Database*, e dados financeiros e de mercado na Economática, permeando o período entre janeiro de 1996 e dezembro de 2016, em uma amostra de empresas brasileiras não financeiras de capital aberto. As instituições financeiras e do setor de utilidades foram excluídas em função das características regulação e legislação específicas destes setores (Pimenta & Porto, 2018).

Foram consideradas empresas adquirentes aquelas que mantinham controle acionário inferior a 50% da empresa-alvo antes da data do anúncio e superior a 90% após a aquisição. Seguindo a literatura correlata, somente operações com valor igual ou superior a US\$ 1 milhão (em dólares constantes de 1996) foram consideradas (Pimenta & Porto, 2018), com o intuito de eliminar as transações economicamente insignificantes.

3.1 VARIÁVEIS DA PESQUISA

3.1.1 Variável dependente

A variável dependente, frequência de aquisições, foi mensurada pela contagem sequencial do número aquisições realizadas por cada empresa ao longo do tempo (Haleblian, Kim & Rajagopalan, 2006). Sendo assim, foi atribuído valor zero (0) para a situação em que a empresa ainda não tinha realizada sua primeira aquisição, após realizada a primeira aquisição foi atribuído o valor um (1), ocorrendo a segunda aquisição o valor atribuído passou a ser dois (2), e assim ordenadamente (Pimenta & Porto, 2018).

3.1.2 Variável independente

As variáveis independentes são, a experiência em aquisições e o desempenho da empresa. A variável experiência em aquisições foi mensurada assim: variável frequência em aquisições menos a última aquisição realizada pela empresa. Já a variável de desempenho da empresa, foi mensurada por meio do *Q de Tobin*, sendo este mensurado pela divisão do valor de mercado da firma pelo valor contábil dos ativos (Morck, Shleifer & Vishny, 1988).

3.1.3 Variável de controle

Seguindo Pimenta & Porto (2018), foram utilizadas variáveis de controle para eliminar fatores de confusão relacionados à possibilidade de uma empresa fazer aquisições pelos motivos analisados nesta pesquisa. Tais variáveis de controle remetem-se às características da empresa, ao autocontrole gerencial, ao ambiente e ao negócio, conforme demonstrado no Quadro 1.

Quadro 1- Variáveis de controle

Variáveis de controle	Nome da variável	Forma de cálculo	Fonte(Autor)
Características da empresa	Tamanho	Medido pelo logaritmo de ativos totais.	Pimenta (2016).
	Fluxo de caixa livre	Encontrado pela subtração dos valores das despesas com juros, imposto de renda e despesas de capital do valor do lucro líquido antes da depreciação.	Pimenta (2016).
	Alavancagem	Obtida da divisão das dívidas de longo prazo pelo valor total da empresa.	Pimenta (2016).
Autocontrole gerencial	Dominância do gestor	Obtida da divisão da remuneração do gestor pelos ativos totais da empresa.	Brow & Sarma (2006).
	Proporções de ações do gestor	Medida pela proporcionalidade de ações detidas por esse gestor em relação ao volume total de ações da empresa.	Brow & Sarma (2006).
	Participação do gestor no conselho	Utilizou-se uma variável <i>dummy</i> , sendo atribuído o valor 1 quando o gestor fosse membro do conselho e 0 quando o gestor não fosse membro do conselho.	Brow & Sarma (2006).

Ambiente	Receita do setor	Aferida pela soma das receitas de todas as empresas de um setor para cada ano analisado.	Haleblian, Kim & Rajagopalan (2006).
	Herfindahl index	Quantidade de empresas do mesmo setor.	Haleblian, Kim & Rajagopalan (2006).
	Densidade	Mensurada a partir da soma do número de aquisições realizadas por todas as empresas de um determinado setor	Haleblian, Kim & Rajagopalan (2006).
Negócio	Intensidade das atividades de aquisição do setor	Obtida da soma do número de aquisições realizadas por todas as empresas de um determinado setor.	Haleblian, Kim & Rajagopalan (2006).
	Similaridade	Utilizou-se uma <i>dummy</i> , onde 1 representa que a empresa adquirente comprou outra empresa do seu setor de atuação e 0 para quando a empresa comprou uma empresa de setor diferente em que atua	Amburgey & Miner (1992); Haleblian, Kim & Rajagopalan (2006).
	Tamanho relativo da aquisição	Obtida da divisão do valor dos ativos da empresa-alvo pelo valor dos ativos da empresa adquirente.	Amburgey & Miner (1992); Haleblian, Kim & Rajagopalan (2006).

Fonte: Autoria própria.

3.2 ANÁLISE DOS DADOS

A partir das variáveis selecionadas, o modelo de regressão Poisson, com efeitos fixos e controle do tempo, utilizando dados em painel, foi empregado (Pimenta & Porto, 2018). A Equação 1 representa o modelo empírico desta pesquisa.

$$P_{it} = E(Y = 1 / X_{it}) = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1 EXP_{i,t-1} + \beta_2 DES_{i,t-1} + \beta_3 ED_{i,t} + \beta_4 CN_{i,t} + \beta_5 CG_{i,t} + \beta_6 CA_t + D^t + D^i)}}$$

Em que a variável dependente está no tempo t e as variáveis independentes e de controle, no tempo $t-1$. P_{it} que é probabilidade da empresa i realizar uma aquisição no tempo t ; $\beta_1 EXP_{i,t-1}$ indica a experiência da empresa i no tempo $t-1$; $\beta_2 DES_{i,t-1}$ representa o desempenho da empresa i no tempo $t-1$, $\beta_3 ED_{i,t}$ indica a interação entre experiência e desempenho para a empresa i no tempo t ; $\beta_4 CN_{i,t}$ são as características do negócio i no tempo t ; $\beta_5 CG_{i,t}$ representa as características do auto interesse gerencial dos gestores da empresa i no tempo t ; $\beta_6 CA_t$ são as características do ambiente no tempo t ; D^t e D^i são *dummies* de tempo e de empresa, respectivamente.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Na tabela 1 apresentam-se as estatísticas descritivas e as correlações para as variáveis utilizadas no estudo.

Tabela 1-Estatísticas descritivas e correlações para variáveis-chave da pesquisa

Variáveis	Média	s.d.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1. Tamanho	5,67	1,45	1												
2. Fluxo de caixa livre	0,02	0,32	0,08	1,00											
3. Alavancagem	0,18	0,19	0,08	0,00	1,00										
4. Densidade	3,90	6,23	-0,06	-0,01	-0,07	1,00									
5. Receita do setor	1,93	3,80	0,03	-0,02	-0,01	0,06	1,00								
6. Herfindahl index	0,07	0,06	0,01	0,02	0,02	-0,10	-0,16	1,00							
7. Dominância do CEO	1,78	5,09	-0,03	0,01	-0,04	0,03	-0,01	0,00	1,00						
8. % de ações do CEO	1,29	4,47	0,00	0,01	-0,01	0,00	-0,02	0,02	0,03	1,00					
9. CEO membro do conselho	0,45	0,49	0,07	0,04	-0,01	0,00	-0,03	0,01	0,09	0,09	1,00				
10. Tamanho relativo aquisição	0,00	0,33	-0,01	0,00	-0,01	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00		
11. Similaridade	0,10	0,48	0,01	0,01	-0,01	0,03	0,00	0,00	0,01	0,00	0,02	0,06	0,01	1,00	
12. Experiencia em aquisições	1,72	1,00	0,03	0,02	-0,02	0,05	0,00	-0,01	0,02	0,01	0,05	0,02	0,03	0,09	1,00
13. Desempenho aquisição focal	0,08	0,30	-0,15	-0,07	-0,15	0,08	0,02	-0,03	0,05	0,00	-0,02	0,01	-0,15	0,00	0,00

Nota. As estatísticas descritivas referem-se à amostra total com 12.248 observações. Fonte: Dados da pesquisa, 2018.

Na Tabela 2 estão expostas as estimativas das regressões Poisson. Seguindo Pimenta e Porto (2018), o modelo 1 inclui apenas as variáveis de controle. Nos modelos 2, 3 e 4 foram inseridas, passo a passo e respectivamente, as variáveis experiência em aquisições, desempenho da aquisição focal e a interação entre essas duas variáveis. Todos os modelos foram estimados robustos à heterocedasticidade e à autocorrelação.

Tabela 2- Resultados das regressões Poisson com efeitos fixos para dados em painel

<i>Variáveis</i>	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4	
<i>Variáveis de controle</i>								
Tamanho	0,108***	(0,012)	0,050***	(0,110)	0,042***	(0,111)	0,074***	(0,111)
Fluxo de caixa livre	0,002	(0,006)	0,006	(0,006)	0,006	(0,006)	0,004	(0,006)
Alavancagem	-0,012*	(0,008)	-0,02***	(0,007)	-0,020***	(0,007)	-0,016**	(0,007)
Densidade	0,002	(0,001)	0,003**	(0,001)	0,003**	(0,001)	0,004**	(0,001)
Receita do setor	-0,087***	(0,017)	-0,135***	(0,017)	-0,134***	(0,017)	-0,106***	(0,016)
Herfindahl index	0,013	(0,011)	0,013	(0,010)	0,013	(0,010)	0,013	(0,010)
Dominância do CEO	-0,000	(0,008)	0,006	(0,007)	0,005	(0,007)	0,003	(0,007)
% de ações do CEO	-0,002	(0,010)	-0,011	(0,009)	-0,011	(0,009)	-0,009	(0,009)
CEO membro do conselho	0,041***	(0,026)	0,059**	(0,023)	0,055**	(0,023)	0,041**	(0,023)
Tamanho relativo da aquisição	0,062***	(0,005)	0,082***	(0,006)	0,076***	(0,006)	0,074***	(0,006)
Similaridade	0,100***	(0,014)	0,016***	(0,014)	0,093***	(0,015)	0,180***	(0,013)
<i>Variáveis Preditoras</i>								
Experiência em aquisições			0,230***	(0,021)	0,288***	(0,021)	0,267***	(0,020)
Desempenho da aquisição focal					0,074***	(0,018)	0,100***	(0,018)
Experiência X Desempenho							0,1946***	(0,041)
Efeitos fixos da firma	<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>	
Efeitos fixos do tempo	<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>		<i>Sim</i>	
<i>n</i>	12.248		12.248		12.248		12.248	
R ²	0,41		0,45		0,46		0,49	

Nota. Os coeficientes das regressões estão padronizados. Entre parênteses estão os erros padrão robustos à heterocedasticidade. Fonte: Dados da pesquisa, 2018. * $p \leq 0,10$; ** $p \leq 0,05$; *** $p \leq 0,01$.

Para a variável experiência os coeficientes em aquisições foram positivos e significantes (p -valor < 0.01) em todos os modelos aferidos. Este resultado sustenta a primeira hipótese, a qual afirma que quanto maior a experiência em aquisições anteriores de uma empresa, maior a probabilidade de realizar uma nova aquisição.

Esta pesquisa afirma em sua segunda hipótese, que o desempenho da empresa está positivamente relacionado ao aumento da frequência de aquisições de uma empresa ao longo do tempo. As conclusões, empregando-se o *Q de Tobin* como medida de desempenho, indicaram que as empresas com maior *Q de Tobin* têm sua frequência de aquisições aumentada em, aproximadamente, 8% em t+1 (Tabela 2).

Finalmente, na terceira hipótese, determinou-se que o efeito da experiência prévia em aquisição sobre o aumento da frequência de ocorrência deste evento será mais forte nos maiores níveis de desempenho da empresa. Esta hipótese foi suportada apenas quando a métrica de desempenho é o *Q de Tobin*, com coeficiente do termo de interação positivo e significativo (p -valor < 0.01) (modelo 4 da Tabela 2). O sinal positivo do coeficiente do termo de interação entre a experiência em aquisições e o *Q de Tobin* sugere que o efeito positivo da experiência sobre a probabilidade de fazer futuras aquisições foi reforçado nos níveis mais elevados de desempenho da empresa, sustentando a terceira hipótese desta pesquisa.

As aferições deste estudo evidenciam que o comportamento de aquisição das empresas pode ser explicado sob a perspectiva da teoria da aprendizagem comportamental. Reconheceu-se que as empresas adquirentes são mais tendentes a fazerem aquisições posteriores quando já possuem experiência em eventos anteriores. Este resultado, sob uma ótica de aprendizagem, é coerente com a concepção de que as organizações realizam ações semelhantes ao longo do tempo e, com isso, desenvolvem rotinas e competências que podem se tornar condutoras para repetir essas ações posteriormente (Levitt & March, 1988).

Os resultados, também, estão consoantes com a ideia de que as empresas adéquam os seus comportamentos, considerando os resultados anteriores (Greve, 2003). Utilizando a métrica de desempenho *Q de Tobin*, apresentou-se que a probabilidade de uma futura aquisição foi positivamente relacionada com o desempenho das empresas ao longo dos anos em que elas se envolveram em aquisições.

Por ser uma variável que representa a apreensão dos acionistas, o *Q de Tobin* pode ser considerado como um *feedback* de desempenho fornecido pelo mercado. Assim sendo, o resultado que suporta a segunda hipótese desta pesquisa corrobora a perspectiva da teoria de aprendizagem comportamental de que o sucesso passado de uma ação organizacional induz à persistência da ação (ver, como exemplo, Greve, 2003). O *Q de Tobin*, portanto pode ser considerado uma condição precedente que possui um impacto positivo sobre a decisão de adquirir das empresas. Em contrapartida, este resultado permite concluir que um resultado negativo no *Q de Tobin* pode ser compreendido como uma forma de punição, pois reduz a probabilidade de a empresa realizar novas aquisições (Greve, 2003).

Fechando este estudo, analisou-se o efeito da relação da experiência prévia em aquisições e do desempenho da firma. Os resultados demonstraram que o efeito da interação entre esses dois fatores preditivos é favorável sobre a possibilidade de a empresa adquirir novamente. Ou seja, as comprovações empíricas encontradas indicaram que a probabilidade de uma empresa aumentar sua frequência de aquisições é maior nos níveis mais altos de desempenho (*Q de Tobin*).

O resultado encontrado indica que o comportamento de aquisição é moldado em função das suas consequências. Assim como, que o desempenho das empresas adquirentes, em seus mais altos níveis, teve efeito reforçador sobre o aumento da frequência, assim como identificado por Pimenta e Porto (2018) para empresas americanas.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste estudo explorou-se os efeitos da experiência em aquisições e do desempenho empresarial sobre o comportamento de aquisição das empresas. Todas as hipóteses testadas foram suportadas para métrica de desempenho *Q de Tobin*. Isso demonstra que as empresas que se envolvem em programas de aquisição consideram o *feedback* do mercado de ações para tomar suas decisões.

A partir de uma perspectiva de aprendizagem comportamental, os resultados são consistentes com a ideia de que as empresas aprendem ao realizar aquisições e usam o desempenho para ajustar sua futura decisão. Esta constatação foi evidenciada por demonstrar que quanto maior o desempenho das empresas adquirentes, maior é a chance de o comportamento de aquisição persistir.

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

Esta pesquisa analisou apenas empresas brasileiras de capital aberto no intervalo temporal que compreende os anos de 1996 a 2016. Sugere-se que novas pesquisas estendam esse intervalo de tempo, assim como, que analisem outros mercados, como os da América Latina além do Brasil, por exemplo.

REFERÊNCIAS

- Amburgey, T. L., & Miner, A. S. (1992). Strategic momentum: The effects of repetitive positional, and contextual momentum on merger activity. *Strategic Management Journal*, 13: 335–348.
- Akhigbe, A., Madura, J., & Whyte, A. M. (2004). Partial Anticipation and the Gains to Bank Merger Targets. *Journal of Finance Service*, 26(1), 55–71.
- Barile, Galuzio Maíra. (2016) O impacto da experiência das empresas brasileiras em operações de M&A no seu desempenho. *Dissertação de Mestrado, Insper*, São Paulo-SP, 41p.
- Baum, J. A. C., Li, S. X., & Usher, J. M. (2000). Making then ext move: How experiential and vicarious learning shape the locations of chains' acquisitions. *Administrative Science Quarterly*, 45: 766–801.
- Bena, J. & Li, K. (2014). Corporate Innovations and Mergers and Acquisitions. *Journal of Finance*, 1923-1960.
- Brown, G., & Sarma, N. (2007). CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions. *Journal of Economics and Business*, 59(2), 358–379.
- Capron, L., & Pistre, N. (2002). When do Acquirers Earn Abnormal Returns Strategic Management Journal Strategic Management, 23(1), 781–794.
- Cartwright, S. & Schoenberg, R. (2006). Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: recent advances and future opportunities. *British Journal of Management*, 17(1), S1-S5.
- Cyert, R. m. & March J. G. (1963). *A Behavioral Theory of the Firm*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Finkelstein, S. Haleblian, J.; Kim, J. (2011). When firms are desperateto grow via acquisition: the effect of grow the patterns and acquisition experience on acquisition premiums. *Administrativ e Sciency Quartely*, v. 56, pp. 26-60.
- Greve, H. R. (2003). *Organizational Learning From Performance Feedback*. New York: Cambridge University Press.
- Haleblian, J. & Finkelstein, S. (1999). The Influence Of Organizational Acquisition Experience. *Administrative Science Quarterly*, 44(1), 29–56.
- Haleblian, J., Kim, J., & Rajagopalan, N. (2006). The Influence of Acquisition Experience and Performance on Acquisition Behavior: evidence from the U.S. commercial banking industry. *Academy of Management Journal*, 357–370.

- Haleblian, J., Devers, C., McNamara, G., Carpenter, M., & Davison, R. (2009). Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and research agenda. *Journal of Management*, 35(3), 469–502.
- Ismail, Ahmad & Abdallah, Abed A. (2013). Acquirer's Return and the Choice of Acquisition Targets: Does Acquisition Experience Matter? *Applied Economics*, 3770-3777.
- Jordão, Ricardo Vinícius Dias, & Outros. (2009). Estratégia e mudanças no sistema de controle gerencial pós-aquisição: uma experiência brasileira de sucesso. *XVI Congresso Brasileiro de Custos*, 1-16.
- Junior, Francisco Henrique Figueiredo de Castro & Famá, Rubens. (2002). As novas Finanças e a Teoria Comportamental no Contexto da Tomada de Decisão Sobre Investimentos. *Caderno de Pesquisas em Administração*, v. 09, 25-35.
- Kusewitt, J.B. (1985) An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance. *Strategic Management Journal*, v. 6, pp.151-169.
- Lamoreaux, N.M. (1988) The great merger movement in American business, 1895-1904. Cambridge University Press, 1 ed, 208 p.
- Levitt, B. & March, G. J. (1988). Organization all earning. *Annual Review of Sociology*, 14(1), 319-340.
- Lubatkin, M. (1983). Mergers and the performance of the acquiring firm. *Academy of Management Review*, v. 8, n. 2, pp. 218-225.
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1980). Momentum and revolution in organizational adaptation. *Academy of Management Journal*, 23: 591–614.
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1982). Innovation in conservative and entrepreneurial firms: Two models of strategic momentum. *Strategic Management Journal*, 3: 1–25.
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. (1988), “Management Ownership and Market Valuation,” *Journal of Financial Economics*, 20(1), 293-315.
- Nelson, R. R., & Winter, S. G. (1982). *A nevolutionary theory of economic change*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Nogueira, Ronaldo Alves & Odelius, Catarina Cecília. (2015). Desafios da Pesquisa em Aprendizagem Organizacional. *Cad.EBAPE.BR*, v. 13, 84-112.
- Pimenta, Daiana Paula. (2016). História de Aprendizagem e seus Contextos: Uma Análise Comportamental das Aquisições Corporativas. *Tese de Doutorado*, UNB, Brasília-DF, 01-109.
- Pimenta, Daiana Paula & Porto, Rafael Barreiros. (2018). Por que as empresas realizam aquisições com frequência? *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 12, 01-14.

- Rousseau, D. M. (1997). Organizational behavior in the new organizational era. *Annual Review of Psychology*, v. 48, n. 1, p. 515-546.
- Schriber, S. (2012). Weakened Agents of Strategic Change: Negative Effects of M&A Processes on Integration Managers. *International Journal of Business and Management*, v.7, n.12, pp. 159-172.
- Skinner, B. F. (1988). Selection by Consequences. In A. C. Catania & S. Harnad (Orgs.), *The selection of behavior: the operant behaviorism of B.F. Skinner: comments and consequences* (pp. 11-20). Nova York: Cambridge University Press. (Publicado originalmente em 1981).
- Tanure, Betania & Cançado, Vera L. (2005). Fusões e Aquisições: Aprendendo com a Experiência Brasileira. *RAE*, 10-22.
- Yoshinaga, Claudia Emiko, & Outros. (2008) Finanças Comportamentais: Uma Introdução. *Revista de Gestão USP*, v. 15, 25-35.