



08, 09, 10 e 11 de novembro de 2022
ISSN 2177-3866

A FOLGA DE RECURSOS ORGANIZACIONAIS EM AQUISIÇÕES DE EXPLORAÇÃO E PROSPECÇÃO

SIMONE CÉSAR DA SILVA VICENTE
UNIVERSIDADE NOVE DE JULHO (UNINOVE)

FERNANDO ANTONIO RIBEIRO SERRA
UNIVERSIDADE NOVE DE JULHO (UNINOVE)

MANUEL ANIBAL SILVA PORTUGAL VASCONCELOS FERREIRA
POLITÉCNICO DE LEIRIA

A FOLGA DE RECURSOS ORGANIZACIONAIS EM AQUISIÇÕES DE EXPLORAÇÃO E PROSPECÇÃO

1 Introdução

O trabalho de March (1991) sobre aprendizado organizacional estabeleceu que as estratégias das empresas podem seguir dois rumos: *exploitation* (exploração) e *exploration* (prospecção). Exploração significa aproveitamento, refinamento, tirar vantagem de algo, trabalhar com o conhecido. Prospecção significa buscar algo novo, novos conhecimentos, mais experimentação (Levinthal & March, 1993; March, 1991).

o, sendo ainda a estratégia preferida dos CEOs (Tanure & Cançado, 2005, Main & Silva, 2021). A sua preferência por esta estratégia tem a ver com a promessa de resultados mais imediatos, seja pelo aumento do poder de mercado, por alavancar capacidades existentes, ou pela realocação ou reconfiguração dos recursos e capacidades das empresas (Mazon, Silva, Ferreira, & Serra, 2017). Apesar da indicação da escolha das aquisições como estratégia para melhorar a posição competitiva da empresa, estas implicam em investimentos fortemente consumidores de recursos (Kuusela, Keil & Maula, 2017).

Os recursos não absorvidos pela empresa, disponível e potencial, podem auxiliar na tomada de decisão do CEO. A folga de recursos (Bourgeois & Singh, 1983) é aquela que envolve recursos que excedem ao necessário para atividade das empresas e influenciam as decisões estratégicas das mesmas (Greve, 2007; Dolmans, Burger, Reymen & Romme, 2014; McMillan & Overall, 2017). A folga disponível é o dinheiro em caixa, recursos disponíveis de imediato e não absorvidos nas atividades da empresa. A folga potencial são recursos adquiridos no mercado, como financiamentos e empréstimos (Bourgeois & Singh, 1983). Entretanto, em posse desta folga de recursos, os gestores necessitam decidir em que aplicar o excedente. Neste sentido, os diretores podem tomar decisões estratégicas que envolvam ações de aquisições de empresas mais próximas do seu *core business* (exploração) ou não (prospecção). Reconhecidamente, o Brasil possui particularidades econômicas e institucionais, que carecem de estudos na relação entre as características do CEO e o seu comportamento para fazer aquisições de empresas (Main & Silva, 2021) frente à folga de recursos (Bourgeois & Singh, 1983). A quantidade de aquisições de empresas, por parte de empresas brasileiras, como as que ocorreram nos anos de 2018 e 2019 (945 aquisições concretizadas), instigam a nossa investigação.

No domínio das aquisições de empresas, a literatura existente já mostrou como CEOs podem influenciar o desempenho das empresas adquiridas (Brow & Sarma, 2007) e o aprendizado, a partir do bom desempenho em aquisições anteriores (Field & Mkrtychyan, 2017). Fatores como a experiência, idade, autoconfiança e propensão ao risco podem influenciar a tendência dos CEOs de adquirirem empresas. Por exemplo, CEOs mais confiantes tendem a fazer mais aquisições (Brown & Sarma, 2007), no entanto, podem pagar preços *premium*, gerando perdas (Hayward & Hambrick, 1997; Malmendier & Tate, 2007). Em contraste, CEOs menos experientes são mais propensos a realizarem aquisições, e os mais jovens tendem a arriscar mais (Herrmann & Datta, 2006). Existem muitas lacunas, como avaliar a influência do CEO no uso da folga de recursos para prospecção ou exploração. Neste estudo, observamos apenas o tempo de mandato do CEO, por considerar esta característica portadora de evidência teórica relevante e de importância para as tomadas de decisões nas estratégias das empresas (Berard & Fréchet, 2020; Tabesh, Vera & Keller., 2019). Neste contexto, o questionamento deste estudo foi: a folga de recursos pode influenciar as estratégias de aquisições de empresas para exploração ou prospecção, e quanto o tempo do mandato do CEO pode moderar esta relação?

Para responder a este questionamento, elaboramos quatro hipóteses, relacionando folga de recursos disponível e potencial, as estratégias de exploração e prospecção. Utilizamos dados secundários de aquisições de empresas realizadas por empresas brasileiras, dentro e fora do Brasil, e que foram concretizadas em 2018 e 2019. Utilizamos as bases de dados SDC (*Platinum da Securities Data*

Corporation) e Economatica para colher as variáveis deste estudo e efetuamos as análises no *software* SPSS, com regressões lineares e complementares no Process.

Os resultados permitiram observar que o tempo de mandato do CEO é significativo para tomada de decisões estratégicas em aquisições de exploração e prospecção. As folgas de recursos podem estar relacionadas diretamente com o grau de exploração-prospecção. Entretanto, quando moderada pelo tempo de mandato, a folga de recursos potencial apresenta mais correlação significativa. Entretanto, a folga disponível pode ser moderada em níveis diferentes pelo tempo de mandato do CEO. Por exemplo, quando o CEO possui maior tempo de mandato, poderá, sutilmente, considerar a folga disponível em projeto de prospecção em maior escala que exploração.

Este estudo contribui para a literatura do alto escalão (Hambrick & Mason, 1984; Mousa & Chowdhury, 2014) ao examinar como o tempo de mandato do CEO pode influenciar decisões estratégicas. Aborda-se, especificamente, como os CEOs reagem face à folga de recursos disponíveis e potenciais, assumindo estratégias de maior (prospecção) ou menor (exploração) risco. Há, também, uma contribuição para a literatura sobre aquisições de empresas numa ótica de aprendizado. Acessar recursos por aquisições de empresas pode auxiliar processos de aprendizagem e a motivação em repetir estes processos com novas aquisições, parcerias, alianças (Cho & Kim, 2017). Neste estudo, avalia-se a construção de aprendizagens com recursos obtidos com aquisições de empresas em setores de atividade iguais a adquirente (exploração) ou em setores de atividades diferentes da adquirente (prospecção).

2 Literatura e desenvolvimento de hipóteses

Estratégias de aprendizado: Prospecção ou exploração

As empresas podem optar por canalizar seus recursos para dois tipos de estratégias de aprendizagem, prospecção ou exploração (March, 1991). Estratégias de prospecção (*exploration*) sugerem que os recursos serão usados na busca por novas atividades, experimentação, aquisição de novos conhecimentos, e inovações. A prospecção envolve buscar novos aprendizados, teste de novos negócios, possivelmente, tomando riscos na descoberta e inovação (Mousa & Chowdhury, 2014; Atuahene-Gima, 2005; Dasí, Iborra & Safón, 215). Na prática, a prospecção pode envolver a internacionalização da empresa para novas geografias onde ainda não está presente (Dasí et al., 2015), ou a entrada em novos produtos (Troilo, De Luca & Atuahene-Gima, 2014), crescendo por meio de aquisições de empresas, em vez de internamente, na exploração das competências e recursos já detidos (Iyer & Miller, 2008), e unindo-se em novas alianças estratégicas (Li & Wang, 2019).

Em contraste, estratégias de exploração (*exploitation*), segundo March (1991), assentam, pelo menos essencialmente, quando usam os recursos, competências e vantagens competitivas, estendendo-as e aprimorando a execução das atividades que já realiza (Uotila, Maula, Keil, & Zahra, 2009). A exploração está, assim, relacionada com a produção, eficiência, implementação e à execução (March, 1991). O fato de as empresas reforçarem as habilidades que já detém implica a assunção de menores riscos e menores custos (Cho & Kim, 2017), à busca para o aprimorar produtos e processos já existentes (Troilo et al., 2014), a qualificação dos recursos humanos (Rau, Flores & Simha, 2020), as inovações incrementais (Marín-Idárraga, Gonzálezet & Medina, 2016). Na perspectiva prática, as estratégias de exploração podem conduzir a aquisições de empresas no mesmo setor de atividade, possivelmente, no país de origem (no seu mercado doméstico) ou em países que já conhece (Ferreira, 2005; Chen, Yang, & Lin, 2013).

A prospecção e a exploração podem ser conceitualizadas como polos opostos das estratégias de aprendizado, embora uma empresa possa usar as duas estratégias simultaneamente (Marín-Idárraga et al., 2016). Em essência, isto significa que a prospecção e a exploração recaem num *continuum*, de modo que uma empresa que busque a exploração terá menos prospecção, e vice-versa. Ainda assim, as empresas podem precisar cuidar do seu desempenho atual e em curto prazo, pela possibilidade de buscarem explorar as suas vantagens já detidas, e, simultaneamente, construir o desempenho futuro,

para o que precisam prospectar novas competências, habilidades e oportunidades (Lavie, Stettner, & Tushman, 2010), inovando e entrando em novos negócios.

As aquisições de empresas podem ser um bom caminho para aprendizagem, acessando os recursos de outras empresas (Lichtenthaler, 2016). As aquisições podem refletir diferentes níveis de aprendizagem, visto que as empresas podem adquirir outras no mesmo setor de seu *core business*, diretamente ligadas ao que já conhecem, ou seja, em via do que é mais conhecido e com menos riscos (Cho & Kim, 2017; Levinthal & March, 1993). Isto pode ocorrer com aquisições de empresas com o mesmo SIC da empresa adquirente. A tomada de decisão de adquirir o mesmo SIC aumenta o controle da operação estrangeira (Chen et al., 2017). Por outro lado, a *prospecção* de novos conhecimentos pode ser adquirida em aquisições com SIC diferente da empresa adquirida. Tal decisão poderá envolver maior risco, mas também pode ser a oportunidade de acessar novos conhecimentos, novos recursos (Carnahan, Agarwal & Campell, 2010; Wang, Xie e Zhu, 2015). A possibilidade de adquirir mais empresas, possuindo-as no mesmo SIC, pode refletir maior grau de exploração e, quanto mais aquisições de SICs diferentes, maior pode ser o grau de prospecção. Temos, assim, decisões estratégicas que podem estar vinculadas às motivações de aprendizagem (Carnahan et al., 2010; Vermeulen & Barkema, 2001).

A folga de recursos e a estratégia

Os recursos excedentes, que designamos por folga de recursos, levam a prospectar ou explorar (Bourgeois, 1981). Estas folgas de recursos estão relacionadas ao desempenho da empresa e podem ter relações diferentes com o desempenho (Daniel, 2004, Atuahene-Gima et al., 2005). A folga disponível, também designada como não absorvida, consiste em dispor de recursos excedentes, que podem ser utilizados no momento desejado e de imediato. Estes recursos são reconhecidos como, por exemplo, fluxos de caixas ou liquidez, excesso de recursos humanos, instalações (Tabesh et al., 2019). Já a folga de recursos potencial envolve recursos passíveis de serem absorvidos, como, por exemplo, financiamentos de dívidas, empréstimos (Boso, Danso, Leonidou, Uddin, Adeola, & Hultman., 2017). Por outro lado, ter a oportunidade de alocar recursos em novos produtos ou novas oportunidades de negócios, ou incrementar produtos existentes ou aprimorar competências exige ter acessos aos recursos. Ambientes institucionais diferentes podem ocasionar formas diferentes de obter recursos, ou mesmo criar folga de recursos (Boso et al., 2017). Autores indicam que as folgas não absorvidas são mais diretamente relevantes para iniciar aquisições que as folgas absorvidas (Yver & Miller, 2008).

Considerando que os recursos disponíveis e potenciais podem influenciar as decisões estratégicas e as orientações em prospectar ou explorar, conforme argumentado por Tabesh et al. (2019) e Berard e Fréchet (2020), são necessárias novas pesquisas que possam contribuir para a literatura sobre a folga de recursos. Os recursos não absorvidos em excesso podem encorajar a prospecção e diminuir a exploração. Ao inverso, se estes recursos forem baixos, a experimentação pode não ser a melhor escolha (Tabesh et al., 2019). Neste estudo, consideramos somente as folgas disponível e potencial, por entender que estes tipos de folgas podem refletir em estratégias de aquisições de empresas (Yver & Miller, 2008), pois estes recursos não absorvidos são mais flexíveis para este tipo de estratégia.

Folga disponível e prospecção

A disponibilidade de recursos pode permitir que empresas invistam em estratégias de aquisições de empresas. Os recursos disponíveis, tal como dinheiro em caixa, podem auxiliar gestores a negociar empresas, em mercados internos ou em outros mercados. Isto porque os recursos disponíveis aumentam a capacidade dos gestores de tomarem decisões de investimento (You, Jia, Dou, & Su, 2020). A folga de recursos financeira pode sustentar estratégias de internacionalização da empresa e sua expansão geográfica (Alessandri, Cerrato, & Depperu, 2014; Mann & Byun, 2017). Empresas que possuem maior capacidade de entrar em outros mercados podem também optar por maior

experimentação, o que leva a ter mais atividade de prospecção e menos de exploração (Tabesh et al., 2019; Li & Wang, 2019). Também permite que essas organizações possam melhorar sua capacidade de absorção de conhecimento e replicar este processo, executando mais exploração e prospecção. Fica evidente, neste sentido, que a aprendizagem é aprimorada por meio destas estratégias. Observa-se este processo nos estudos de Katila e Ahuja (2002) e de Kim, Mauldin e Petro (2012), em que empresas americanas e europeias *exploram* e *exploitam* mais que as empresas japonesas, aumentando, desta forma, a capacidade das empresas fazerem novas alianças, novos acordos, novas experimentações. Inversamente, quando estão em condição de inércia, sua capacidade de mudança é afetada (Marín-Idárraga et al., 2020) e executar mais do mesmo, pode ser a estratégia.

Portanto, quando a empresa possui folga de recursos disponíveis, o incentivo à prospecção pode ser mais atrativo, pois permite mais mudanças estratégicas, possibilidade de aprendizagem de novos recursos e novas capacidades. Isto pode ocorrer com aquisições de empresas que não estão no mesmo setor da empresa adquirente, pois a folga de recursos viabiliza estas aquisições e amortece eventuais riscos do processo e da integração da nova aquisição (Yver & Miller, 2008). Portanto, quando há dificuldades financeiras, os CEOs poderiam enfrentar mais obstáculos para efetuar aquisições. Entretanto, se houver mais recursos, a possibilidade de conclusões em aquisições de empresas é mais evidente (Yver & Miller, 2008). Assim, a primeira hipótese deste estudo foi formulada:

Hipótese 1: A folga de recursos disponível está positivamente relacionada a aquisições do tipo prospecção.

A folga de recursos potencial pode ser outra forma de as empresas conseguirem recursos que promovam estratégias de prospecção. As folgas potenciais estão vinculadas às estratégias condições de buscar este tipo de recursos no mercado. Empresas podem conseguir financiamentos, empréstimos que sustentem seus projetos e novas oportunidades (Levinthal & March, 1991). Assim, é necessário ter ou obter recursos, visto que as pesquisas mostram que existe uma relação positiva entre possuir recursos e aquisições de empresas (Yver & Miller, 2008). Os achados de Yver e Miller (2008) mostram que, mesmo que a empresa tenha condições de obter recursos no mercado, a folga potencial baixa não sinaliza motivação para aquisições e a folga potencial é significativa na relação folga de recursos e aquisições de empresas. Neste sentido, empresas que possuem baixa folga de recursos podem optar por estratégias que apoiam as atividades conhecidas e existentes, como aquisições de empresas do mesmo setor. Inversamente, havendo mais folga, as possibilidades de experimentação e aquisições em atividades menos conhecidas se torna mais atraente. Assim, é possível supor que, com a possibilidade de obter recursos, empresas podem arriscar mais em negócios novos, portanto:

Hipótese 2: A folga de recursos potencial está positivamente relacionada a aquisições do tipo prospecção.

Tempo de mandato do CEO

O tempo de mandato do CEO refere-se à longevidade do CEO nas suas funções e tem o potencial de influenciar as estratégias seguidas pela empresa, inclusive, as estratégias de aprendizado. A literatura mostra que à medida que aumenta o mandato do CEO, mais ele ou ela se torna conservador e menos propenso a mudanças (Musteen, Barker, & Baeten., 2006). Também, os CEOs com mandatos mais longos e melhores remunerações podem estar menos propensos a investir em projetos mais arriscados (Mousa & Chowdhury, 2014). A familiaridade com o assunto, dado ao seu tempo de mandato, pode oferecer mais segurança em gerenciar processos, por exemplo, de internacionalização e desempenho de empresa (Miller, 1991) e a uma associação negativa em investimentos (Barker & Mueller, 2002). É razoável propor que o tempo de mandato do CEO influencia decisões relacionadas à folga de recursos e nas decisões de investimentos estratégicos (Mousa & Chowdhury, 2014). O estudo de Tabesh et al. (2019) confirmou que as relações entre o tempo de mandato do CEO moderam negativamente a relação entre a folga não absorvida e atividades de prospecção. A atividade de prospecção, vinculada a aquisições de empresas em setores diferentes do setor de atuação do

adquirente, podem caracterizar que CEOs com tempo de mandato mais curto tendem a explorar mais e CEOs com mais tempo de mandato irão optar por aquisições de empresas no mesmo setor da adquirente.

A experiência com a aprendizagem no cargo conduz o CEO a repetir rotinas bem-sucedidas e arriscar menos em novas estratégias (Levinthal & March, 1981). CEOs que estão no mandato há pouco tempo podem observar folgas de recursos disponíveis, como dinheiro em caixa, como oportunidade de investimentos em aquisições de empresas. No entanto, se a experiência do CEO com a empresa não for suficiente para arriscar novos projetos, estratégias mais conservadoras prevaleceram. Dessa maneira, a falta de experiência ou conhecimento do CEO garante melhores estratégias em aquisições de empresas na exploração e investimento em novos negócios similares aos conhecidos. De outro modo, quando a aprendizagem sobre a empresa aumenta, esta relação é acentuada. Portanto, neste caso, menor ainda seria o interesse em aquisições de prospecção (Visser & Faems, 2015; Dutta, Malhortra & Zhu, 2016). A partir desses preceitos, a hipótese 3 deste estudo foi formulada.

Hipótese 3: O tempo de mandato do CEO modera negativamente a relação entre a folga disponível e as aquisições para prospecção.

O tempo de mandato do CEO pode influenciar a experiência acumulada e tornar suas decisões vinculadas a esta experiência. Quando o CEO tem a possibilidade de usar folgas de recursos, sua tomada de decisão levará em consideração suas experiências (Tabesh et al., 2019). Levando em consideração o tempo de mandato do CEO e a folga potencial, os CEOs podem utilizar estratégias, como aquisições de exploração (mais tempo no mandato) ou aquisições de prospecção (menos tempo no mandato). Este tipo de folga, a potencial, é a capacidade da empresa de obter recursos no mercado que auxiliam seus projetos futuros (Boso et al., 2017) e auxiliam os CEOs a tomarem decisões estratégicas.

Ações como aquisições de empresa podem ser estratégicas, para conquistas de novos mercados, novas tecnologias. Dessa maneira, utilizar este tipo de recurso pode ser viável para os CEOs, visto que a folga potencial é uma oportunidade de usar melhor seus recursos não absorvidos para negócios mais complexos e de longo prazo (Carnes, Xu, Sirmon, & Karadag, 2018), como as aquisições de empresas.

No entanto, a folga potencial, adquirida no mercado externo, pode ter efeitos diferentes nas estratégias das empresas (Tan & Peng, 2003). Primeiramente, porque os CEOs podem inferir capacidades cognitivas e de sua experiência para obter este tipo de recurso (Hambrick & Mason, 1984). Dessa maneira, a própria empresa pode ter estratégias direcionadas a aumentar sua participação em mercados externos e aumento de aprendizagem, por meio de aquisições de empresas.

É plausível considerar que o tempo de mandato do CEO poderá moderar a relação entre a folga de recurso potencial e o tipo de estratégia a ser tomada (Visser & Faems, 2015). O tempo de mandato, ou seja, o tempo em que o CEO está no cargo, aumenta sua experiência quanto à empresa e pode auxiliar em melhores negociações com o ambiente externo para obter mais recursos potenciais (Crossland, Zyung, Hiller, & Hambrick, 2014). O nível de folga potencial que a empresa obtém ou tem capacidade de obter determinará as estratégias que o CEO poderá tomar. Assim, mais folga poderá determinar estratégias de maior prospecção e menor folga, mais estratégias de exploração (Bourgeois & Singh, 1984).

Aquisições de empresas poderão ser tomadas ao nível disponível do recurso potencial adquirido pela empresa (Marlin & Geiger, 2015). Entretanto, quando o CEO está no mandato há pouco tempo e o nível de folga potencial é baixa, ele ou ela poderá optar por estratégias menos arriscadas, e explorar mais suas capacidades internas e conhecidas. Inversamente, se o CEO, mesmo com tempo de mandato mais curto, obtiver recursos potenciais no mercado, em níveis mais elevados, tenderá a arriscar mais em suas estratégias. Suportando que empresas que possuam mais recursos potenciais, adquiridos pela capacidade dos CEOs, podem investir em estratégias em aquisições de empresas mais arriscadas,

admite-se que há mais prospecção. Esta relação poderá ser negativa, dada a possível falta de experiência do CEO na empresa e a capacidade de aumentar a captação de recursos potenciais, com o pouco tempo de mandato. Dessa maneira, tem-se a quarta hipótese desta pesquisa.

Hipótese 4: O tempo de mandato do CEO modera negativamente a relação entre a folga potencial e as aquisições de empresa para prospecção.

3 Método

Para o teste das hipóteses, usamos dados secundários, coletados das bases de dados SDC da Thomson, Economatica, e outros coletados de relatórios corporativos. Os dados incluem as aquisições realizadas, no Brasil e no exterior, pelas empresas brasileiras, no período entre 2018 e 2019. O Brasil é o maior e mais populoso país da América Latina (Aguinis, Villamor, Lazzarini, Vassolo, Amorós, & Allen, 2020), com o maior PIB, e é uma das principais economias emergentes. O desenvolvimento institucional brasileiro vem ocorrendo gradualmente (Cuervo-Cazurra, 2016), com inúmeras transformações no sistema e estrutura econômica. Adicionalmente, algumas empresas brasileiras passaram a expandir as suas operações, inclusive internacionalmente, e, frequentemente, recorrendo à aquisição de empresas existentes. Por exemplo, em 2018, as empresas brasileiras concretizaram 480 aquisições, sendo que, em 2019, foram 465 aquisições, com 4,87% de aquisições internacionais (ou *cross-border*) (SDC Platinum).

3.1 Coleta de dados e amostra

Os dados relativos às aquisições de empresas foram extraídos da base de dados SDC (*Platinum da Securities Data Corporation - Mergers and Acquisitions*). Esta base é de acesso restrito, mas amplamente usada em estudos de aquisições de empresas (por exemplo, Ferreira et al., 2017). Identificamos as aquisições concretizadas (excluindo rumores, intenções e transações em curso) nos anos de 2018 e 2019. Este período é adequado por: (i) não se pretenderem análises longitudinais; (ii) incluírem um número substancial de transações; e (iii) não incluir dados de 2020 ou mais recentes, evitando-se eventuais vieses induzidos pela pandemia da COVID-19. A busca inicial resultou num total de 523 aquisições completas.

Os dados, específicos as empresas, foram coletados na base de dados Economatica. Excluímos da amostra transações realizadas por empresas para as quais não conseguimos identificar dados de variáveis relevantes para o estudo. Finalmente, os dados relativos aos CEOs foram pesquisados nos relatórios corporativos, formulários de referência submetidos à comissão de valores mobiliários – CVM (obrigatório para as empresas de capital aberto) e nas redes sociais. Assim, a amostra final foi composta por 272 aquisições (246 de outras empresas brasileiras e 26 de empresas estrangeiras). A

3.2 Variáveis

A variável dependente é o grau de exploração - prospecção. Para estabelecer uma métrica para o grau de exploração, considerou-se a conceitualização de exploração significando aproveitamento, implementar, investir em algo seguro, incremental e baseado nos recursos e competências existentes e detidas pela empresa. De outra maneira, prospecção significa procurar algo diferenciado, diferente do habitual e que se constitui em algo mais arriscado, radical e que envolve recursos e competências ainda não detidas pela empresa. Alguns estudos existentes mensuraram o grau de exploração-prospecção por meio de escalas (Dasí et al., 2015; Koryak et al., 2018; Tabesh et al., 2019; Marín-Idárraga et al., 2020), outros utilizaram patentes (Tabesh et al., 2019), e ainda outros argumentaram o potencial de aprendizado organizacional (Vermeulen & Barkema, 2001), e a entrada em alianças estratégicas (Li & Wang, 2019). Neste estudo seguimos a racional proposta por Ferreira (2015) e Ferreira et al. (2017), de analisar o negócio da empresa, aferindo que, quando uma empresa faz uma aquisição num setor de atividade diferente do seu setor principal, revela maior novidade e, desta forma, está próxima do conceito de prospecção. Em contraste, quando as aquisições envolvem

empresas no mesmo setor de atividade, nos quais, previsivelmente, usa os seus recursos, conhecimentos e competências, revelam-se casos próximos da conceitualização de exploração. Operacionalmente, para a coleta, utilizamos os códigos SIC (*Standard Industrial Classification*) da empresa adquirida e da adquirente, obtidos na SDC Platinum, como parâmetro para definir o grau de exploração-prospecção. Estes códigos são representados por quatro dígitos. Para estabelecer o grau de exploração-prospecção, usamos o seguinte critério: inicialmente, levantamos quanto a empresa adquiriu de SICs iguais, entre os SICs da empresa adquirente e da empresa alvo. Este valor foi expresso em números inteiros, somando os SICs iguais da empresa adquirente em relação aos SICs da empresa alvo. Da mesma forma, levantamos quanto a empresa adquiriu de SICs diferentes da empresa alvo, entre os SICs da empresa adquirente e a empresa alvo, com dados também expressos em números inteiros, somando os SICs diferentes da empresa adquirente em relação aos SICs da empresa alvo. Subtraímos o resultado dos SICs diferentes do resultado com SICs iguais, resultando o grau de exploração-prospecção. Os dados variam entre 14 graus positivos a 20 negativos. Quanto mais positivos, mais exploração e quanto mais negativos, mais prospecção.

Variáveis independentes

A folga de recursos assume dois tipos: folga disponível e folga potencial. A folga disponível refere-se aos recursos que a empresa tem que não foram absorvidos e se materializam em recursos líquidos, dinheiro em caixa e que estão disponíveis para realocação (Bourgeois, 1981; Bourgeois & Singh, 1983; Singh, 1986). Mensuramos a folga disponível com a razão entre o ativo circulante e o passivo circulante, que representam os recursos disponíveis e inexplorados (Chiu & Liaw, 2009; Tabesh et al, 2019). Os dados foram retirados na base de dados Economatica e calculados para os anos de 2018 e 2019.

A folga potencial refere-se à possibilidade de a empresa aceder a recursos de que não dispõe imediatamente internamente, por exemplo, empréstimos e financiamento externo. Uma empresa com alta taxa de dívida sobre o seu próprio capital terá pouca folga potencial (Bromiley, 1991; Marlin & Geiger, 2015), a qual refere-se, assim, a recursos que a empresa pode aceder para, por exemplo, fazer novos investimentos ou incrementar processos (Bourgeois, 1981; Bourgeois & Singh, 1983; Singh, 1986). Mensuramos a folga potencial com a razão entre o ativo total e o patrimônio líquido. Os dados também foram coletados na base de dados Economatica e calculados para os anos de 2018 e 2019.

O tempo de mandato do CEO se refere ao tempo que o CEO está no exercício do cargo, até o ano que propomos como filtro de análise. Estes dados foram pesquisados nas redes sociais do CEO, da empresa e no Formulário de Referência da CVM - Comissão de Valores Monetários. Foram considerados anos fechados, do ano da posse até o ano de análise. A literatura é extensa sobre diversos efeitos que o tempo de mandato do CEO pode ter sobre as ações e estratégias seguidas. O maior tempo de mandato parece levar os CEOs ao maior foco nas atividades internas, centradas na utilização dos recursos disponíveis. Em contraste, menor tempo de mandato do CEO pode corresponder à assunção de maiores riscos, à busca de novos investimentos e novas oportunidades (Tabesh et al., 2019).

Variáveis de controle

Consideramos um conjunto de variáveis de controle. Controlamos a coleta pelo setor de atividade da empresa adquirente para excluir eventuais efeitos setoriais e “modas”, pois empresas em setores mais tecnológicos podem ter tendência a investir em projetos de prospecção para analisar inovações emergentes (Chen, Yang, & Lin, 2013). Os setores de atividade podem determinar níveis de estratégias diferentes, inclusive sobre investimentos em aquisições de empresas, por exemplo, as aquisições de empresas são maiores no setor cíclico do que no setor não cíclico. Empresas brasileiras que estão no setor de consumo cíclico podem apresentar CEOs com mais tempo na empresa, com tempo superior a 18 anos no mandato, do que em empresas que estão no setor de consumo não-cíclico, com média de 14 anos (Main & Silva, 2021). Usamos, nesta variável, os critérios de classificação

setorial da Bolsa de Valores, nos quais os setores cíclicos são empresas que atuam em ramos de atividades cujo desempenho se alinham ao ciclo econômico, visto que, quando a economia anda bem, a empresa tende a estar bem economicamente. Exemplos de setores cíclicos são construção civil, hotéis e restaurantes, tecidos, vestuário e calçados, viagens e lazer, utilidades domésticas. Inversamente, as empresas que estão em setores não cíclicos sofrem menos impacto com os ciclos econômicos, com as crises econômicas que um país pode enfrentar. Exemplos de setores não cíclicos são *software*, elétrico, saneamento, alimentos, cosméticos, rodovias. Para mensurar, criamos uma variável dicotômica, assumindo o valor de 1 – para as empresas adquirentes em setores cíclicos e 0 – para empresas em setores não cíclicos.

Tratando-se da empresa, controlamos o efeito da idade da empresa adquirente. Empresas mais antigas e estabelecidas tenderão a ter maior propensão a concentrar-se na sua atividade central, explorando a sua experiência, notoriedade no mercado, recursos e competências (Medase, 2020). Possivelmente, as empresas mais antigas atêm-se às suas rotinas e formas de fazer as coisas. Consideramos a idade da empresa a partir de sua constituição formalizada nos documentos oficiais, até o final do ano proposto de análise.

Também, controlamos a amostra pelo tamanho da empresa adquirente. Empresas maiores podem ter maior capacidade financeira, quer seja em recursos disponíveis, quer seja em ativo total, com maior capacidade de fazer investimentos e aquisições (Main & Silva, 2021; Brown & Sarma, 2007). O tamanho foi mensurado usando os dados de receita líquida, por captarem melhor eventuais efeitos, dada a nossa variável de interesse – folga de recursos. Os dados foram coletados na Economatica e logaritimizados de modo a atenuar-se o efeito de empresas adquirentes muito grandes.

Quanto às operações em si, controlamos a variável valor da transação. Maiores valores negociados poderiam exigir mais recursos das empresas adquirentes para o investimento e as reservas financeiras podem auxiliar este processo (Tan & Peng, 2003). Usamos o valor da transação disponibilizado na plataforma SDC.

Em relação às características do CEO, controlamos a variável idade do CEO. A maior idade do CEO pode refletir em menos aquisições de prospecção (Cho & Kim, 2017). Atividades que envolvam maior risco e controle podem não ser as estratégias de interesse dos CEOs que estejam mais velhos e próximos de se aposentarem (Barker & Mueller, 2002). Dessa maneira, usamos a idade do CEO, em anos completos, até o final do ano de 2019.

4 Resultados

A Tabela 2 apresenta a matriz de correlações, havendo correlação negativa e moderada entre grau de exploração-prospecção e a idade do CEO ($p = -.212$; $p < 0,0042$). Esta evidência sustenta a ideia de que CEOs mais novos tendem a mais prospecção e CEOs mais velhos tendem a explorar mais. A correlação entre o tempo de mandato do CEO e o grau de prospecção-exploração foi positiva e baixa ($p = ,140$; $p < 0,020$), sugerindo que CEOs com tempo de mandato mais curto tendem a menos exploração e mais a prospecção. Não há correlações altas que levantem suspeitas de multicolinearidade e o VIF - *variance inflation fator* - apresentou valores inferiores a 1,5, confirmando que não há multicolinearidade.

Tabela 2

Estatísticas descritivas e matriz de correlações

	Média	Desvio padrão	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1 Grau de exploração-prospecção	-,66	3,772	1,000								
2 Idade CEO	46,35	11,011	-,212**	1,000							
3 Setor	,74	,442	-,130*	,038	1,000						
4 Idade Empresa	27,77	18,888	-,030	,162**	,261**	1,000					
5 Tamanho Empresa	6,4857	,6505	-,007	,086	,044	,209**	1,000				

6 Valor da Transação	547842,42	498573,577	,031	-,060	,175**	-,150*	,220**	1,000			
7 Folga Disponível	1,77	0,994	,004	-,195**	-,151*	-,035	-,128*	-,011	1,000		
8 Folga Potencial	4,50	7,628	-,013	,070	-,054	-,167**	,282**	,095	-,191**	1,000	
9 Tempo Mandato	2018,51	0,501	,140*	,204**	-,078	-,016	-,059	,107	-,093	-,027	,042

Correlações de Spearman. * $p < 0,05$, *** $p < 0,01$ (2 extremidades).

A Tabela 3 apresenta os resultados estatísticos da regressão linear para a variável dependente grau de exploração-prospecção. O modelo 1 inclui apenas as variáveis de controle. Os modelos 2 e 3 testam as hipóteses 1 e 2, apenas com as variáveis independentes, separadamente. O modelo 4 inclui as variáveis independentes simultaneamente. O modelo 5 inclui a variável de tempo de mandato, sem a moderação. O modelo 6 é o modelo completo, incluindo as interações propostas nas hipóteses 3 e 4 do efeito moderador do tempo de mandato do CEO na relação entre a folga de recursos e a adoção de estratégias de prospecção-exploração.

Tabela 3.

Teste do efeito da folga de recursos e moderação do tempo de mandato do CEO

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
Idade CEO	-0,188**	-0,196**	-0,153**	-0,167**	-0,189**	-0,201***
Setor Cíclico	-0,078	-,085	-,002	-0,012	-0,011	0,031
Idade Empresa	0,129**	0,131**	,008	0,009	0,019	0,023
Tamanho Empresa	-0,020	-,027	0,126**	0,119*	0,117*	0,120*
Valor da Transação	0,046	,048	-,059	-0,058	-0,059	-0,081
Folga Disponível		-,051		-0,085	-0,074	-0,198**
Folga Potencial			-0,391***	-0,400***	-0,384***	-0,548***
Tempo Mandato					0,092	-0,277**
TempoMand_FDisponível						0,256*
TempoMand_FPotencial						0,291**
R2	,047	,049	,163	,170	,178	,214
R2Ajustado	,029	,028	,144	,148	,153	,184
N	272	272	272	272	272	272

* $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Os resultados confirmam a hipótese 1, propondo que a folga potencial favorece a prospecção, com um coeficiente negativo e significativo ($\beta = -0,391$, $p < 0,05$). O coeficiente para folga disponível, no modelo 2, não é significativo, mas é significativo e negativo no modelo completo ($\beta = -0,198$, $p < 0,05$) (modelo 6). Assim, a folga disponível contribui com a folga potencial, para a adoção de estratégias de prospecção, confirmando, pelo menos parcialmente, a hipótese 2. Podemos concluir que a folga de recursos é um determinante na adoção de estratégias e prospecção.

O efeito moderador do tempo de mandato do CEO é testando no modelo 6. Os resultados revelam um coeficiente marginalmente positivo para a interação com a folga disponível ($p < 0,1$) e positiva e significativa para a folga potencial ($\beta = 0,291$, $p < 0,05$). Estes resultados permitem confirmar a hipótese 4, mas apenas marginalmente a hipótese 3. Assim, há pelo menos alguma evidência que o tempo de mandato do CEO interfere na adoção de estratégias de prospecção-exploração pelas empresas, em face de folga de recursos. No entanto, o maior tempo de mandato do CEO interfere aumentando a probabilidade de a empresa fazer aquisições do tipo de exploração, ou seja, aquisições envolvendo menor nível de risco e incerteza, e mais alinhadas com o negócio central da empresa que gere.

Análise da moderação pelo tempo de mandato do CEO

Realizamos uma análise de moderação, no *software* Process-SPSS, com o objetivo de investigar como e qual a extensão com que o tempo de mandato do CEO modera a relação entre a folga de recursos e o grau de exploração-prospecção. Efetuamos as análises com os dois tipos de folga de recursos: disponível e potencial. A Tabela 4 apresenta os dados da relação entre os dois tipos de folga de recursos e o grau de exploração-prospecção, conforme testes Hayes (2018).

A análise da moderação relacionando a folga de recursos disponível não teve significância, neste teste, conformados nos dados estatísticos do modelo ($\beta=0,000$, $p<0,925$). Isto confirma o que encontramos na regressão linear, com a folga disponível isoladamente.

O resultado para folga potencial e o grau de exploração-prospecção moderado pelo tempo de mandato foi significativo no modelo ($\beta=0,180$, $p<0,0001$). Este resultado confirma que, se o tempo de mandato for menor, existe a intenção de aquisições de prospecção e o tempo aumentando a intenção do CEO por aquisições de exploração é mais evidente. Esta evidência está nos números negativos encontrados nos efeitos condicionais na razão de 16% inferior (-,6875, $p<0,05$) e positivos na razão de 16% superior (4,3125, $p<0,05$). Conduzimos testes adicionais de Johnson-Neyman, que confirmaram a significância do tempo de mandato sobre a relação entre a folga potencial e o grau de exploração-prospecção. Este teste apresentou uma relação significativa negativa em 67,279% (abaixo de 0,050) dos casos e uma relação significativa positiva em 80,514% (acima de 4,091), reforçando os testes encontrados anteriormente. O resultado para folga de recursos disponível e o grau de exploração-prospecção não foi significativo, não permitindo a apresentação destes dados.

Tabela 4.

Análise da moderação do tempo de mandato

		<i>Coefficiente (b)</i>	<i>Erro-Padrão</i>	<i>t</i>	<i>p</i>	
Folga Disponível	Constant	1,771	0,061	29,108	0,000	
	Grau de exploração-prospecção (x)	0,002	0,020	0,123	0,902	
	Tempo de Mandato (w)	-0,023	0,011	-2,045	0,042	
	Grau de exploração-prospecção * Tempo Mandato (X*W)	0,000	0,005	0,094	0,925	
		<i>Coefficiente (b)</i>	<i>Erro-Padrão</i>	<i>t</i>	<i>p</i>	
Folga Potencial	Constant	4,144	0,414	10,007	0,000	
	Grau de exploração-prospecção (x)	-0,274	0,134	-2,050	0,041	
	Tempo de Mandato (w)	-0,140	0,076	-1,828	0,069	
	Grau exploração-prospecção * Tempo Mandato (X*W)	0,180	0,032	5,636	0,000	
	Efeitos Condicionais (W)					
		- 4,6875 (16% Inferior)	-1,116	0,131	-8,512	0,000
		- 1.6875 (64% mediano)	-0,577	0,112	-5,170	0,000
	4,3125 (16% superior)	-0,501	0,241	2,083	0,038	

Fonte: elaborada pela autora (2022).

Efetuamos outra análise para entender o resultado parcial da folga disponível, encontrado na regressão linear. Apresentamos a variável moderadora em três partes, como sugere Hayes (2018), em 16% inferior, 64% mediano e 16% superior. Foram efetuados os testes de regressão nestas três medidas, para identificar as relações entre as variáveis em níveis diferentes, como expresso nas Figuras 1 e 2.

A Figura 1 é a representação gráfica da saída dos dados nos três níveis de análise para a folga disponível. Existe uma inclinação não muito forte, mas evidente, de que, se o tempo de mandato for mais curto, haverá mais intenções de aquisições de prospecção (dada a inversão de sinais, neste caso negativo). E quando o tempo de mandato vai aumentando, maior parece ser a intenção de aquisições de exploração. Identificou-se que os resultados no tempo intermediário diminuem sua inclinação e o

tempo de mandato, quando longo, quase não produz efeito do tempo de mandato entre a folga disponível e intenção de aquisições de exploração-prospecção. Esta análise permitiu compreender por que a folga disponível não obteve significância quando analisada isoladamente. Entretanto, em conjunto com a folga potencial, as variáveis podem surtir efeitos significantes. Este pode ser considerado um parâmetro, quando estudamos folgas não absorvidas (disponível e potencial) relacionadas e resultados significativamente positivos. Figura 2 apresenta os resultados para a folga potencial. É possível observar a conformidade com os resultados anteriores. CEOs mais novos no mandato, que possuem folga de recursos potenciais em níveis mais baixos, tendem a prospectar mais e explorar menos ($B=-1,116$, $p<0,0001$). O tempo de mandato intermédio, que possui folga de recursos em níveis pouco mais elevado, tendem a prospectar ainda mais e explorar menos ($B=-0,5772$, $p<0,00001$). A situação inversa, fortalece a referência de que o maior tempo de mandato aumenta o grau de exploração ($B=4,3125$, $p= <,0382$).

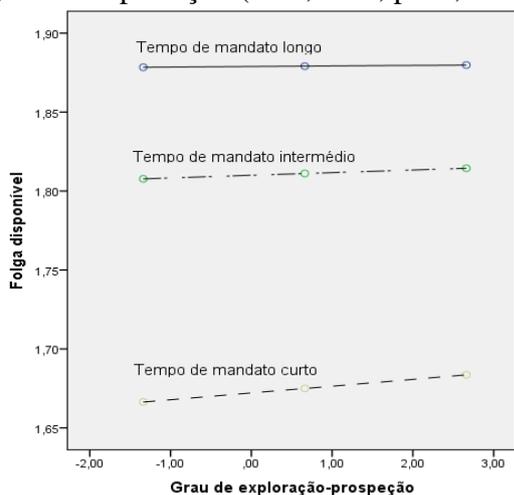


Figura 1

Relação entre folga disponível e grau de exploração-prospecção e a moderação com o tempo de mandato

Notas: Tempo de mandato: o - Efeito em -16% (-4,69), # - Efeito em 64% (-1,69), x -Efeito em +16% (+4,31)

Fonte: computado com o Process SPSS (2022), considerando tempo de mandato como moderadora e regressões em três níveis de análise.

5.

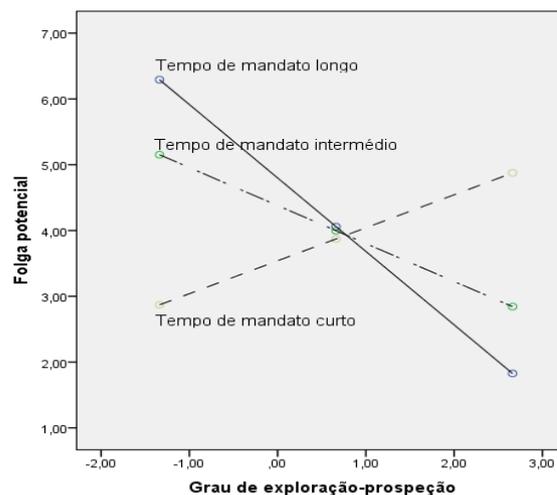


Figura 2

Relação entre folga potencial e grau de exploração e a moderação com o tempo de mandato

Notas: Tempo de mandato: o - Efeito em -16% (-4,69), # - Efeito em 64% (-1,69), x -Efeito em +16% (+4,31)

Fonte: computado com o Process SPSS (2022), considerando tempo de mandato como moderadora e regressões em três níveis de análise.

Discussão

Neste estudo, avaliamos como a folga de recursos – que distinguimos em folga disponível e folga potencial – influencia a estratégia de exploração e prospecção em aquisições de empresas e como o tempo de mandato do CEO modera esta relação. As aquisições de empresas já foram notadas como um veículo para o aprendizado (Vermeulen & Barkema, 2001; Alessandri et al., 2014; Ferreira, 2005) e para a reconfiguração do leque de recursos e competências de que a empresa dispõe (Iver & Miller, 2008).

A capacidade de realizar aquisições, pelos recursos envolvidos, e a assunção de riscos que as aquisições podem encerrar precisam ser analisadas, considerando a folga de recursos (Bourgeois & Singh, 1983). No entanto, há fatores de ordem comportamental dos CEOs que, previsivelmente, influenciam as decisões sobre o nível de risco e incerteza a incorrer (Tabesh et al., 2019; Hambrick & Mason, 1984).

A utilização do Brasil como contexto empírico do estudo é relevante, não apenas pela dimensão e importância econômica relativa do país no contexto mundial e da América Latina. O uso deste contexto também é justificado pelo grau de discricionariedade gerencial de que os CEOs brasileiros tipicamente dispõem, num ambiente em que há um predomínio de empresas com estrutura e controle familiar (Serra et al., 2016). Por outro lado, dado o volume de aquisições que as empresas brasileiras têm realizado, uma parte destas nos mercados externos, há o potencial de aprendizado organizacional, que pode contribuir para a melhoria de processos internos e para a melhor atuação nos mercados. Ou seja, é relevante entender o potencial de prospecção e exploração envolvido nas aquisições realizadas pelas empresas brasileiras.

Os resultados indicam que a folga de recursos influencia, efetivamente, a decisão de aquisições de exploração ou prospecção. Realizar aquisições requer um volume substancial de recursos (Kuusela, Keil & Maula, 2017) e a folga de recursos potencial mostrou-se significativa num efeito conducente à concretização de aquisições que visam a prospecção; ou seja, o aprendizado. Esta é a evidência que confirma estudos realizados em outros contextos sobre a relevância da folga de recursos potencial (Iyer & Miller, 2008; Lungeanu, Stern, & Zajac, 2016; Kuusela, Keil, & Maula, 2017). Os resultados também confirmam evidência anterior sobre o efeito da folga de recursos não absorvida na diversificação, por exemplo, por aquisições (Alessandri, Cerrato, & Depperu, 2014; Lungeanu, Stern, & Zajac, 2016; Wan & Yiu, 2009). A disponibilidade de folgas não absorvidas incentiva as decisões de experimentar novas áreas (Nohria & Gulati, 1996), pelo investimento oportuno em áreas arriscadas, mas com potencial (Mousa & Chowdhury, 2014), que, neste estudo, descrevemos como aquisições de prospecção. A relevância da folga potencial está ligada à possibilidade de acesso a recursos mais significativos, como financiamento, empréstimos, investidores e outros (Bourgeois & Singh, 1983). Os resultados das moderações indicam que o tempo de mandato do CEO pode alterar as estratégias de aquisições, dados diferentes níveis de folga de recursos. O CEO brasileiro parece ter discricionariedade na alocação dos recursos disponíveis. Examinando o tempo de mandato dos CEOs, estes profissionais com mais tempo no cargo parecem ser mais prudentes em seus investimentos, preferindo estratégias de exploração (Musteen et al., 2006). As análises indicam que, quanto maior o tempo de mandato, maior será o número de aquisições para exploração na presença de folga não absorvida. Por outro lado, quanto menor o tempo de mandato, maior será a quantidade de aquisições para prospecção.

Este estudo contribui para a compreensão do efeito da folga de recursos para as decisões de aquisições para exploração ou para prospecção. A literatura, em geral, indica que um aspecto fundamental para a decisão de aquisições é a disponibilidade de folga de recursos (Wan & Yiu, 2009), em especial, pela disponibilidade de folga disponível e de folga potencial, que são folgas não absorvidas (Chen & Miller, 2007). No entanto, existe a necessidade de compreender como a folga é utilizada (Alessandri, Cerrato, & Depperu, 2014). A folga de recursos pode ser utilizada para decisões para exploração, que reforça as condições existentes, ou para prospecção, que busca a mudança (Voss, Sirdeshmukh & Voss, 2008). As aquisições são potencializadas pela disponibilidade de recursos não absorvidos (Hess & Rothaermel, 2011), principalmente as aquisições para prospecção (Alessandri, Cerrato, & Depperu, 2014). No entanto, a decisão do CEO de adquirir para exploração ou para prospecção, ou seja, para o uso da folga de recursos não absorvida, é dependente do tempo de mandato. CEOs com menor tempo de mandato tendem a optar por adquirir empresas para prospecção, enquanto os CEOs com mais tempo de mandato, buscam aquisições para exploração.

Este estudo contribui para a literatura do alto escalão (Hambrick & Mason, 1984), primeiro, porque os estudos sobre o CEO são relevantes em vários contextos. Identificou-se a importância que tem o CEO para o desempenho da empresa, ou para projetos a serem desenvolvidos, sejam de explorar ou de prospectar, com folga de recursos. Entretanto, quanto ao modo como são tomadas as decisões, ainda há necessidade de mais pesquisas, especialmente quanto ao tipo de folga de recursos que a empresa tem e qual decisão o CEO irá tomar, principalmente quando relacionados aos aspectos sociais e

psicológicos deste CEO (Tabesh et al., 2019). Os achados também contribuíram para a literatura sobre folga de recursos (March, 1991), pois, buscou-se examinar duas formas em que podem existir as folgas de recursos: disponível e potencial. Os estudos mostram a relevância de pesquisas que unam estes dois tipos de folga “não absorvidas” pela empresa, em uma única análise. Neste estudo, propusemos identificar seus efeitos de forma diferenciada, principalmente quanto ao efeito moderado do tempo de mandato no CEO e a disponibilidade destes recursos separadamente.

Em termos gerenciais, este estudo apresenta a influência do CEO nas decisões ligadas ao uso dos recursos para as aquisições de empresas. Os seus comportamentos são distintos considerando o tempo de mandato, possibilitando decisões de aquisições motivadas pela prospecção ou exploração. Os resultados podem ajudar aos membros de conselhos de administração e investidores para a substituição do CEO em função do desafio contextual, como para a atenção à possibilidade de comportamentos com viés. Por exemplo, é possível se assumirem riscos de aquisições para prospecção sem estarem suportadas por uma necessidade estratégica, ou por uma aquisição para exploração, quando uma mudança estratégica atual ou futura, seja necessária.

5.1 Limitações e pesquisa futura

As limitações deste estudo estão, em essência, nas restrições impostas pelo uso de dados secundários, que não permitem avaliações detalhadas de contexto e do comportamento efetivo dos CEOs. Assim, seria relevante estender as análises a outras características individuais e mesmo de personalidade dos CEOs. Outra limitação é utilizar somente um país, o Brasil, para análise. Contextos institucionais diferentes podem sugerir outros tipos de resultados.

Sugerimos pesquisas futuras que envolvam a idade do CEO e o tempo de existência da empresa. Empresas que possuem CEOs mais velhos no comando das empresas mais jovens poderiam apresentar efeitos iguais na percepção da folga de recursos, principalmente, se este CEO tem capacidade de obter mais recursos no mercado (folga potencial), considerando sua relevância em instituições no mercado. Outras pesquisas são sugeridas, quanto às questões institucionais. A primeira sugestão seria efetuar uma análise comparativa em países emergentes, mas com estrutura institucional financeira e econômica diferentes do Brasil. Os resultados podem ser diferentes, quanto ao acesso à folga potencial (Yver & Miller, 2008). Outra forma seria comparar dois países que estão crescendo em número de aquisições de empresas, identificando se isto é um efeito macro institucional ou se é efeito efetivo da folga de recursos organizacional, à semelhança dos estudos de Katila e Ahuja (2002), de Ju e Zhao (2009) e Kim et al. (2012).

Referências

- Aguinis, H., Villamor, I., Lazzarini, S., Vassolo, R., Amorós, J., & Allen, D. (2020). Conducting management research in Latin America: Why and what’s in it for you? *Journal of Management*, 46(5), 615–636.
- Alessandri, T., Cerrato, D., & Depperu, D. (2014). Organizational slack, experience, and acquisition behavior across varying economic environments. *Management Decision*, 52(5), 967–982.
- Atuahene-Gima, K., & Murray, J. (2007). Exploratory and exploitative learning in new product development: A social capital perspective on new technology ventures in China. *Journal of International Marketing*, 15(2), 1-29.
- Barker, V., & Mueller, G. (2002). CEO characteristics and firm R&D spending. *Management Science*, 48(6), 782–801.
- Berard, C., & Fréchet, M. (2020). Organizational antecedents of exploration and exploitation in SMEs: The role of structural and resource attributes. *European Business Review*, 32(2), 211–226.
- Boso, N., Danso, A., Leonidou, C., Uddin, M., Adeola, O., & Hultman, M. (2017). Does financial resource slack drive sustainability expenditure in developing economy small and medium-sized enterprises? *Journal of Business Research*, 80(April), 247–256.

- Bourgeois, L. (1981). On the measurement of organizational slack. *Academy of Management Review*, 6(1), 29-39.
- Bourgeois, L., & Singh, J. (1983). Organizational slack and political behavior among Top Management Teams. *Academy of Management Proceedings*, 1983(1), 43–47.
- Bromiley, P. (1991). Testing a causal model of corporate risk-taking and performance. *Academy of Management Journal*, 34(1), 37–59.
- Brown, R., & Sarma, N. (2007). CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions. *Journal of Economics and Business*, 59(5), 358-379.
- Carnahan, S., Agarwal, R., & Campbell, B. (2010). The effect of firm compensation structures on the mobility and entrepreneurship of extreme performers. *Business*, 253(February 2009), 1–43.
- Carnes, C., Xu, K., Sirmon, D., & Karadag, R. (2019). How competitive action mediates the resource slack–performance relationship: A meta-analytic approach. *Journal of Management Studies*, 56(1), 57–90.
- Chen, S., Huang, C., & Lin, C. (2017). Observational learning from acquisition outcomes of innovation leaders. *Financial Management*, 46(2), 487–522.
- Chen, W., & Miller, K. (2007). Situational and institutional determinants of firms' R&D search intensity. *Strategic Management Journal*, 28(4), 369-381.
- Chen, Y., Yang, D., & Lin, F. (2013). Does technological diversification matter to firm performance? The moderating role of organizational slack. *Journal of Business Research*, 66(10), 1970–1975.
- Chiu, Y., & Liaw, Y. (2009). Organizational slack: Is more or less better? *Journal of Organizational Change Management*, 22(3), 321–342.
- Cho, S., & Kim, S. (2017). Horizon problem and firm innovation: The influence of CEO career horizon, exploitation and exploration on breakthrough innovations. *Research Policy*, 46(10), 1801–1809.
- Crossland, C., Zyung, J., Hiller, N., & Hambrick, D. C. (2014). CEO career variety: Effects on firm-level strategic and social novelty. *Academy of Management Journal*, 57(3), 652-674.
- Cuervo-Cazurra, A. (2016). Multilatinas as sources of new research insights: The learning and escape drivers of international expansion. *Journal of Business Research*, 69(6), 1963-1972.
- Daniel, F., Lohrke, F., Fornaciari, C., & Turner, R. (2004). Slack resources and firm performance: A meta-analysis. *Journal of Business Research*, 57(6), 565–574.
- Dasí, A., Iborra, M., & Safón, V. (2015). Beyond path dependence: Explorative orientation, slack resources, and managerial intentionality to internationalize in SMEs. *International Business Review*, 24(1), 77–88.
- Dolmans, S., Burg, E., Reymen, I., & Romme, A. (2014). Dynamics of resource slack and constraints: Resource positions in action. *Organization Studies*, 35(4), 511-549.
- Dutta, D., Malhotra, S., & Zhu, P. (2016). Internationalization process, impact of slack resources, and role of the CEO: The duality of structure and agency in evolution of cross-border acquisition decisions. *Journal of World Business*, 51(2), 212–225.
- Ferreira, M. (2005). *Building and leveraging knowledge capabilities through cross border acquisitions: The effect of the MNC's capabilities and knowledge strategy on the degree of equity ownership acquired*. Tese de Doutorado em Business Administration. University of Utah, UTAH, Estados Unidos.
- Ferreira, M., Borini, F., Vicente, S., & Almeida, M. (2017). The pre-acquisition process: The temporal hiatus between the announcement and completion in foreign acquisitions in Brazil. *International Journal of Emerging Markets*, 12(2), 400–414.
- Field, L., & Mkrtychyan, A. (2017). The effect of director experience on acquisition performance. *Journal of Financial Economics*, 123(3), 488-511.
- Greve, H. (2007). Exploration and exploitation in product innovation. *Industrial and Corporate Change*, 16(5), 945–975.

- Hambrick, D., & Mason, P. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
- Hayes, A. F. (2018). Partial, conditional, and moderated moderated mediation: Quantification, inference, and interpretation. *Communication monographs*, 85(1), 4-40.
- Hayward, M., & Hambrick, D. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly*, 42(1), 103-127.
- Herrmann, P., & Datta, D. (2006). CEO experiences: Effects on the choice of FDI entry mode. *Journal of Management Studies*, 43(4), 755-778.
- Iyer, D. N., & Miller, K. D. (2008). Performance feedback, slack, and the timing of acquisitions. *Academy of Management Journal*, 51(4), 808–822.
- Ju, M., & Zhao, H. (2009). Behind organizational slack and firm performance in China: The moderating roles of ownership and competitive intensity. *Asia Pacific Journal of Management*, 26(4), 701–717.
- Katila, R., & Ahuja, G. (2002). Something old, something new: A longitudinal study of search behavior and new product introduction. *Academy of Management Journal*, 45(6), 1183-1194.
- Kim, K., Mauldin, E., & Patro, S. (2014). Outside directors and board advising and monitoring performance. *Journal of Accounting and Economics*, 57(2-3), 110-131.
- Koryak, O., Lockett, A., Hayton, J., Nicolaou, N., & Mole, K. (2018). Disentangling the antecedents of ambidexterity: Exploration and exploitation. *Research Policy*, 47(2), 413–427.
- Kuusela P, Keil T, Maula M. 2017. Driven by aspirations, but in what direction? Performance shortfalls, slack resources, and resource-consuming vs. resource-freeing organizational change. *Strategic Management Journal* 38(5):1101–1120.
- Lavie, D., Stettner, U., & Tushman, M. (2010). Exploration and exploitation within and across organizations. *Academy of Management Annals*, 4(1), 109–155.
- Levinthal, D., & March, J. (1993). The myopia of learning. *Strategic Management Journal*, 14(2 S), 95–112.
- Li, W., & Wang, L. (2019). Strategic choices of exploration and exploitation alliances under market uncertainty. *Management Decision*, 57(11), 3112–3133.
- Lichtenthaler, U. (2016). The role of unabsorbed slack in internal and collaborative innovation processes: A Resource-Based framework. *International Journal of Innovation and Technology Management*, 13(3), 1–13.
- Lungeanu, R., Stern, I., & Zajac, E. (2016). When do firms change technology-sourcing vehicles? The role of poor innovative performance and financial slack. *Strategic Management Journal*, 37(5), 855-869.
- Medase, S. K. (2020). Product innovation and employees' slack time. The moderating role of firm age & size. *Journal of Innovation & Knowledge*, 5(3), 151-174.
- Main, K., & Silva, V. (2021). Relações entre características dos CEOs e as decisões de fusões e aquisições realizadas por empresas brasileiras. *Brazilian Business Review*, 18, 371-396.
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2007). Corporate financial policies with overconfident managers. *National Bureau of Economic Research*. NBER Working Paper nº 13570.
- Mann, M., & Byun, S. (2017). To retrench or invest? Turnaround strategies during a recessionary time. *Journal of Business Research*, 80, 24–34.
- March, J. (1991). Exploration and exploitation in organizational learning. *Organization Science*, 2(1), 71–87.
- Marín-Idárraga, D., González, J., & Medina, C. (2016). The antecedents of exploitation-exploration and their relationship with innovation: A study of managers' cognitive maps. *Creativity and Innovation Management*, 25(1), 18–37.
- Marín-Idárraga, D., Hurtado González, J., & Medina, C. (2020). Factors affecting the effect of exploitation and exploration on performance: A meta-analysis. *Business Research Quarterly*. 1-25.

- Marlin, D., & Geiger, S. W. (2015). A reexamination of the organizational slack and innovation relationship. *Journal of Business Research*, 68(12), 2683–2690.
- Mazon, G., Silva, F., Ferreira, M., & Serra, F. (2017). Knowledge motives in the cross-border acquisitions: A case research of three Brazilian multinationals. *Management Research*, 15(1), 103–123.
- McMillan, C., & Overall, J. (2017). Crossing the chasm and over the abyss: Perspectives on organizational failure. *Academy of Management Perspectives*, 31(4), 271–287.
- Miller, D. (1991). Stale in the saddle: CEO tenure and the match between organization and environment. *Management Science*, 37(1), 34–52.
- Mousa, F., & Chowdhury, J. (2014). Organizational slack effects on innovation: The moderating roles of CEO tenure and compensation. *Journal of Business Economics and Management*, 15(2), 369–383.
- Musteen, M., Barker, V., & Baeten, V. (2006). CEO attributes associated with attitude toward change: The direct and moderating effects of CEO tenure. *Journal of Business Research*, 59(5), 604–612.
- Nohria, N., & Gulati, R. (1996). Is slack good or bad for innovation?. *Academy of Management Journal*, 39(5), 1245–1264.
- Rau, D., Flores, L., & Simha, A. (2020). A moderated-mediated examination of the relations among strategic planning, organizational learning, slack and firm performance. *Management Decision*, 59(9), 2200–2216.
- Serra, F., Três, G., & Ferreira, M. (2016). The ‘CEO’ effect on the performance of Brazilian companies: An empirical study using measurable characteristics. *European Management Review*, 13(3), 193–205.
- Singh, J. V. (1986). Performance, slack, and risk taking in organizational decision making. *Academy of Management Journal*, 29(3), 562–585.
- Tabesh, P., Vera, D., & Keller, R. (2019). Unabsorbed slack resource deployment and exploratory and exploitative innovation: How much does CEO expertise matter? *Journal of Business Research*, 94, 65–80.
- Tan, J., & Peng, M. (2003). Organizational slack and firm performance during economic transitions: two studies from an emerging economy. *Strategic Management Journal*, 24(13), 1249–1263.
- Tanure, B., & Cançado, V. (2005). Fusões e aquisições: Aprendendo com a experiência brasileira. *Revista de Administração de Empresas*, 45(2), 10–22.
- Troilo, G., De Luca, L., & Atuahene-Gima, K. (2014). More innovation with less? A strategic contingency view of slack resources, information search, and radical innovation. *Journal of Product Innovation Management*, 31(2), 259–277.
- Uotila, J., Maula, M., Keil, T., & Zahra, S. (2009). Exploration, exploitation, and financial performance: Analysis of S&P 500 corporations. *Strategic Management Journal*, 30(2), 221–231.
- Vermeulen, F., & Barkema, H. (2001). Learning Through Acquisitions. *Academy of Management Journal*, 44(3), 457–476.
- Visser, M., & Faems, D. (2015). Exploration and Exploitation within Firms: The Impact of CEOs’ Cognitive Style on Incremental and Radical Innovation Performance. *Creativity and Innovation Management*, 24(3), 359–372.
- Voss, G., Sirdeshmukh, D., & Voss, Z. (2008). The effects of slack resources and environmental threat on product exploration and exploitation. *Academy of Management Journal*, 51(1), 147–164.
- Wan, W., & Yiu, D. (2009). From crisis to opportunity: Environmental jolt, corporate acquisitions, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 30(7), 791–801.
- Wang, C., Xie, F., & Zhu, M. (2015). Industry expertise of independent directors and board monitoring. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(5), 929–962.
- You, X., Jia, S., Dou, J., & Su, E. (2020). Is organizational slack honey or poison? Experimental research based on external investors’ perception. *Emerging Markets Review*, April, 1–10.