UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

INVESTIGAÇÃO DO IMPACTO DA PROPRIEDADE FAMILIAR EM EVENTOS DE AQUISIÇÕES NO BRASIL

Pedro Issao Takenouchi

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo

SÃO PAULO
2013

Prof. Dr. João Grandino Rodas
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Reinaldo Guerreiro
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Adalberto Américo Fischmann
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Lindolfo Galvão de Albuquerque
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

PEDRO ISSAO TAKENOUCHI

INVESTIGAÇÃO DO IMPACTO DA PROPRIEDADE FAMILIAR EM EVENTOS DE AQUISIÇÕES NO BRASIL

Dissertação apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo

Versão Corrigida
(Versão original disponível na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade)

SÃO PAULO

2013

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Takenouchi, Pedro Issao
Investigação do impacto da propriedade familiar em eventos de aquisições no Brasil / Pedro Issao Takenouchi. -- São Paulo, 2013.
249 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2013.
Orientador: Eduardo Kazuo Kayo.

1. Empresas familiares 2. Fusão e aquisição de empresas 3. Empresas-Aquisição.
I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 658.041

A Deus;

Aos meus pais (Masaaki e Inês) e irmãos (Marcos Masashi e Evandro Kendi);

À minha namorada, Denise;

Aos meus familiares e antepassados;

Aos amigos.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus pela finalização desta Dissertação, por cada dia na Terra, e por colocar em minha vida cada um dos familiares e amigos que fiz.

Dedico todo meu trabalho e agradeço incondicionalmente aos meus pais e aos meus irmãos. Não tenho palavras para agradecer por tudo, a cada um de vocês. Pai e Mãe, este, e todos os outros trabalhos que puder vir a fazer em vida, dedico a vocês! Fico contente em ainda poder lhes agradecer pessoalmente a cada dia!

Agradeço à minha namorada, Denise, pela força e apoio dado.

Agradeço aos meus familiares e antepassados, em especial, minha madrinha Adélia, padrinho Alekisho, e aos meus avós *in memoriam*.

Agradeço ao Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo, meu orientador, pela paciência, compreensão, oportunidade de aprendizado, sugestão do foco do tema de pesquisa, e por seus ensinamentos e críticas, sem os quais, não seria possível o desenvolvimento deste trabalho.

Agradeço, também, com grande respeito, ao eterno, orientador e professor, Prof. Dr. Rubens Famá, com quem pude aprender muito ao longo destes anos.

Agradeço à estimada Prof^{a}. Dr^{a}. Rosana Tavares, pelo grande apoio e pelas orientações que, sobretudo, deram-me bases e força para concluir este trabalho. Sou e sempre serei-lhe muito grato, pelos ensinamentos e pela motivação/apoio a mim transmitidos.

Agradeço, com grande apreço, admiração e respeito, ao Prof. Dr. Abraham Yu, pela oportunidade de aprendizado e ensinamentos através de sua disciplina, monitoria e pelo excelente grupo de pesquisa – Núcleo Decide.

Agradeço ao Prof. Dr. Roy Martelanc, pelos ensinamentos e incentivos dados.

Agradeço ao Prof. Dr. José Roberto Securato, também pelos ensinamentos e incentivos dados.

Agradeço à Prof^{a}. Dr^{a}. Alessandra de Avila Montini, pelos ensinamentos transmitidos em suas aulas.

Agradeço à Prof^{a}. Dr^{a}. Bernadete de Lourdes Marinho, pelos ensinamentos e, sobretudo, pela motivação sempre dada e transmitida.

Agradeço ao Prof. Dr. Antonio Carlos Aidar Sauaia pela oportunidade de aprendizado dado pelo grupo de pesquisa SIMULAB – Laboratório de Gestão.

Agradeço ao amigo, e sempre professor, Dr. Pedro Lucas de Resende Melo, pela valorosa amizade, e incentivos sempre dados.

Aos amigos Denis Yuque e Leandro Doi, amigos e irmãos de consideração, obrigado pela amizade.

Agradeço aos amigos que fiz durante o mestrado, e espero que o nosso contato seja mantido.
Agradeço pela amizade, aos amigos: Tania Amaral, Milton Sanches, Luis Pérez Espinola, Bastos, Bruna Losada Pereira, Igor Bária, Cecília Galante, Cristina Lau Chu, ao professor Willy Hoppe, Nelson Yoshida, Alcides Carlos de Araújo, Sandra Petho, Maria Isabel, Edison Simoni da Silva, Clovis Galdino, Bruno Cals de Oliveira, Douglas de Almeida Ribeiro, e a todos os amigos do grupo de pesquisa Núcleo Decide.
A todos os amigos que fiz nas disciplinas, onde pude conhecer pessoas de outras áreas, como em estatística e metodologia de pesquisa. Aos amigos, em especial, Mariana Sutter, Lívia Tiemi Bastos, Leandro Pongeluppe, Bassiro Só, Silvye, Marina Begalli, Fernanda Figueiredo, Simone Barakat, Alessandra Quishida, Ivan Ferraz, Anderson de Almeida, Leonel Ferreira, Keysa Manuela, Elaine Mandotti, Tomé Bambo e Andrea Rodrigues Vasconcelos. Minhas sinceras desculpas se esqueci de alguém, mas vamos marcar o HH, Mariana!
Agradeço ao excelente corpo de colaboradores da Biblioteca da FEA USP, Secretaria de Pós-Graduação (tanto no corredor C, como no FEA5 – segundo andar).
Agradeço à Fernanda Lopes Bornia, Heloisa Lopes Bornia, Rita de Cássia Giorno, Aparecida Costa Rodrigues, Elaine Lopes Gadelha da Symposion, e à Adriana Bauer e José Roberto Jared da JRJ Informática, pelo profissionalismo e serviços prestados em revisões ortográfica, ABNT e impressões das versões original e corrigida desta dissertação.

RESUMO

Este trabalho investiga os impactos provenientes da propriedade familiar em eventos de aquisições. Foram analisados 355 anúncios concluídos de eventos de aquisições, realizados por 122 empresas públicas no período de 2009 a 2013. Os dados foram obtidos do banco de dados da *Thomson Reuters SDC Platinum e também da Thomson Reuters Eikon.* Foi utilizada a metodologia de estudos de eventos (MacKinlay, 1997; McWilliams & Siegel 1997), para aferir os retornos anormais em aquisições de empresas familiares e não familiares. Para analisar os dados obtidos, foram empregadas análises univariadas, bivariadas e regressões multivariadas reportadas com erros-padrão robustos por *Hubber-White Sandwich,* e técnica não paramétrica estatística de *resampling Bootstrap.* Foram empregados, ainda, testes de robustez para a variável explicativa, grau de concentração acionária e de *benchmark* de retorno de mercado. Outrossim, foram adotadas variáveis específicas de empresas familiares, para melhor mensurar o impacto da propriedade familiar sobre os retornos anormais analisados. Como principais achados da dissertação, foram encontrados evidências de que empresas familiares geram valor em aquisições. Encontrou-se, também, que não há evidências de que empresas familiares tenham maiores retornos anormais positivos que empresas não familiares. Reporta-se, ainda, que o retorno anormal está relacionado positivamente à empresa familiar cujo gestor é membro da família controladora. Por outro lado, não se encontraram evidências de que os retornos anormais em aquisições de empresas estejam relacionados positivamente às empresas de primeira e segunda gerações familiares. Por fim, relata-se que não há evidências de que haja relação positiva entre o grau de concentração acionária detida pela família controladora e retornos anormais em aquisições.

Palavras-chave: Empresas Familiares; Fusão e Aquisição de Empresas.

ABSTRACT

INVESTIGATION OF THE IMPACT OF FAMILY OWNERSHIP ON EVENTS OF MERGERS AND ACQUISITIONS IN BRAZIL

This study investigates the impact of family ownership on acquisitions of enterprises. On this purpose, we analyzed 355 acquisitions made by 122 public firms during the sample period 2009 to 2013. The data on acquisitions of enterprises were obtained from Thomson Reuters SDC Platinum and Thomson Reuters Eikon database. This study employs the Methodology of Event Study (MacKinlay, 1997; McWilliams & Siegel 1997) in order to obtain the performance on acquisitions measured by the abnormal return. Furthermore, were employed univariate, bivariate statistical analysis and multivariate regression analysis. Those regressions were reported with robust standard errors by Hubber-White Sandwich. Additionally, as a robustness test, this study reported the non parametric robust statistical test; yclept, Bootstrap. Besides, were applied further robust techniques, due to better measure the impact of the variable family firms on the dependent variable abnormal return. Our findings suggest that there is evidence that family firms generate value on acquisitions of enterprises. Moreover, this study founded that there is no evidence that family firms have higher abnormal returns than non-family firms. This research, withal, sheds lights on the fact that abnormal return it is positively related to family firms which has a family member as a director, vice president or CEO of the company. On the other hand, it is founded on this research that there is no evidence that abnormal returns are associated to the first and second generations. Ultimately, it is reported that there is no evidence that exists positive relation among the variable power concentration (stake owned by the controlling family) and abnormal returns on acquisitions of enterprises.

Keywords: Family Firms; Mergers and Acquisitions.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS 10
LISTA DE FUNÇÕES MATEMÁTICAS 11
LISTA DE TABELAS 12
LISTA DE QUADROS E FIGURAS 15

1. INTRODUÇÃO 16
1.1 Problema de Pesquisa e Justificativa 18
1.2 Objetivos 19
1.3 Principais Temas Abordados na Pesquisa 20
1.4 Delimitação da Pesquisa 21
1.5 Contribuições da Pesquisa 21
1.6 Estrutura da Pesquisa 22

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA 23
2.1 Teoria da Firma 23
2.2 Empresa Familiar 29
2.2.1 Conceitos, Definições e Características 29
2.2.2 Erros de Definição de Empresa Familiar 32
2.2.3 Empresa Familiar no Exterior e Desempenho 33
2.2.4 Empresa Familiar no Brasil e Desempenho 35
2.2.5 Ciclo de Vida da Empresa Familiar 36
2.2.6 Sucessão na Empresa Familiar 37
2.2.7 Vantagens e Desvantagens das Empresas Familiares 39
2.2.8 Concentração Acionária, Poder, Influência e *Hubris* em Empresas Familiares 41
2.2.9 Controle e Gestão da Empresa Familiar pela própria Família 42
2.2.9.1 Controle e Gestão da Empresa Familiar pelo próprio Fundador e/ou de seu Herdeiro Direto de Segunda Geração 44
2.2.9.2 Controle e Gestão da Empresa Familiar pelos Familiares de Terceira ou mais Gerações do Fundador 45
2.2.10 Relação com Investidores Institucionais, Grupos de Negócios, Agentes Financeiros, Governo, entre outros eventuais *Blockholders* 47
2.3 Aquisições de Empresas 47
2.3.1 Conceito, Características e Classificação dos tipos de Aquisições de Empresas 47
2.3.2 Motivações para a realização de Operações de Aquisição de Empresas 49
2.3.3 Aquisições de Empresas no Exterior 53
2.3.4 Aquisições de Empresas no Brasil 54
2.3.5 Estratégias em Aquisições de Empresas 57

3. METODOLOGIA DA PESQUISA 59
3.1 Modelo Conceitual da Pesquisa 59
3.2 Modelo Diagramático Relacional dos Constructos da Pesquisa 62
3.3 Hipótese da Pesquisa 62
3.3.1 Hipóteses 1 e 2 63
3.3.2 Hipóteses 3, 4 e 5 63

4. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS E A PESQUISA 65
4.1 Dados e Fontes de Informação 65
4.2 Metodologia de Estudo de Eventos 67
4.3 Definição Operacional das Variáveis da Pesquisa 72
4.3.1 CAR (*Cumulative Abnormal Return*) 72
4.3.2 Empresas Familiares 73
4.3.3 Concentração de Propriedade Acionária 75

4.3.4 Empresa Familiar de Primeira e Segunda Gerações 76
4.3.5 Oportunidade 77
4.3.6 Administração Familiar 77
4.3.7 Poder dos Controladores no Conselho 77
4.3.8 Indústria Manufatureira 78
4.3.9 Idade 78
4.3.10 Tamanho da Adquirente 78
4.3.11 Diferença de *Stake* dos Acionistas Controladores e Demais *Blockholders* 78
4.3.12 Diferença entre remuneração variável e por ações / Remuneração Total 79
4.3.13 Investidores Institucionais 79
4.3.14 Alavancagem Financeira da adquirente 79
4.3.15 Folga Financeira 80
4.3.16 CAPEX (*Capital Expenditure*) 80
4.3.17 Governança Corporativa (Novo Mercado e Nível 2) 80
4.3.18 Adquirente Serial 81
4.3.19 Aquisição Internacional 81

5. RESULTADOS 82
5.1 Análise Descritiva 82
5.1.1 Descrição Amostral dos Dados da Pesquisa 82
5.1.2 Estatística Descritiva – Análise Univariada do CAR de Todas Empresas, Empresas Familiares e Empresas Não Familiares 91
5.1.2.1 Estatística Descritiva - CAR – Análise de desempenho e criação de valor em aquisições de empresas – Todas Empresas da Amostra 91
5.1.2.2 Estatística descritiva - CAR – Análise de desempenho e criação de valor em aquisições de empresas – Empresas Familiares da Amostra 94
5.1.2.3 Estatística descritiva - CAR – Análise de desempenho e criação de valor em aquisições de empresas – Empresas Não Familiares da Amostra 97
5.1.3 Estatística Descritiva – Análise Univariada do CAR de Todas empresas, Empresas Familiares e Empresas Não Familiares – Inserida a estratificação por grau de concentração acionária 101
5.1.3.1 Análise CAR - Todas Empresas - Estratificadas por Concentrações Acionárias 102
5.1.3.2 Análise CAR – Empresas Familiares - Estratificadas por Concentrações Acionárias 108
5.1.3.3 Análise CAR – Empresas Não Familiares - Estratificadas por Concentrações Acionárias 116
5.1.4 Estatística Descritiva – Análise Univariada das demais variáveis da pesquisa 122
5.2 Análise Comparativa (bivariada) das Variáveis da Pesquisa – Correlação *Pairwise* 126
5.3 Análise dos Resultados das Regressões Multivariadas 133
5.3.1 Modelos Gerais – Regressão com todas as empresas (com teste de robustez para grau de concentração acionária, *benchmark* de retorno de mercado e técnicas de análises estatísticas mencionadas anteriormente). 136
5.3.2 Modelos Específicos – Regressão apenas com empresas familiares para medir relação de variáveis específicas das empresas familiares (com teste de robustez para grau de concentração acionária, *benchmark* de retorno de mercado e técnicas de análises estatísticas mencionadas anteriormente). 149
5.3.3 Resultados das regressões pelo método de mínimos quadrados ordinários (MQO) utilizando erros-padrão robustos - *Hubber-White Sandwich* - *Benchmark* - Ibovespa. 162

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS 180

REFERÊNCIAS 183

APÊNDICES 196

ANEXOS 246

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

%: Porcentagem

ACAR: *Average Cumulative Abnormal Return*

al.: *Alii*

ANBID: Associação Nacional dos Bancos de Investimentos

BM&F BOVESPA: Bolsa de Mercadorias e Futuros – Bolsa de Valores de São Paulo

CAPEX: *Capital Expenditure*

CAR: *Cumulative Abnormal Return*

CAR_1: Janela de evento 1 dia (Dia do anúncio dos eventos de F&A)

CAR_3: Janela de evento 3 dias

CAR_11: Janela de evento 11 dias

CAR_21: Janela de evento 21 dias

CEO: *Chief Executive Officer*

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

F&A: Funções e Aquisições

FDI: *Foreign Direct Investment*

FINEP: Financiadora de Estudos e Projetos

IBOVESPA: Índice da Bolsa de Valores de São Paulo

KPMG: *Klynveld, Peat, Marwick e Goerdeler*

MQO: Mínimos Quadrados Ordinários

p: Nível de significância

SDC: *Securities Data Company*

SIC: *Standard Industrial Classification*

t: *t-student*

VIF: *Variance Inflation Factor*

LISTA DE FUNÇÕES MATEMÁTICAS

Modelos de Regressões Econométricas

$AR_{it} = R_{it} - ERit$ (Metodologia de Estudo de Eventos: Retorno anormal) (1)
$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$ (Metodologia de Estudo de Eventos) (2)

Modelo de regressão múltipla 1 – Modelo Geral: (3)

Modelo de regressão múltipla 2 – Modelo Geral: (4)

Modelo de regressão múltipla 3 – Modelo Geral: (5)

Modelo de regressão múltipla 4 – Modelo Geral: (6)

Modelo de regressão múltipla 5 – Modelo Geral: (7)

Modelo de regressão múltipla 6 – Modelo Geral: (8)

Modelo de regressão múltipla 7 – Modelo Geral: (9)

Modelo de regressão múltipla 8 – Modelo Geral: (10)

Modelo de regressão múltipla 9 – Modelo Geral: (11)

Modelo de regressão múltipla 10 – Modelo Geral: (12)

Modelo de regressão múltipla 11 – Modelo Geral: (13)

Modelo de regressão múltipla 12 – Modelo Geral: (14)

Modelo de regressão múltipla 13 – Modelo Geral: (15)

Modelo de regressão múltipla 14 – Modelo Específico: (16)

Modelo de regressão múltipla 15 – Modelo Específico: (17)

Modelo de regressão múltipla 16 – Modelo Específico: (18)

Modelo de regressão múltipla 17 – Modelo Específico: (19)

Modelo de regressão múltipla 18 – Modelo Específico: (20)

Modelo de regressão múltipla 19 – Modelo Específico: (21)

Modelo de regressão múltipla 20 – Modelo Específico: (22)

Modelo de regressão múltipla 21 – Modelo Específico: (23)

Modelo de regressão múltipla 22 – Modelo Específico: (24)

Modelo de regressão múltipla 23 – Modelo Específico: (25)

Modelo de regressão múltipla 24 – Modelo Específico: (26)

Modelo de regressão múltipla 25 – Modelo Específico: (27)

Modelo de regressão múltipla 26 – Modelo Específico: (28)

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Descrição Amostral – Composição da Amostra por Segmentos de Negócios/Atividade Industrial 83
Tabela 2 – Descrição Amostral – Composição da Amostra por Adoção de Padrão de Governança Corporativa 83
Tabela 3 – Descrição Amostral – Composição da Amostra de Aquisições por País-alvo 85
Tabela 4 – Descrição Amostral – Composição da Amostra Total das Empresas 87
Tabela 5 – Painel A. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*) – Todas Empresas da Amostra – *Proxy* do modelo de mercado: IBOVESPA 92
Tabela 6 – Painel B. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*) – Todas Empresas da Amostra – *Proxy* do modelo de mercado: IBRX50 93
Tabela 7 – Painel C. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*) – Empresas Familiares da Amostra – *Proxy* do modelo de mercado: IBOVESPA 95
Tabela 8 – Painel D. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*) – Empresas Familiares da Amostra – *Proxy* do modelo de mercado: IBRX50 96
Tabela 9 – Painel E. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*) – Empresas Não Familiares da Amostra – *Proxy* do modelo de mercado: IBOVESPA 98
Tabela 10 – Painel F. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*) –Empresas Não Familiares da Amostra – *Proxy* do modelo de mercado: IBRX50 99
Tabela 11 – Testes de Comparação de Desempenho entre Empresas Familiares e Não Familiares 100
Tabela 12 – Painel G. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Superior a 50% - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50 102
Tabela 13 – Painel H. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Superior a 20% - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50 103
Tabela 14 – Painel I. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Superior a 10% - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50 104
Tabela 15 – Painel J. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Baixa - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50 105
Tabela 16 – Painel K. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Média - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50 106
Tabela 17 – Painel L. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Alta - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50 107
Tabela 18 – Painel M. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Superior a 50% - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50 108
Tabela 19 – Painel N. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Superior a 20% - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50 109
Tabela 20 – Painel O. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Superior a 10% - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50 110
Tabela 21 – Painel P. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Baixa - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50 111

Tabela 22 – Painel Q. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Média - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50 112

Tabela 23 – Painel R. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Alta - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50 113

Tabela 24 – Painel S. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Superior a 50% - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50 116

Tabela 25 – Painel T. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Superior a 20% - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50 117

Tabela 26 – Painel U. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Superior a 10% - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50 118

Tabela 27 – Painel V. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Baixa - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50 119

Tabela 28 – Painel W. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Média - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50 120

Tabela 29 – Painel X. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Alta - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50 121

Tabela 30 – Painel I. Todas as Empresas da Amostra 122

Tabela 31 – Painel II. Empresas Familiares da Amostra 124

Tabela 32 – Painel III. Empresas Não Familiares da Amostra 125

Tabela 33 – Matriz de Correlação *Pairwise* – Todas as Empresas da Pesquisa 126

Tabela 34 –Matriz de Correlação *Pairwise* – Subamostra: Variáveis da amostra | Empresas Familiares 129

Tabela 35 – Matriz de Correlação *Pairwise* – Subamostra: Variáveis da amostra | Empresas não Familiares. 132

Tabela. 36 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_1_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos 162

Tabela. 37 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_1_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos 164

Tabela. 38 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_1_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos 165

Tabela. 39 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_1_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos 166

Tabela. 40 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_3_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos 167

Tabela. 41 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_3_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos 168
Tabela. 42 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_3_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos 169
Tabela. 43 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_3_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em ranqueamento da amostra - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos 170
Tabela. 44 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_11_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos 171
Tabela. 45 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_11_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos 172
Tabela. 46 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_11_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em ranqueamento da amostra - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos 173
Tabela. 47 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_11_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em ranqueamento da amostra - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos 174
Tabela. 48 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_21_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos 175
Tabela. 49 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_21_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos 176
Tabela. 50 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_21_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em ranqueamento da amostra - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos 177
Tabela. 51 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_21_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em ranqueamento da amostra - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos 178

LISTA DE QUADROS E FIGURAS

Quadro 1 – Classificação dos Processos de aquisições de Empresas 48

Quadro 2 – Motivação para a realização de Operações de Aquisições de Empresas 52

Quadro 3 – Coleta, Operacionalização dos Dados da Pesquisa e Classificação em Empresas Familiares e não Familiares. 74

Figura 1 – Modelo conceitual de avaliação e comparação de modelos 60

Figura 2 – Modelo conceitual da pesquisa 61

Figura 3 – Modelo Diagramático Relacional dos Constructos da Pesquisa. 62

Figura 4 – Esquematização da Metodologia de Estudo de Eventos 69

1. INTRODUÇÃO

De acordo com a ASSOCIAÇÃO DAS EMPRESAS FAMILIARES (2013) e SEBRAE (2013) são empresas familiares aquelas em que uma ou mais famílias detém o controle da empresa, em termos de propriedade e influência na gestão.

Empresas familiares sempre tiveram relevante representatividade sobre os mais diversos segmentos de negócios e setores da economia (LA PORTA, LÓPEZ e SHLEIFER, 1999; CLAESSENS, DJANKOV e LANG, 2000; VILLALONGA e AMIT, 2010).

Para Gorgati (2004) e Rocha (2012), o fato de as empresas familiares sempre existirem, desde os primórdios da sociedade, e a tendência de que sempre serão um dos alicerces para o desenvolvimento econômico das nações, contribuem para a importância do tema.

Segundo SEBRAE (2013), as empresas familiares são a base de sustentação da economia, pois todas as empresas nascem a partir da iniciativa de algum membro de uma família. A instituição anteriormente citada, ainda afirma que a primeira geração da empresa familiar é ágil, rápida e eficiente, devido sobretudo à gestão centralizada e ao menor grau de burocracia interna na tomada de decisão. A partir das demais gerações, a quantidade de pessoas envolvidas na gestão, a descentralização da tomada de decisão, entre outros fatores, torna a gestão menos eficiente.

Gorgati (2004) e Rocha (2012) destacam também como característica das empresas familiares a agilidade e a flexibilidade, permitindo maior eficácia operacional necessária para o desempenho superior.

Para SEBRAE (2013), outra característica das empresas familiares é a estrutura da máquina administrativa da empresa, na média, mais enxuta do que em empresas não familiares. À medida que as gerações vão passando, a empresa se profissionaliza e os gestores se especializam, resultando em aumento da estrutura da máquina administrativa da empresa.

Segundo Mello *et al.* (2008), em pesquisa realizada no Brasil, somente 30% das empresas familiares sobrevivem para a segunda geração e apenas 5% sobrevivem para a terceira geração. Como hipóteses de explicação deste fenômeno (alta taxa de mortalidade de empresas familiares) são levantados dois fatores:

i) risco de sucessão, causado pela possibilidade de insucesso da gestão dos sucessores nas gerações seguintes ao do fundador;

ii) maior possibilidade de ocorrência de não distinção entre pessoa física e pessoa jurídica – ferindo-se o axioma contábil da entidade. Esse problema é decorrente da alta concentração de poder e acionária pela família, que faz com que o gestor familiar atue visando aos interesses familiares em detrimento da pessoa jurídica. Ao se ferir esse postulado da contabilidade, gera-se maior risco de não continuidade da empresa.

Por outro lado, Schuman, Stutz & Ward (2010) afirmam que as empresas familiares, nos dias de hoje, têm maior expectativa de vida, devido à melhoria significativa na capacidade de gestão e à adoção de melhores práticas existentes no mercado.

Outrossim, a legislação pertinente à governança corporativa tem provido maior segurança aos investidores, o que contribui para o maior desenvolvimento de empresas familiares.

Frugis (2007) cita outros fatores que potencializam as empresas familiares, como por exemplo, cultura organizacional mais estável, maior visão de longo prazo, estratégia corporativa mais clara e melhor definida advinda do fundador, que resultam melhor desempenho em relação às empresas não familiares. Evidencia-se que esses argumentos serão aprofundados na seção fundamentação teórica, em específico, no subitem: Vantagens e Desvantagens das Empresas Familiares.

O desenvolvimento e as vantagens intrínsecas da empresa, corroborados à conjuntura econômica mais competitiva e globalizada, incentivam as empresas no Brasil a focar ações estratégicas que envolvam a realização de aquisições, alianças, abertura de capital e, sobretudo, à obtenção de recursos para competir nos mercados doméstico e internacional. (PRICEWATERHOUSECOOPERS, 2011).

O foco principal deste estudo é analisar o desempenho/resultado de empresas familiares adquirindo empresas no Brasil.

O desempenho/resultado em aquisições de empresas será mensurado pelo retorno anormal, utilizando a metodologia de estudo de eventos de Mackinlay (1997) e McWilliam e Siegel (1997).

Segundo Nardi (2012), o retorno anormal é a diferença entre o retorno real diário e o retorno diário esperado. Adota-se, neste trabalho, da mesma forma que Kayo, Patrocínio e Martin (2009) e Nardi (2012), o modelo de mercado para estimar o retorno diário esperado, pois afirmam que o retorno anormal calculado contempla os fatores risco e mercado.

Segue sucintamente, de acordo com Nardi (2012), a metodologia para cálculo de retorno anormal, que será detalhado posteriormente em seção própria do presente trabalho:

i) Definir o evento e a data de anúncio do evento estudado, estabelecer o período analisado e calcular o retorno real diário para cada período definido;
ii) Efetuar o cálculo do retorno anormal diário para cada empresa da amostra da pesquisa;
iii) Calcular o retorno anormal médio diário de todas as empresas da amostra;
iv) Acumular o retorno anormal médio diário calculado em (ii), obtendo o retorno anormal médio acumulado para o período estudado.
v) Analisar e reportar os resultados encontrados.

Evidencia-se também que neste trabalho serão analisados apenas aquisições de empresas, excluindo-se as outras operações como fusões, cisões, entre outras.

1.1 Problema de Pesquisa e Justificativa

Segundo Schuman, Stutz & Ward (2010), há trinta anos, o tema empresas familiares era praticamente negligenciado. As escolas de negócio desenvolviam “gestores profissionais” para aquelas companhias que possuíam propriedade separada de sua administração, e não se observava que as necessidades de uma empresa familiar são distintas das necessidades das empresas não familiares.

O tema obtém cada vez mais notoriedade na academia, pois grande parte da economia global é formada por empresas familiares que operam em diversos setores econômicos, pertencentes a todos os portes e classificações de pessoa jurídica. (LA PORTA, LÓPEZ e SHLEIFER, 1999; CLAESSENS, DJANKOV e LANG, 2000; VILLALONGA e AMIT, 2010).

Outrossim, evidencia-se ainda que o estudo do tema Empresas Familiares é relevante, devido à escassez e ao recente interesse de seu estudo, em âmbitos global e doméstico, (SCHUMAN, STUTZ e WARD, 2010; MCCONAUGHY, MATTHEWS e FIALKO, 2001), e à necessidade de pesquisas que propiciem a seus administradores um melhor conhecimento dos fatores que possam contribuir para a otimização do desenvolvimento e desempenho das empresas familiares.

Segundo Rocha (2012), um tópico promissor na academia em relação às empresas familiares é o estudo sobre o desempenho das estratégias de crescimento das empresas familiares, pois, em decorrência da globalização e acirramento da disputa de mercados interno e externo, as

empresas familiares brasileiras, cada vez mais, utilizam aquisições para a obtenção de diferenciais, a fim de competirem com empresas estrangeiras e não familiares (*PRICEWATERHOUSECOOPERS*, 2011).

Os resultados sobre o desempenho de operações corporativas de empresas familiares *versus* empresas não familiares ainda são contraditórios e inconclusivos para a academia. Há autores que afirmam que empresas familiares têm pior desempenho, e outros autores, afirmam que têm melhor desempenho em determinadas operações.

Em concordância com o parágrafo acima, Rocha (2012) também afirma que é incipiente, inconclusiva e contraditória a literatura sobre o desempenho de empresas familiares em operações diversas, inclusive, em eventos de aquisições, quando comparadas à empresas não familiares. Salienta ainda que, mesmo com algumas pesquisas realizadas no Brasil e no exterior, permanecem sem resposta na literatura as seguintes arguições adotadas, inclusive para o presente trabalho:

- Qual o impacto da propriedade familiar sobre eventos de aquisições?
- Há diferença de retornos anormais entre empresas familiares e não familiares em eventos de aquisições?

Em decorrência dos fatores comentados anteriormente, este trabalho é justificado pela necessidade de maior estudo, pela academia, do tema empresa familiar e sua estratégia de crescimento inorgânico.

1.2 Objetivos

Este trabalho irá analisar o desempenho de empresas familiares e não familiares, no Brasil, em eventos de aquisições. Os desempenhos são mensurados pelo ACAR (*average cumulative abnormal return*), utilizando a metodologia de Estudo de Eventos que mede a geração ou destruição de valor da empresa em determinados eventos analisados (MACKINLAY,1997; MCWILLIAM e SIEGEL, 1997).

O **objetivo geral** desta dissertação é investigar os impactos oriundos da variável propriedade familiar sobre os retornos anormais em eventos de aquisições.

Objetivo secundário: Verificar e analisar possível existência de diferença de retornos anormais entre empresas familiares e empresas não familiares em eventos de aquisições.

1.3 Principais Temas Abordados na Pesquisa

São abordados três importantes áreas de estudo, no campo da administração e da economia, a saber:

- empresa familiar;
- aquisições de empresas;
- teoria da firma.

Salienta-se que os três temas possuem caráter multidisciplinar. Com relação à empresa familiar, serão abordados, principalmente, o aspecto de sua definição operacional para esta pesquisa; a análise de desempenho de empresas familiares no Brasil e no exterior; o ciclo de vida da empresa familiar; o processo sucessório; as vantagens e desvantagens competitivas das empresas familiares; e outras características intrínsecas do referido tema, como por exemplo; o fator concentração acionária e influência de gestão da família em empresa familiar; diferença de gestão e performance da empresa entre distintas gerações da empresa familiar.

Quanto ao tema aquisições, serão abordados, principalmente, a análise histórica de aquisições de empresas, no Brasil e no exterior, seu desempenho e estratégias que buscam criação de valor nesses tipos de operações.

Por fim, abordar-se-á sobre a teoria da firma, que é o alicerce conceitual tanto para empresas familiares quanto para aquisições de empresas, pois, essa teoria estuda, sobretudo, as ações e motivações que as levam a produzir bens para a sociedade, otimizando a utilização dos fatores de produção para atender à função oferta-demanda e, sobretudo, atingir a maximização do valor da empresa e da riqueza dos seus acionistas.

1.4 Delimitação da Pesquisa

A presente dissertação sujeita-se às delimitações temática, amostral e temporal. Em relação ao âmbito temático, esta dissertação pertence à temática empresas familiares, mais especificamente, sobre o desempenho de empresas familiares em eventos de aquisições.

Referente à delimitação da amostra da pesquisa, utilizou-se apenas empresas adquirentes brasileiras de capital aberto que realizaram eventos de aquisições, no período de 2009 a 2013.

Acusam-se as seguintes limitações de pesquisa:

i) limitam-se as conclusões oriundas dos resultados desta pesquisa para empresas de capital aberto;
ii) o período amostral pode conter viéses e ruídos, devido às crises econômico-financeiras e mudanças relevantes nas searas político, institucional e legal no país. Neste último aspecto, evidencia-se o advento da Lei 11.638/2007 – Adequação da *BR-GAAP* (*Brazilian Generally Accepted Accounting*) aos padrões internacionais *IFRS (Intenational Financial Reporting Standards)*, que podem ocasionar diferenças em algumas rubricas nas evidenciações contábeis de determinadas empresas e setores. Não faz parte do escopo deste trabalho o aprofundamento e exame das diferenças nas rubricas ocasionadas pela lei.

1.5 Contribuições da Pesquisa

Em consonância com Sharma *et al* (1997) e Rocha (2012), a pesquisa comparativa entre empresas familiares e não familiares (grupo de controle) permitirá a verificação de quais fatores afetam em maior magnitude um tipo de empresa em relação a outra. Outrossim, corroborando com a visão de Sharma (2004) *e* Rocha (2012), a contribuição maior desta pesquisa é o melhor entendimento sobre empresas familiares e, consequentemente, a melhoria na prática em gestão corporativa, e na realização de aquisições por empresas familiares.

Entretanto, salienta-se que não se esgotarão as necessidades de aprimoramento da literatura sobre empresas familiares. Segundo Zahra e Sharma (2004) e Rocha (2012), ainda há muito o que se contribuir e aprimorar à literatura sobre empresas familiares, para melhor entendimento da sua natureza, especificidades e necessidades que resultem melhor desempenho e otimização de resultados.

1.6 Estrutura da Pesquisa

A dissertação está estruturada em capítulos. O primeiro capítulo introduz o tema e organiza a dissertação. Apresenta a problemática do trabalho, a justificativa, os objetivos que se almeja atingir e as metodologias de pesquisa. Explica-se também a estrutura do trabalho, para melhor compreensão e didática da apresentação do conteúdo da dissertação.

No segundo capítulo, apresentam-se a fundamentação teórica da pesquisa, e o conceito da empresa familiar e aquisições de empresas, com o desenvolvimento do arcabouço teórico necessário para a elaboração deste trabalho.

No capítulo 3, apresenta-se a metodologia da pesquisa, onde se relata os procedimentos de pesquisa realizados e detalhamento da pesquisa com informações de como foi planejado e executado.

No capítulo 4, relatam-se os resultados da pesquisa e, em seguida, finaliza-se a dissertação com as considerações finais e seus elementos pós-textuais (referências, apêndices e anexos).

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Segue abaixo a revisão literária que aborda o arcabouço teórico necessário e pertinente ao trabalho proposto. Este capítulo versa sobre a empresa familiar, aquisições de empresas e seus conceitos correlatos.

2.1 Teoria da Firma

Segundo Camargos e Coutinho (2008), Gogati (2004) e Rocha (2012), a teoria geral de aquisições e de empresas familiares não está devidamente definida e explicada pela literatura. O embasamento teórico dos temas aquisições e empresas familiares é originado principalmente do arcabouço da teoria da firma.

Para Camargos e Coutinho (2008), a teoria da firma fundamenta o surgimento e evolução da empresa, e também das atividades de aquisições de empresas, como ferramentas utilizadas pela motivação da empresa, para o seu crescimento e desenvolvimento (PENROSE, 1959).

Logo, a teoria da firma é o alicerce conceitual para a fundamentação do tema empresas familiares e aquisições de empresas (CAMARGOS e COUTINHO, 2008; GORGATI, 2004; SILVEIRA, 2006).

De acordo com Camargos e Coutinho (2008), com base na teoria da firma, existem diversos motivos para a existência de empresas familiares e de realizações de operações de aquisições de empresas. Seja qual for o motivo, encontra-se suporte teórico, principalmente na teoria de maximização de riqueza ao acionista (JENSEN E MECKLING, 1976); na teoria de crescimento da firma (PENROSE, 1959); e na teoria da agência e da governança corporativa. (JENSEN E MECKLING, 1976; KAYO E FAMA, 1997).

Segundo Saito e Silveira (2008), a teoria da firma estabelece que a entidade é apenas uma alocação de capital entre seus acionistas, onde a empresa é um mero contrato legal, que visa à maximização de riqueza. (JENSEN E MECKLING, 1976).

De acordo com Camargos e Coutinho (2008), Adam Smith pode ser considerado o precursor dos estudos sobre a empresa, cujo desenvolvimento originou a teoria da firma. Segundo esta teoria, a empresa é um mecanismo ou agente para a obtenção de objetivos pré-estipulados pelos seus proprietários.

Na teoria da firma, os estudos de Coase (1937), Alchian e Demsetz (1972) e Jensen e Meckling (1976) originaram importantes debates sobre a propriedade da empresa e a teoria dos contratos. Conceitos, estes, essenciais para o tema empresa familiar e aquisições de empresas (SAITO E SILVEIRA, 2008).

De acordo com Veblen (1967), a propriedade é o embasamento para a existência da empresa, onde a corporação existe com o objetivo principal de gerar riqueza aos acionistas beneficiários. Estes, podem ser constituídos por pessoas físicas, uma ou mais unidades familiares, ou mesmo outros tipos de acionistas beneficiários, como por exemplo, investidores institucionais e governo. Evidencia-se que o tipo de acionista pode influenciar significativamente no modelo de gestão da empresa e afetar, porventura, os resultados.

A combinação do modo como a empresa é gerenciada, a vigilância sobre os agentes administradores (custo de agência), o poder do(s) acionista(s) controlador(es) sobre a administração da empresa e o perfil de comando resultam diferentes ações e desempenhos da empresa.

Knight (1921), Coase (1937), Penrose (1959), Alchian e Demsetz (1972), Williamson (1975), Jensen e Meckling (1976), Klein, Crawford e Alchian (1978), North (1978), Marshall (1982), Veblen (1967), Schumpeter (1982), entre outros, de distintas escolas econômicas, têm fundamentado a teoria da firma. Entretanto, para Hart (1996), mesmo com o extenso estudo sobre a natureza da empresa, ainda há necessidade de se desenvolver o entendimento da existência e evolução das empresas, sobretudo, conectando seu desenvolvimento com a utilização de métodos de crescimento inorgânico (aquisições de empresas); e verificando como a estrutura de propriedade pode interferir no desempenho da empresa familiar ou não.

A teoria da firma, para Camargos e Coutinho (2008), fornece base conceitual para o entendimento do comportamento da empresa, bem como para análise das motivações das tomadas de decisões corporativas, como por exemplo, decisões de crescimento e expansão da empresa, decisões de concentração acionária e decisões de financiamento.

Evidencia-se que outras teorias coadunam com os propósitos da teoria da firma, como por exemplo, a teoria da decisão e a teoria dos jogos, que buscam o entendimento e a análise das ações da empresa e o comportamento entre agentes para a maximização dos resultados e o desenvolvimento da entidade. Como grandes precursores dessas teorias mencionadas, citam-se Cournot (1897), Bertrand (1883); e modernamente, Von Neumann e Morgenstern (1944); Nash (1950) e Kahneman e Tversky (1979), entre outros.

Todas essas teorias visam à otimização dos resultados, seja por meio de melhor utilização dos recursos escassos (utilidade esperada dos recursos), maximização do lucro aos acionistas, crescimento e perpetuidade da corporação (PENROSE, 1959; ALCHIAN e DEMSETZ, 1972; WILLIAMSON, 1975; JENSEN e MECKLING, 1976; SCHUMPETER,1982).

Knight (1921) afirma ainda que é precípua e profícua a otimização da alocação dos recursos estratégicos da empresa, pois os bens naturalmente se movem em direção aos agentes de maior demanda pelos recursos escassos. Em outras palavras, caso a empresa não utilize seus recursos de forma adequada, incorre-se, em médio e longo prazos, na possibilidade da perda de seus recursos, pois, outra empresa, com melhores condições de aproveitamento dos recursos escassos indubitavelmente não perderá essa oportunidade.

Esse fenômeno econômico supracitado por Knight (1921) faz analogia à teoria da evolução de Darwin, em que apenas as melhores e mais capacitadas empresas continuam a se desenvolver no mercado, e as empresas menos aptas tendem a não sobreviver no horizonte de médio e longo prazos e/ou serem adquiridas.

Em outra analogia ao aludido fenômeno econômico de Knight (1921), a partir de Isaac Newton – Lei da atração das massas / Lei da gravitação universal, "*matéria atrai matéria na razão direta do produto das massas e na razão inversa do quadrado da distância*". Em outras palavras, na visão de mercado, empresas maiores são atraídas pelo crescimento, pois visam à economia de escala e escopo, e, desse modo, atraem e adquirem empresas menores. Entretanto, empresas conglomeradas, que adquirem sistematicamente empresas de outros segmentos de negócios, podem sofrer desvalorização pelo mercado, decorrente de operação de aquisição de empresa não relacionada ao principal segmento econômico da *holding*.

De acordo ainda com Coase (1937), o crescimento da empresa gera menores custos operacionais para a organização, como a redução no custo de obtenção de fatores de produção para empresas de maiores portes. Devido à vantagem do fator tamanho da organização, as

empresas buscam no crescimento inorgânico auferir maiores vantagens competitivas. (CAMARGOS E COUTINHO, 2008).

Evidencia-se ainda que com o aumento do tamanho das empresas, os agentes administradores passam a desempenhar um papel mais efetivo nas corporações, sobretudo, em decorrência das exigências do mercado credor e acionistas minoritários, instituindo padrões de governança corporativa, em que empresas familiares, quando adotam por exemplo, o padrão Novo Mercado da BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo), devem optar pelo não acúmulo de funções, seja na diretoria executiva ou no *Board* (conselho de administração), na tentativa de gerar menor concentração de poder dos acionistas controladores, e menor assimetria de informação entre o mercado e os acionistas controladores.

Outro fator positivo que coaduna com os esforços de melhoria do sistema de governança corporativa no Brasil, na tentativa de separação de poder acionário e poder de gestão da empresa, são as evidências encontradas por Mussnich (1979). O referido autor verificou um maior crescimento das empresas administradas por agentes, que em relação às empresas administradas pelos próprios controladores. Segundo o autor supracitado, o fator conhecimento técnico, que o agente possa ter trazido para a empresa, talvez tenha resultado em desempenho superior.

Por outro lado, Jensen e Meckling (1976) afirmam também que há diversos fatores que possam diminuir a magnitude dos resultados da empresa, em decorrência da utilização de agentes, como por exemplo, gastos excedentes, que visam mitigar a possibilidade de oportunismo do agente administrador da empresa, chamados de custo de agência ou também chamados de perdas residuais. (KAYO e FAMÁ, 1997).

Adventa-se assim dois tipos de propriedade empresarial: 1. a propriedade ativa, cujo acionista controlador detém o poder e/ou influência na administração; 2. propriedade passiva, onde a administração é desempenhada por agentes terceiros (administradores profissionais), e cuja propriedade acionária é pulverizada, separando-se a propriedade do seu controle, resultando em pouca ou nenhuma influência de um acionista mais representativo na gestão da empresa (CAMARGOS E COUTINHO, 2008).

Esse último tipo de propriedade empresarial supracitada, a propriedade passiva, é mais comum em países como os Estados Unidos da América, onde também conta com melhor sistema de governança corporativa, ordenamento e sistema jurídico mais eficiente e maior *compliance* das empresas às legislações pertinentes (SILVEIRA, 2006).

Referente ainda à modalidade de propriedade passiva, Camargos e Coutinho (2008) colocam que os proprietários, nessa modalidade, deixam de exercer o controle direto sobre a empresa. Os acionistas seriam apenas emprestadores e detentores de direitos financeiros da entidade (DEMSETZ, 1967). Em outras palavras, os acionistas possuem direitos apenas à parte do lucro oriundo das operações da empresa, mas não possuem a corporação em si.

De acordo com Saito e Silveira (2008) e Kayo e Famá (1997), o trabalho de Jensen e Meckling (1976) é considerado seminal quanto à contribuição para os temas estrutura de capital da empresa, custo de agência, governança corporativa, e inclusive, em concordância com um novo conceito da empresa, conforme relatado no parágrafo anterior, por Camargos e Coutinho (2008) e Demsetz (1967).

Camargos e Coutinho (2008) afirmam que denominações como governança corporativa e estrutura de capital são apenas enfoques dentro do amplo estudo da teoria da firma.

Williamson (1975) cita ainda uma outra possibilidade de ocorrência de oportunismo; a dos integrantes da cadeia de negócio (*stakeholders).* Com base na teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*, deveria ser maximizado e repartido o lucro entre todos os elos da cadeia (FREEMAN, 1984; DONALDSON e PRESTON, 1995; PHILLIPS, 2003).

Entretanto, essa teoria é criticada por Jensen (2001a) e Silveira (2006), pois, segundo esses autores, tal teoria está fadada ao insucesso, pois é inviável atender a todos os interesses de cada elo participante da cadeia. Em um certo instante, haverá um *trade-off* que envolverá os elos. Portanto, é profícuo para a empresa focar e ter apenas um único objetivo, a maximização do valor total de mercado da empresa. Em outras palavras, visar a outros fatores pode diminuir os resultados da empresa e, por conseguinte, haver menor atendimento ao pressuposto da função-objetivo da empresa, ou seja, a maximização da riqueza aos acionistas.

Como exemplo, Jensen (2001a) afirma que quando há múltiplos objetivos e equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*, não há objetividade da função objetivo da empresa, pois gera *trade-off* entre decisão de maximização do lucro da empresa e da participação de mercado, por exemplo. Assim, o gestor deverá decidir a faixa que estabelecerá as variáveis avaliadas dentro de uma amplitude determinada, perdendo oportunidade de maximizar a variável mais importante da empresa, ou seja, o valor total da empresa, pois o ponto máximo global não é o mesmo do ponto máximo local. Em outras palavras, ao maximizar um conjunto de objetivos, torna a maximização dos objetivos individuais menos otimizada, pois, em geral, há conflitos e

divergências entre os objetivos, ao conciliá-los, perde-se eficiência na otimização e maximização do ponto máximo global.

Dessa forma, segundo Jensen (2001a), é impróprio haver mais de uma dimensão/objetivo ao mesmo tempo, e a melhor variável a ser maximizada é o valor total da empresa – que é a soma do valor de mercado da empresa aos passivos com terceiros. Essa é a única variável que deve ser focada como função-objetivo da empresa.

Em síntese, evidencia-se que a função-objetivo da empresa é o principal motivo empresarial para o aumento do poder de mercado, aumento da taxa de lucro, mas, nunca o oposto.

Referente ainda à otimização da empresa e à busca por eficiência, Williamson (1975) prega que a integração vertical da empresa, obtida por meio de expansão inorgânica da empresa, mitiga o oportunismo e a divisão do lucro com outros elos da cadeia, o que maximiza o lucro da empresa verticalizada.

Outros motivos para as empresas realizarem expansões inorgânicas, com foco no crescimento da empresa, são a maior oportunidade de mercado, lucros e poder hegemônico, conforme prega a teoria da firma e os modelos econômicos de Cournot (1897), Bertrand (1883), Nash (1950), Seth (1990b), Pindyck e Rubinfeld (2006), entre outros.

Em concordância com os autores supracitados, Robbins (1945) e Penrose (1959) colocam que as empresas e as pessoas físicas buscam maximizar a utilidade dos recursos escassos, portanto, esta escassez de recursos estratégicos, muitas vezes, é a explicação e a motivação intrínseca para utilização de ferramentas, como aquisições de empresas, mesmo que tais ferramentas resultem em destruição de valor momentâneo para empresa, mas em perspectiva macro e estratégico, o potencial de geração de valor futuro pode cobrir eventuais perdas de valor de mercado no presente.

Se utilizado o raciocínio da argumentação precedente, isto também ocorre quando uma empresa adota mecanismos de controle de seus executivos para conter eventuais possibilidades de oportunismo e problema de agência, pois, embora sejam despesas e ônus incorridos, na visão estratégica de longo prazo, os ganhos e/ou prejuízos potenciais são maiores que as despesas presentes com controle e vigilância dos agentes administrativos.

Outro exemplo de estratégia que visa à aquisição de recursos que viabilizem a otimização dos resultados e operações da empresa, mas com possível perda de valor presente e/ou acréscimo de despesas correntes extras, é a alavancagem financeira e financiamento, em que a empresa incorre em despesas e ônus financeiros. Entretanto, o potencial ganho futuro com o

financiamento e a alavancagem financeira pode suplantar os ônus presentes com os juros e riscos da operação.

Esses argumentos, com base na ampla teoria da firma, são algumas explicações para a utilização de mecanismos / ferramentas corporativas, que serão analisados no presente trabalho, com o foco na análise de desempenho de empresas familiares em operações de aquisições.

2.2 Empresa Familiar

2.2.1 Conceitos, Definições e Características

A definição de empresa familiar tem sido objeto de debate acadêmico há décadas. Lansberg *et al.* (1988) levantaram a emblemática questão: O que é uma Empresa Familiar?, e que permanece até hoje sem resposta única e objetiva. (WERNER, 2004; ROCHA, 2012).

Sharma (2004) evidencia a importância de se estabelecer uma definição própria e majoritária para o tema, com o intento de comparabilidade dos resultados da pesquisa, e criação de massa crítica do tema. Essa falta de definição consensual de empresas familiares tem gerado limitação do avanço dessa linha de pesquisa (WINTER *et al*., 1998; ROCHA, 2012).

Salienta-se que ao definir empresa familiar deve-se enquadrá-la em termos do grau de concentração acionária e envolvimento da família com a empresa. Outras variáveis que devem também ser observadas são a geração gestora da família proprietária e o ciclo natural do negócio. (TSANG, 2002; SHARMA, 2004; ROCHA, 2012).

Para Chua, Chrisman e Sharma (1999) há dois critérios de classificação de empresas familiares. Um baseado no conceito de propriedade, e o outro no conceito de gestão. Entretanto, com base em Anderson, Reeb & Zhao (2012), a propriedade é o principal fator para classificação da empresa, a gestão é apenas uma variável de explicação de performance da empresa; portanto, este último conceito - gestão, não seria variável para classificação e definição de empresa familiar ou não.

De acordo com Anderson, Reeb & Zhao (2012), a empresa familiar deverá haver uma ou mais pessoas físicas e/ou unidade(s) familiar(es) e/ou instituição que a represente, com relevante influência nas decisões da empresa. Esta influência é dada, por meio do direito econômico, ou seja, propriedade/direito a votos.

Salienta-se que a empresa gerida ou não pela própria família apenas aumenta a concentração de poder por meio de influência de gestão. Podendo esse fator afetar a *performance* da empresa em situações diversas, como por exemplo, em eventos de aquisições de empresas (ASTRACHAN, 2010; ROCHA, 2012).

Referente à classificação e definição de empresa familiar, não é necessário que haja um administrador da família, para que seja classificada como empresa familiar, mas é necessário que a propriedade pertença a uma família, pessoa física ou instituição que a represente, para ser classificada com empresa familiar.

Ainda referente à classificação de empresas familiares, para Neubauer e Lank (1998), será empresa familiar apenas se o controle societário da empresa estiver 100% (cem por cento) nas mãos da família. Entretanto, Gorgati (2004) salienta que devem ser analisados outros fatores que determinam influência de certa família ou pessoa física na corporação. Evidencia-se que não é condição necessária que a família ou controlador possua capital majoritário, para que a empresa tenha características de empresa familiar.

Salienta-se que este modo de analisar, por fatores de influência na administração da empresa, mitiga o erro de classificação de empresa familiar.

Para este trabalho, a empresa familiar é toda empresa que tem estrutura de propriedade semelhante a de uma empresa familiar, com estrutura de capital próprio concentrado, gerando concentração de poder e influência sobre a organização. (BERNHOEFT, 1987; MARTINS, MENEZES e BERNHOEFT, 1999).

Segundo Lanzana & Costanzi (1999) pode ser definido como grau relevante de concentração da propriedade, como 5%, desde que a família ou o controlador da empresa tenha possibilidade de interferir ativamente na empresa.

De acordo com essa argumentação supracitada, Anderson, Reeb & Zhao (2012) argumentam que 5% de controle acionário, associados a outros fatores como a quantidade de familiares na administração e no conselho, podem influenciar significativamente nas decisões tomadas pela empresa e, por conseguinte, no desempenho dessa.

Coadunam-se ainda às afirmações anteriores, a Lei 6.404/76 e suas alterações, em diversas disposições. Como, por exemplo, o §1º do Art. 157; § 4º do Art. 159; § 2º do Art. 161; § 6º do Inciso VIII do Art. 163; alínea b do Inciso II do Art. 206; alínea a do §1º do Art. 246; *caput* do Art. 277; Art. 105 e § 3º do Art. 124, que atribuem ao acionista que represente 5% (cinco por cento) ou mais do capital social, relevância para a empresa.

Entretanto, salienta-se que a referida Lei 6.404/76, e suas leis que a derrogam, estabelecem outras porcentagens e parâmetros para classificação de influência sobre a empresa. Como exemplo, o § 5º do Art. 243 estabelece que é presumido influência significativa, quando o investidor deter 20% (vinte por cento), ou mais, do capital votante da investida.

Outrossim, a referida Lei 6.404/76 e suas leis que a derrogam; nos §1º e § 4º do Art. 243, estabelecem que não existe uma porcentagem correta para inferir se há influência na administração. Apenas, considera-se que há influência significativa, quando o investidor detém, ou exerce, poder nas decisões de política financeira ou operacional na empresa. Salienta-se ainda, que inclusive na lei das S.A.s, o parâmetro para medir e definir a influência na gestão da empresa é objetivo - o grau de propriedade acionária.

Dessa forma, visando à operacionalização conceitual do termo empresa familiar, para esta pesquisa, a empresa familiar será tratada como a empresa que tem acionista, pessoa física, que detém pelo menos 5% (cinco por cento) das ações ordinárias da empresa-objeto de análise, conforme já argumentado por Anderson, Reeb & Zhao (2012); Lanzana & Costanzi (1999); Martins, Menezes e Bernhoeft, (1999); e as disposições da Lei 6.404/76, e as leis que a alteram.

Evidencia-se ainda que o fator concentração acionária é relevante para empresas familiares e não familiares. Desse modo, aplicar-se-ão algumas classificações de concentração societária, em modelos distintos, verificando como a concentração impacta em empresas familiares e não familiares, em eventos de aquisições de empresas.

Referente à operacionalização e à classificação das variáveis empresa familiar e concentração acionária, salienta-se que serão ainda mais discutidas e definidas na seção: Definição Operacional das variáveis da pesquisa.

Por ora, apenas se informa que são consideradas relevantes para este trabalho as seguintes concentrações acionárias que podem influir no desempenho de empresas familiares ou não familiares, em eventos de aquisição aqui estudados:

i) Serão consideradas concentração acionária relevante empresas que tiverem como acionistas, pessoas físicas que detêm 10% (dez por cento), ou mais, de ações ordinárias da empresa-objeto de análise desta pesquisa;

ii) Serão consideradas empresas familiares as que tiverem como acionistas, pessoas físicas, que detêm 20% (vinte por cento), ou mais, de ações ordinárias da empresa-objeto de análise desta pesquisa;

iii) Serão consideradas empresas familiares, em sua definição mais conservadora, e clássica, conforme Neubauer e Lank (1998), as que tiverem como acionistas, pessoas físicas, controladores que detenham mais de 50% (cinquenta por cento) das ações ordinárias da empresa-objeto de análise desta pesquisa.

Outrossim, reporta-se que é comum empresas familiares de grande porte, e listadas, mascarar, intencionalmente ou não, a concentração societária na empresa, por meio de estrutura piramidal de propriedade e/ou dispersão das ações ordinárias, não possuídas pelo agente controlador; seja por motivo de mercado, contábil-fiscal, societário, entre outras eventuais motivações.

Salienta-se, portanto, que serão verificadas, para as empresas da amostra, as estruturas piramidais de controle de propriedade, pois é bastante comum, no Brasil, famílias terem o controle de instituições que são proprietárias de outras empresas. Assim, passam a exercer influência indireta e significante, nessas empresas.

Neste trabalho, a classificação se pautará na variável propriedade societária. Foram estabelecidas, conforme a literatura apresentada, algumas porcentagens que indicam que a empresa é familiar e/ou que tem influência significativa de uma família e/ou pessoa física.

Outrossim, será verificado, conforme Astrachan (2010) e Rocha (2012), se a gestão familiar gera maior desempenho da empresa em eventos de aquisições de empresas.

2.2.2 Erros de Definição de Empresa Familiar

Segundo Rocha (2012), existem erros de definição de empresa familiar comumentes praticados pela academia e pelo mercado, representado por pesquisadores e consultores profissionais. Visando a não incorrer em erros de definição de empresa familiar na presente pesquisa, apresenta-se os principais erros na definição de empresa familiar, segundo o autor anteriormente citado:

> i) Associar empresa familiar à empresa de capital fechado; pois, a classificação de empresa familiar independe se a empresa é de capital fechado ou listada em bolsa de valores;
> ii) Associar empresa familiar à classificação jurídica de empresa limitada; pois, a classificação de empresa familiar independe da quantidade de acionistas;
> iii) Associar empresa familiar à empresa de micro, pequeno ou médio portes. Evidencia-se que existem, proporcionalmente, empresas familiares em todas as classificações de porte de empresas. Inclusive, empresas familiares têm relevante participação em qualquer classificação de tamanho da empresa.

Nesta pesquisa mitiga-se os erros anteriormente citados, ao restringir a amostra coletada às empresas familiares e não familiares listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), visando, também, a maior transparência na obtenção dos dados secundários, pois empresas listadas têm maior *disclosure* de suas informações, e há melhor evidenciação e histórico do valor de mercado das empresas listadas em bolsa.

2.2.3 – Empresa Familiar no Exterior e Desempenho

Empresas familiares dominam diversos segmentos de negócios no mundo inteiro. Como exemplo, a indústria global de bebidas, que é controlada por diversas empresas internacionais familiares como a InBev-Anheuser-Busch, a SABMiller, a Heineken, a FEMSA, a Carlsberg, entre outras empresas familiares menores (VILLALONGA e AMIT, 2010).

Segundo La Porta, López e Shleifer (1999), empresas familiares representam significativa porcentagem das empresas de médio (45%) e grande (30%) portes, em 27 países pesquisados.

Nos EUA, são diversas as famílias que controlam setores importantes da economia, como por exemplo, a indústria de editoração, mídia e radiodifusão, onde quinze das dezessete maiores empresas de capital aberto nos EUA são empresas familiares (VILLALONGA e AMIT, 2010).

Outrossim, Forbes (2009) cita diversas famílias que dominam segmentos de negócios nos EUA, como por exemplo, as famílias: *Rockefeller, Bloomberg, Walton, Du Pont, Ford, Kennedy, Carnegie, Vanderbilt, Astor, Trump, Gates e Buffet*.

Com ênfase à importância das empresas familiares norte-americanas, Rocha (2012) evidencia que, a pesquisa feita pelo IFERA (The International Family Enterprise Research Academy), em 2003, levantou que 95% das empresas estado-unidenses eram familiares, e que essas empresas representavam 40% do produto nacional bruto nos EUA.

A Europa também cresceu com diversas famílias que dominam inúmeros segmentos de negócios, como por exemplo, as famílias: *Rothschild, Arnault, Ortega, Albrecht, Kamprad, Persson, Bettencourt, Otto, Ferrero, Lisin, Prokhorov, Rausing, Fridman, Grosvenor, Abramovich, Klatten, Deripaska, Alekperov, Del Vecchio, Potanin, Bertarelli, Rausing e Berlusconi*.

De acordo com Rocha (2012), uma pesquisa de 2003, do IFERA (The International Family Enterprise Research Academy), evidenciou que no continente europeu, países como França,

Alemanha e Itália possuem uma porcentagem de empresas familiares, na economia, que varia de 60% a 85%.

A Ásia, inclusive, foi adotada como modelo estratégico de crescimento nacional,com o patrocínio dos governos locais às empresas familiares (*Zaibatsu e Chaebol*), como ocorreu no Japão e Coreia do Sul, e de forma um pouco distinta, com a China e a Índia. Segundo a publicação da CNBC (2011) e Forbes (2012), existem diversas famílias que dominam inúmeros setores econômicos na região, como por exemplo, Wang, Ng, Hartono, Hee, Kuok, Mittal, Kwok, Ka-shing, Ambani, Toyoda, Yamauchi, Mori, Takei, Itoyama, Yanai, Ito, Fukuda, Kinoshita e Takenaka.

Referente ao desempenho de empresas familiares no exterior, Sraer e Thesmar (2007) evidenciam que em sua pesquisa sobre empresas familiares listadas na bolsa da França, no período de 1994 a 2000, dois terços das empresas abertas eram familiares. Como resultado da pesquisa, encontrou-se que empresas familiares têm melhor *performance* que empresas não familiares. Outrossim, que esse resultado é significante, inclusive, a pesquisa analisou outros fatores de influência para a performance, como por exemplo, o controle da empresa pelo fundador; gestão profissional; e gestão por descendentes do fundador. Segundo os autores supracitados da pesquisa, em todos os casos, suporta-se que a empresa familiar tem melhor resultado que a empresa não familiar. Salienta-se ainda que, como variável de desempenho das empresas, foram utilizados múltiplos como ROA (*Return on Asset*), ROE (*Return on Equity*), *Market to Book*, entre outros.

Sraer e Thesmar (2007) afirmam também que encontraram que a variável gestão profissional tem pior desempenho em relação à gestão realizada pelo próprio fundador e seus descendentes, pois, na média, o gestor profissional arrisca menos, e tem um perfil mais conservador em relação aos gestores integrantes da família.

Por outro lado, Pérez-González (2006) afirma que, em sua pesquisa, analisando 335 empresas familiares norte-americanas, foi encontrado que a gestão por descendentes do fundador gera menor desempenho da empresa, pois, o nepotismo em empresas familiares acarreta grande ineficiência administrativa. Salienta-se que também foram utilizados como variáveis de *performance* ROA (*return on asset*), *market to book*, gastos com pesquisa e desenvolvimento, entre outros.

Referente ainda à *performance* de empresas familiares no exterior; Adams, Almeida e Ferreira (2009); Palia e Ravid (2003); Villalonga e Amit (2006) afirmam que empresas que têm suas

famílias fundadoras ainda no comando, têm melhor valoração pelo mercado. Fahlenbrach (2009) evidencia ainda que 11% das maiores empresas norte-americanas ainda têm seu fundador como CEO (*Chief Executive Officer*), e que é significativo e robusto o maior desempenho da empresa com o fundador gerindo a própria empresa. Foi ainda encontrado na pesquisa de Fahlenbrach (2009) que fundadores-gestores investem mais em pesquisa e desenvolvimento, realizam mais aquisições de empresas e têm maior gasto em CAPEX (*capital expenditure*).

Já para Maury (2006), que analisou 1672 empresas do Oeste Europeu não financeiras, afirma que empresas familiares têm melhores índices de lucratividade, comparativamente às empresas não familiares. Outrosssim, evidencia que empresas que a própria família administra são ainda mais lucrativas.

2.2.4 – Empresa Familiar no Brasil e Desempenho

Empresas familiares no Brasil têm significativa importância para a economia nacional, pois representam 94% das trezentas maiores empresas brasileiras. (GORGATI, 2004)

Segundo Mello *et al.* (2008), o desenvolvimento da economia brasileira está diretamente relacionado ao fortalecimento e desenvolvimento das empresas familiares nacionais. Em análise histórica, o Brasil teve seu desenvolvimento relacionado a iniciativas familiares, como por exemplo, cita-se Irineu Evangelista de Sousa (Barão e Visconde de Mauá), um dos grandes empreendedores brasileiros, que desenvolveu suas empresas de forma verticalizada, e, dessa maneira, estruturou diversos setores da economia brasileira.

Outrossim, juntamente com a iniciativa do imperador Dom Pedro II; o Barão de Mauá foi grande incentivador e patrocinador do ensino sobre comércio e registro contábil no país. Evidenciam-se, ainda, outras famílias de grande influência para o desenvolvimento do país, como por exemplo, as famílias Penteado, Matarazzo, De Moraes, entre outros.

A Forbes (2012) cita diversas famílias relevantes no Brasil, que dominam diversos segmentos de negócios no país, como por exemplo, as famílias: Batista, Safra, Lemann, Branco, Villela, Marinho, Telles, Sicupira, Diniz, Esteves, Faria, Seabra, Civita, Steinbruch, Setubal, Mello, Saverin, Rocha, Bueno, Moreira Salles, Parisotto, Horn, Leal, Queiroz, Grandin, Bozano, de Souza, Aguiar, Garfinkel, Schincariol, Cavalcanti, Paulus, Goldfarb, Johannpeter, Auriemo, Zarzur, Grendene Bartelle, Carneiro, Rolim Amaro, Molina, dos Santos, Birman, Klein, Bertin, Resende, Mattar, Terpins e Jereissati.

Referente ao desempenho de empresas familiares, no Brasil, ainda é escasso na academia o estudo sobre esse assunto. As maiores fontes de informações sobre empresas familiares no país ainda são oriundas do mercado, como exemplo, de acordo com a pesquisa da *PriceWaterHouseCoopers* (2011), as empresas familiares brasileiras obtiveram desempenho superior ao resultado global das empresas mundiais em 2012. A referida pesquisa inclusive evidencia mudanças na visão dos gestores de empresas familiares brasileiras, para os próximos anos, onde as empresas familiares tendem a focar na competição globalizada, nos mercados doméstico e internacional. Desta forma, a aquisição de empresas pode vir a ser uma ferramenta útil, visando ao aumento de competitividade e inserção como *player* global.

2.2.5 – Ciclo de Vida da Empresa Familiar

Segundo Gorgati (2004), os ciclos de vida na empresa familiar não são tão distintos do ciclo de vida das empresas não familiares, a não ser pelo fato de que as relações e laços familiares afetam no desenvolvimento do ciclo empresarial. Isto pode evidenciar que há diferenças significativas no desempenho das empresas em diferentes gerações familiares.

Ao analisar o ciclo de vida da empresa familiar, é preciso equilibrar o trinômio: desenvolvimento da empresa, da família e da propriedade, que passa por um processo de três fases: início, expansão e maturidade. (GERSICK *et al.*, 1997).

De acordo com os autores supracitados, o início da empresa familiar é geralmente marcado pelo viés do excesso de otimismo, determinação, gosto pelo risco, e pela proatividade.

São diversas as motivações para a formação de uma empresa, como exemplo, citam-se: a incapacidade do empreendedor de adequar-se a papéis nos sistemas já existentes, experiências anteriores, falta de oportunidade econômica (necessidade de sobrevivência), oportunidade gerada pelo mercado, entre outras motivações. (GERSICK *et al.* , 1997; GERA, 2011).

Entretanto, o início/abertura de negócios no Brasil está geralmente relacionado à necessidade de sobrevivência. Enquanto que, em países mais desenvolvidos, a motivação dada pela oportunidade gerada pelo mercado é observada com mais frequência. (GERA, 2011).

Para Gorgati (2004), o início da empresa, geralmente é caracterizado por concentração total de propriedade e gestão, na figura do empreendedor, que incutirá seus valores, sua visão, sua dinâmica de trabalho, e suas habilidades, que poderão ser diferenciais competitivos no mercado.

Já na fase de expansão, os filhos do fundador geralmente encontram desafios, como por exemplo, manter o crescimento da empresa. Assim, buscam fontes de financiamento para promover a expansão empresarial e/ou a adequação da carteira de produtos para as novas necessidades do mercado. (GORGATI, 2004)

Na fase da maturidade, Gorgati (2004) salienta que é fundamental a formalização das políticas e processos internos da empresa para minimizar conflitos de interesses entre uma quantidade, nesta fase maior de acionistas. Vale citar que o grande desafio da empresa madura é a maior necessidade de renovação da carteira de produtos, pois, geralmente nessa fase, o mercado já mudou significativamente, e a empresa precisa se readequar para sobreviver a um mercado muito distinto da primeira e/ou segunda gerações.

Evidencia-se que as variáveis mais relevantes para o desempenho e perpetuidade da empresa familiar são: i) sucessão, ii) concentração acionária, iii) controle administrativo da empresa pela própria família e iv) obtenção de fonte de financiamento para as atividades corporativas. (DONNELLEY, 1967; FRUGIS, 2007; BERNHOEFT, 1987; GORGATI, 2004).

2.2.6 – Sucessão na Empresa Familiar

O processo de sucessão é um dos grandes riscos da empresa familiar. Desse modo, para que esta continue com crescimento elevado e perpetue, no mercado, esse processo é primordial. Assim, deve ser realizado com toda cautela e preparação possível. (DONNELLEY, 1967; FRUGIS, 2007; BERNHOEFT, 1987; GORGATI, 2004).

O entendimento da importância do processo sucessório em uma empresa familiar é essencial para a resolução de possíveis conflitos por ele gerados, já que as discussões dos processos sucessórios em empresas familiares têm se tornado cada vez mais frequentes e imprescindíveis. (GORGATI, 2004).

Enfatiza-se que, inevitavelmente, em um determinado tempo, será preciso haver sucessão, preparada adequadamente ou não. Salienta-se que, geralmente, o processo de sucessão é falho nas empresas familiares. Haja vista a enorme taxa de mortalidade que assola as empresas familiares, decorrente da preparação inadequada de sucessores, entre outras causas.

O processo sucessório é lento, a preparação dos sucessores depende do empenho e objetivos familiares, pois envolve as três dimensões da empresa familiar - a família, propriedade e gestão. (GORGATI, 2004).

Para Bernhoeft (1987), o processo sucessório em empresas familiares não pode ser tratado apenas sobre os aspectos racionais, pois envolve pontos afetivos e emocionais, relacionados à própria estrutura familiar. Já, Lodi (1998) afirma que o êxito de um programa sucessório depende da maneira como os sucessores foram preparados para a gestão da empresa e a administração da riqueza.

Referente ao processo de sucessão, Lodi (1998) afirma que o sucessor deve ter um aprendizado profissional em outras empresas antes do início da dedicação total à empresa da família. Salienta-se que, ao iniciar na empresa familiar, deve-se começar por baixo, aprendendo as áreas- chave da empresa, para quando chegar ao posto de comando, tenha conquistado o conhecimento generalista importante para os cargos executivos. Deve-se ainda permitir e analisar *a priori* a completude do processo de aprendizagem do sucessor, para que possa, então, assumir as responsabilidades da direção estratégica.

Evidencia-se ainda um outro grande problema no processo sucessório, o duplo comando, que gera disputa de poder e prejudica o gerenciamento da empresa familiar. Como sugestão de resolução desse problema, são colocados alguns tópicos, como a importância do respeito mútuo, o correto funcionamento do conselho de administração e a clara passagem do bastão do fundador ao sucessor. É importante comentar que a raiz de vários problemas, durante o processo de sucessão, pode estar centrada na dificuldade do fundador em passar a gestão para o sucessor. (LODI, 1998; FREIRE, 2009b).

Essa dificuldade pode ser mitigada sobretudo pelo funcionamento correto do Conselho de Administração. O fundador ou o atual gestor da empresa familiar pode continuar na empresa como conselheiro, e minimizar gradualmente a saída do antigo gestor e, assim, fortalecer a “passagem do bastão” para seus sucessores.

Entretanto, enfatiza-se que há diversos fatores que podem prejudicar a sucessão dos gestores da empresa familiar. Dessa maneira, é comum a venda da propriedade da empresa para outras famílias, bem como a pulverização do capital social em bolsas de valores mobiliários, ou mesmo, a venda da empresa para agentes financeiros e/ou grupos de negócios. Esses são alguns cenários extremamente ordinários na realidade das empresas familiares com o passar das gerações.

Assim, ao unir o conceito de ciclo de vida das empresas familiares e processos sucessórios, reconhece-se a diversidade de conflitos possíveis originados das dinâmicas familiar e empresarial, que se sobrepõem e atuam concomitantemente, podendo causar problemas não

sanáveis entre o elo familiar e o resultado pode ser a dissolução e/ou venda da sociedade. (GORGATI, 2004).

O motivo principal dos possíveis conflitos é que já há intrinsecamente um conflito pré-existencial entre a instituição família e a instituição sociedade empresarial, na empresa familiar. (GORGATI, 2004) Está claro que são duas variáveis distintas, que estão intrinsecamente ligadas na empresa familiar, que devem ser otimizadas, e, de certa forma, o ponto máximo global é difícil de ser atingido.

Geralmente, uma das duas variáveis é afetada (pode haver desequilíbrio entre os pesos família e empresa) e, como consequência, o desempenho geral da empresa familiar é afetado. Em outras palavras, a empresa familiar é mais suscetível a problemas existenciais que a empresa não familiar, por isso ,tende-se, em longo prazo, a se tornar uma empresa não familiar.

Salienta-se então que este trabalho tem como premissa clarificar que, com o passar das gerações, a empresa vai se tornando menos familiar. Ou seja, a empresa pode passar a ser propriedade de outros agentes e/ou ter seu capital social pulverizado, em decorrência de erros de sucessão da família fundadora.

2.2.7 – Vantagens e Desvantagens das Empresas Familiares

Segue a argumentação das vantagens e desvantagens das empresas familiares em relação às empresas não familiares.

Segundo Frugis (2007), as empresas familiares têm diversas vantagens, como por exemplo:

> i) Pensamento a longo prazo: empresas familiares costumam pensar, e agir, com propósito de longo prazo. Desta forma, tendem a ter melhores resultados do que empresas não familiares, que geralmente costumam agir a curto prazo, devido sobretudo, porque os executivos em empresas não familiares têm tempo determinado de gestão, e são pressionados constantemente pelos acionistas e pelo *board*, a terem resultados imediatos. Logo, este imediatismo, pode gerar resultados menos favoráveis às empresas não familiares.

Em harmonia com a vantagem ocasionada pelo maior pensamento a longo prazo das empresas familiares, citado anteriormente por Frugis (2007), De Visscher, Aronoff *e Ward* (1995) afirmam ainda que empresas familiares consideram seu capital próprio como um capital paciente. Embora deseje um retorno imediato sobre seus investimentos no negócio, a família, geralmente é mais paciente com relação aos investimentos realizados, pois tem um olhar voltado para o futuro e para os retornos dos investimentos, e visa, principalmente, à

continuidade da empresa, da tradição e da herança familiar. Este tipo de visão em longo prazo pode ter maior potencial de retorno que o imediatismo das empresas não familiares.

Frugis (2007) cita ainda outras vantagens das empresas familiares, como:

> ii) Conhecimento: refere-se ao segredos empresariais, o modo particular de como é feita determinada função, a habilidade e conhecimento tácito que o fundador transfere expressamente ou tacitamente, para empresa; fatores estes, que muitas vezes, são determinantes para o sucesso da empresa;
> iii) Flexibilidade: a empresa familiar, em geral, tem maior rapidez para tomadas de decisões corporativas. Ao contrário das empresas não familiares, que por conta do problema de agência, devido aos executivos poderem tomar decisões que não maximizem a riqueza dos acionistas, geralmente, adota-se estrutura burocrática mais bem-desenvolvida, com o intuito de controle sobre o agente administrador;
> iv) Cultura: empresas familiares tendem a ter cultura organizacional mais estável, devido ao maior tempo de permanência dos seus gestores na administração da empresa. Ao contrário de empresas não familiares, que a cada gestão muda-se o estilo do gestor, como as tarefas são feitas, como a empresa é vista do ponto de vista estratégico.
> v) Prestígio e liderança: refere-se aqui, ao sentimento de prestígio e liderança natural que o fundador, muitas vezes, tem em relação aos seus funcionários, fornecedores, clientes e parceiros comerciais. Este referido prestígio faz com que clientes possam se relacionar com empresas em que sua administração não estejam em constantes mudanças de políticas, cargos e regras.

Por outro lado, como desvantagens de empresas familiares, segundo ainda Frugis (2007) destaca:

> a) Concentração de poder: este fato, muitas vezes pode prejudicar a empresa, pois, a concentração de poder, torna a empresa familiar mais frágil do que empresas com maior dispersão de poder. Para este trabalho, refere-se à concentração de poder, como concentração de participação acionária, que possa resultar significativa influência na gestão da empresa;
> b) Sucessão: refere-se à passagem da empresa às gerações seguintes, que muitas vezes são falhas. Ocasionando maiores riscos de continuidade e desempenho à empresa familiar. O autor supracitado evidencia que menos de 30% das empresas, chegam à segunda geração, e somente, cerca de 10%, chegam à terceira;
> c) Questões emocionais: podem interferir significativamente nas ações, e nas tomadas de decisões da empresa familiar. Entretanto, salienta-se que não significa que este tipo de problema não possa ocorrer em empresas não familiares, mas evidencia-se, que o fator emoção é mais frequente em empresas familiares. Devido aos laços familiares e ligações afetivas que seus acionistas geralmente têm com a empresa.

Outra desvantagem e/ou vantagem de empresas familiares é que, segundo Forbes (2005), há relação significante entre fundadores de empresas familiares e o viéis de excesso de confiança. Observa-se que, embora as heurísticas obtidas por meio da experiência do fundador possam ser úteis na gestão da empresa, o excesso de confiança dado pela experiência passada também pode ocasionar sérios de erros sistemáticos e tomadas de decisões equivocadas (TVERSKY e KAHNEMAN, 1974; BAZERMAN e MOORE, 2010; RUSSO E SCHOEMAKER, 1991 e 1992; FORBES, 2005). Dessa forma, segundo Alvarez e

Busenitz (2001), não há como definir se o viés de excesso de confiança e a utilização de heurísticas possam ser uma vantagem ou desvantagem empresarial.

2.2.8 – Concentração Acionária, Poder, Influência e Hubris em Empresas Familiares

De acordo com a teoria de que as empresas familiares têm maiores vantagens em relação às empresas não familiares, Toffler (1980 e 1998); Frugis (2007); Schuman, Stutz & Ward (2010); Li & Srinivasan (2011); Anderson, Reeb & Zhao (2012) afirmam que a centralização de poder, associada à expertise e ao prestígio do seu fundador, podem resultar em decisões mais rápidas e eficientes, adaptando-se melhor às novas necessidades do mercado e, por conseguinte, maior potencial de desempenho da empresa.

Salienta-se, entretanto, que existe um hiato em relação às consequências dos fatores/variáveis: concentração de poder e empresas familiares. Assim, pode-se dizer que a expressão empresa familiar tem, no universo popular, conotação pejorativa, devido ao fator de concentração de poder estar associado, muitas vezes, ao nepotismo e à ineficiência (GORGATI, 2004; FRUGIS, 2007).

Outrossim, segundo Roll (1986), a concentração de poder pode desencadear no viés de excesso de confiança, chamado "*Hubris hypothesis*". Esse excesso de confiança, segundo o autor supracitado, pode resultar em retornos medíocres para a empresa.

Evidencia-se ainda que outros autores corroboram com as argumentações realizadas por Roll (1986). Como por exemplo, Bazerman e Moore (2010) e Tversky e Kahneman (1974) afirmam que a concentração de poder pode gerar para o tomador e/ou influenciador das tomadas de decisão da empresa o viés de excesso de confiança, que está associado a resultados negativos para a empresa.

Por outro lado, Gallo e Vilaseca (1998); Toffler (1998); Schuman, Stutz & Ward (2010); Li & Srinivasan (2011) e Anderson, Reeb & Zhao (2012) defendem que os fatores concentração de poder e a maior participação ativa da família na empresa são significantes para o desempenho superior da empresa familiar. Segundo os autores supracitados, a concentração de poder mitiga os custos de agência, já que facilita o maior alinhamento entre os objetivos dos acionistas e do agente administrador, devido, sobretudo, ao fator vigilância do próprio proprietário na empresa.

Ainda referente aos fatores concentração acionária e *Hubris hypothesis*, criticando a visão de Roll (1986), Sraer e Thesmar (2007) afirmam que há evidências de que o fator confiança que o gestor tem em si mesmo é na realidade importante alavanca para o resultado da empresa. Ou seja, a confiança do gestor em si próprio pode gerar maior desempenho para a empresa. Apenas salienta ainda que o fator concentração acionária pode aumentar o nível de confiança do gestor.

Portanto, conclui-se, com base nos argumentos anteriormente apresentados neste trabalho, que fatores, como expertise, experiência, prestígio, liderança, entre outros, podem influenciar no desempenho da empresa com característica familiar, bem como os fatores concentração acionária, poder, influência e *hubris*.

2.2.9 – Controle e Gestão da Empresa Familiar pela própria Família

Segundo Tàpies e Ward (2008); McConaughy, Matthews, e Fialko (2001); Rosenblatt *et al*. (1985); Kets de Vries (1993); McCounaughy *et al*. (1998), quando o controle e a gestão da empresa estão nas mãos da família há maior potencial de criação de valor do que em relação às empresas cujas famílias controladoras não as supervisionam e as gerenciam.

Outrossim, há evidências de que o Q de Tobin aumenta quando membros da família estão em posições privilegiadas no *board* da empresa, pois, a família tende a vigiar melhor as ações dos agentes administrativos da empresa e, como resultado, gera-se maior valor à empresa decorrente dos fatores controle e vigilância (MORCK, SHLEIFER e VISHNY, 1988; MCCONAUGHY, MATTHWES e FIALKO, 2001).

Em concordância ainda, com o contexto das afirmações acima, Zahra (2005); Fernández e Nieto (2005); Molly, Laveren e Jorisen (2012) afirmam que, quando novos membros da família se envolvem ativamente na gestão da empresa, aufere-se como resultado um significativo aumento de crescimento da empresa e renovação das estratégias corporativas.

Outrossim, segundo Molly, Laveren e Jorisen (2012), a entrada de novos membros da família na empresa está associada à maior inovação e à internacionalização da empresa. Desse modo, reitera-se que os fatores resultantes do *input* mencionado são o maior crescimento e geração de valor à empresa.

Referente ao controle e gestão da empresa familiar, sob a perspectiva de governança corporativa e estrutura de capital, a cada geração que passa, a empresa familiar se torna mais

parecida com empresas não familiares, ou seja, com controle e gestão mais difusos (KELLERMANNS e EDDLESTON, 2004; BLANCO-MAZAGATOS, QUEVEDO-PUENTE e CASTRILLO, 2007; MOLLY, LAVEREN e JORISEN, 2012).

De acordo com os autores supracitados, a desconcentração do capital social da empresa gera maior assimetria de informação entre os acionistas, o que resulta na necessidade de adoção de medidas contentoras, como por exemplo, o aumento do custo de agência, para maior controle das ações do gestor. Também, cita-se como outra alternativa, a contratação de agente administrativo externo com o intuito de mediar rivalidades, visões e interesses conflitantes entre um número maior de acionistas.

Esta inevitável profissionalização da administração, decorrente do crescimento da empresa e da desconcentração do capital acionário, gera menor eficiência e menor desempenho da empresa. (KELLERMANNS e EDDLESTON, 2004; BLANCO-MAZAGATOS, QUEVEDO-PUENTE e CASTRILLO, 2007; MOLLY, LAVEREN e JORISEN, 2012).

O resultado apresentado anteriormente é devido, sobretudo, à maior possibilidade de oportunismo, em que cada *stakeholder* tenta maximizar seu próprio interesse diminuindo a maximização do interesse dos acionistas, conforme já discutido na seção da teoria da firma. Outrossim, o agente contratado, muitas vezes, não tem todas as qualidades e interesses de um membro da família, sobretudo, quando comparado com o próprio fundador, ou descendente próximo.

Portanto, como inferência e conclusão dos argumentos apresentados nesta seção, coloca-se que, quanto maior a concentração acionária e a participação da família na gestão da empresa, maior o potencial de desempenho desta, sobretudo, quando o fundador ainda está na empresa e propaga suas qualidades diferenciadas, que a levaram a crescer e se desenvolver, como por exemplo, o *expertise*, experiência, prestígio, liderança intrínseca e empreendedorismo nato. Assim, evidencia-se que a maior vigilância da empresa pelo próprio proprietário corrobora ao maior desempenho da empresa.

Por outro lado, quanto menor o controle acionário e a participação da família na gestão da empresa, menor o potencial de desempenho desta, devido, sobretudo, a fatores, como: o aumento do custo de agência e maior conflitos de interesses (oportunismo).

2.2.9.1 – Controle e Gestão da Empresa Familiar pelo próprio Fundador e/ou de seu Herdeiro direto de segunda Geração

Segundo Frugis (2007), mesmo que possa haver *hubris* por parte do fundador, este teria melhores condições de gestão da empresa que seus sucessores, sejam familiares ou agentes não familiares, já que suas qualidades como empreendedor nato, líder natural da empresa, prestígio, *expertise* e experiência, sobrepõem-se. Outrossim, seus sucessores, sejam familiares ou não, podem também ter viés de excesso de confiança (*hubris*) como parte de sua personalidade intrínseca. Nesse caso citado de possibilidade de existência de excesso de confiança, também por parte dos sucessores do fundador da empresa, resulta-se na equalização das potenciais ameaças geradas pelo fator *hubris*, mas não nas oportunidades decorrentes das qualidades mencionadas anteriormente referentes ao fundador.

O *hubris* (viés de excesso de confiança) para este trabalho é visto como uma ameaça, e não como um defeito. Vale ressaltar que arriscar é parte integrante da atividade empresarial, devido, sobretudo, à racionalidade limitada do homen (Simon, 1957). Salienta-se que as tomadas de decisões consideradas mais arriscadas podem também ser relacionadas a gestões de alto desempenho, tornando-se, muitas vezes, uma característica favorável (qualidade).

Evidencia-se também que autores como Bazerman e Moore (2010), e Russo e Schoemaker (1991) enfatizam a necessidade de mensurar os riscos e ter o máximo de informações possíveis antes da tomada de decisão. Entretanto, Forbes (2005) afirma que quanto maior a compreensão do problema, maior o viés de excesso de confiança.

Logo, o risco proveniente do viés de excesso de confiança (*hubris*) é uma variável que pode se tornar uma ameaça e/ou oportunidade para a empresa.

Coloca-se ainda que o laço emocional familiar, resultando esforço e devoção em prol da empresa, geralmente observado em sucessores arraigados ao legado e próximos ao fundador, pode gerar desempenho superior.

De acordo com Frugis (2007) e Bernhoeft (1987), a segunda geração ainda continua o crescimento anormal da empresa, sobretudo, porque o fundador, muitas vezes, ainda é muito presente no Conselho de Administração, e geralmente consegue treinar seu sucessor, transmitindo-lhe alguns conhecimentos tácitos e habilidades necessárias para a continuação do desenvolvimento da empresa.

Donnelley (1967); Martins, Menezes e Bernhoeft (1999) afirmam que a expansão da empresa familiar ocorre, sobretudo, na segunda geração de dirigentes, pois, a primeira geração (fundador) abre caminhos para seus sucessores com uma ideia e atitudes que deram certo. Nessa primeira fase, obtém-se grande crescimento, mas geralmente, o problema de financiamento e a captação de recursos insuficientes acabam por dificultar o crescimento.

Segundo os autores supracitados, na segunda geração, a empresa consegue se capitalizar melhor internamente (capital próprio) devido ao fluxo de caixa mais elevado, o que propicia maior reinvestimento dos lucros. E, sobretudo, externamente (capital de terceiros) devido ao melhor relacionamento com instituições financeiras, decorrente do maior tempo de funcionamento e o maior tamanho e solidez da empresa, o que resulta no *boom* da expansão corporativa.

Entretanto, devido ao ritmo mais acelerado de desenvolvimento do mercado interno, do sistema financeiro, bancário, de crédito e do mercado de capitais, é comum observar empresas na primeira geração que já conseguem alta capitalização interna (capital próprio), e sobretudo, externa (capital de terceiros).

Essas empresas se desenvolvem, de tal forma, que rapidamente realizam IPOs (*Initial Public Offers*), na bolsa de valores de São Paulo (BOVESPA), e até mesmo, realizam aquisições no exterior, na busca por recursos estratégicos para seu crescimento e estruturação corporativa.

Portanto, como síntese desta seção, quanto ao crescimento da empresa e geração de valor aos acionistas, geralmente ocorrem, com maior vigor, na primeira e na segunda gerações da empresa.

2.2.9.2 – Controle e Gestão da Empresa Familiar pelos Familiares de Terceiros ou mais de Gerações do Fundador

Segundo Gorgati (2004), a estrutura societária na empresa de terceira ou mais gerações está geralmente mais diluída, em razão da entrada na sociedade de terceiros, associados aos filhos, netos do fundador, e/ou inclusive, pessoas fora do círculo familiar inicial. Entretanto, não perde as características de empresa familiar.

De acordo com Donnelley (1967); Martins, Menezes e Bernhoeft, (1999), Frugis (2007); Bernhoeft (1987) e Gorgati (2004), a terceira geração, geralmente, tem menor crescimento da

empresa e menor geração de valor aos acionistas. Como fatores apresentados para o menor crescimento e geração de valor, segundo os autores supracitados têm-se:

i) menor centralização acionária, resultando menor influência e vigilância pessoal dos próprios proprietários na empresa;

ii) maior risco de sucessão, devido ao maior número de potenciais sucessores;

iii) maior dispersão e conflito de interesses dos acionistas para com a empresa, devido ao maior número de acionistas. Espera-se uma maior quantidade de pontos de vista distintos, resultando maiores conflitos entre os acionistas;

iv) maior custo de agência, pois, com o aumento de acionistas e a pulverização do controle, tende-se a exigir um maior controle dos gestores. Em alusão à administração pública, cria-se um maior sistema burocrático, inflexibilizando a gestão, visando a evitar eventual utilização do poder de gestão (discricionariedade) para fins próprios (prevaricação).

De acordo com Molly, Laveren e Jorissen, e em concordância com as afirmações anteriores, (2012) há diferenças significativas entre desempenho de empresas familiares de diferentes gerações, pois, quanto maior o grau de geração da empresa, mais conservadores tende a ser os gestores em relação às tomadas de decisão que envolvem risco. Assim, alteram-se, consideravelmente, as orientações institucionais de crescimento, desempenho e gerenciamento da empresa. Ou seja, geralmente, perdem-se significativamente as características intrínsecas, fundamentais da empresa, oriundas dos fundadores empreendedores.

Nesse sentido, Forbes (2005) afirma que quanto maior a idade da empresa, do gestor e da variável relação com investidores externos (bancos, por exemplo), menor é o viés de excesso de confiança do gestor. Dessa forma, pode haver menores desempenhos, pois há menores riscos tomados e menores possibilidades de ganhos anormais.

De acordo com as afirmações anteriores, McConaughy e Phillips (1999); Molly, Laveren e Jorisen (2012) encontraram que empresas familiares com geração mais afastada do fundador tendem a explorar menos novas tecnologias e mercados, o que resulta menor crescimento e geração de valor para a empresa.

2.2.10 – Relação com Investidores Institucionais, Grupos de Negócios, Agentes Financeiros, Governo, entre outros eventuais *Blockholders*

Segundo Shleifer e Vishny (1986); Bertrand e Mullainathan (2000); Hartzell e Starks (2003); Cremers e Nair (2005); Edmans (2009); Edmans e Manso (2011); e Kim e Lu (2011), o fato de a empresa familiar ter relações com investidores institucionais, grupos de negócios, agentes financeiros, governo, entre outros eventuais *blockholders*, pode influenciar significativamente no desempenho da empresa, devido ao tráfico de influência ocasionado da relação com *blockholder*s.

Conforme já citado, Forbes (2005) evidencia que empresas que têm relação com investidores externos, têm gestores com menores graus de viés de excesso de confiança. Dessa forma, os gestores tomam menos decisões com maiores riscos para a organização. Esse fato pode ocasionar menores desempenhos nos resultados obtidos.

Outrossim, *blockholders* podem agregar à empresa familiar maior *expertise* em gestão e monitoramento, o que gera maior potencial de desempenho para as empresas relacionadas aos *blockholders*.

Para este trabalho, não serão considerados como *blockholders* os *insiders* (administradores) e acionistas controladores (família), pois, os acionistas controladores ou família, são justamente o foco de análise da pesquisa, e serão classificados separadamente *a posteriori*.

2.3 Aquisições de Empresas

Esta seção abordará aquisições de empresas como parte da fundamentação teórica para o presente trabalho.

2.3.1 Conceito, Características e Classificação dos tipos de Aquisições de Empresas

As aquisições de empresas, principalmente a partir da década de 80, do século XX, tiveram grande destaque no cenário econômico global. Esse período teve como grande fator impulsionador o intenso desenvolvimento tecnológico das telecomunicações, dos transportes, e da maior integração político, econômico e aduaneiro. (CAMARGOS e COUTINHO, 2008).

Segundo Nardi (2012), os choques econômicos, tecnológicos e institucionais motivam ainda mais a ocorrência de eventos de aquisições de empresas em um determinado mercado e país.

Como definição do conceito de aquisição de empresas, pertinente para o desenvolvimento da pesquisa empírica, cita-se Miranda e Martins (2000):

> Aquisição é a compra de participação acionária de uma determinada empresa já existente, sem que isso implique necessariamente em mudança de seu controle gerencial por meio da propriedade total das ações, nem o desaparecimento de sua personalidade jurídica.

O quadro a seguir mostra as classificações de operações de aquisições de empresas existentes.

Quadro 1 – Classificação dos Processos de aquisições de Empresas

Classificação	Definição
Horizontal	Quando o processo envolve empresas atuantes no mesmo ramo de atividade.
Vertical	Quando o processo envolve empresas atuantes na mesma cadeia produtiva, podendo ser a montante, em direção aos fornecedores; ou a jusante, em direção aos clientes.
Conglomerado	Quando o processo envolve empresas de ramos de atividades não relacionadas.
Congênere	Quando processo envolve empresas da mesma indústria, mas não no mesmo ramo de atividade, não sendo fornecedor ou cliente.

Fonte: Adaptado de Camargos e Coutinho (2008).

Segundo Penrose (1959) e Wood (1971), os dois principais tipos de classificação estratégicas quanto à aquisição de empresas são a operação relacionada e a não relacionada. A primeira, relacionada ou concêntrica, em que a empresa adquirente adiciona atividades em comum a seu portfólio, e a segunda é a diversificação conglomerada – não relacionada, em que ocorre a entrada, em novas áreas de especialização não relacionadas com seu portfólio já existente.

Referente às aquisições relacionadas, há evidências de que podem resultar melhores desempenhos, devido às similaridades em sua cadeia produtiva e de suprimentos, obtendo maior economia de escala e foco para crescimento e expansão da empresa (LEMELIN, 1982; SCOTT, 1983; MACDONALD, 1985).

Para Penrose (1959), Guimarães (1982a, 1982b) e Teece (1982), as empresas realizam aquisições de empresas para maximizar seus excedentes, na procura pelo potencial de crescimento acima da média de mercado.

As transações de forma conglomerada, em função das restrições específicas de recursos internos, como por exemplo, a falta de conhecimento e habilidades necessárias para a entrada em outros segmentos, possibilidade de perda de foco e eficiência, escassez de recursos financeiros, para o contínuo reinvestimento em todas as áreas de negócios, acabam por limitar

a quantidade de possibilidade de diversificação da empresa.

Abaixo segue um breve trecho de Penrose (1959), que versa sobre a limitação da empresa, devido à escassez de recursos.

> Uma empresa pode entrar em diversos segmentos, mas para mantê-la competitiva, deverá estar preparada para sempre reinvestir em cada segmento atuado. Esta necessidade de re-investimento contínuo irá restringir sua diversificação em uma quantidade de segmentos suportáveis em qualquer período de tempo.

Evidencia-se ainda nessa seção que aquisições de empresas podem ser bons meios de obtenção de resultados superiores e busca de melhores recursos para a empresa. Entretanto, sua execução deve ser bem-planejada e executada, pois, a maior parte dos processos de aquisições de empresas têm resultados negativos, tanto para a empresa adquirida, quanto para a adquirente. Em geral, observa-se que a empresa adquirida perde sua cultura e sua visão corporativa, que muitas vezes eram os diferenciais para o sucesso da empresa. Enquanto que a empresa adquirente, geralmente, paga ágio na compra de uma empresa, e o mercado mal avalia a transação devida, sobretudo, aos riscos incorridos na operação (GUARITA, 2002).

2.3.2 Motivações para a realização de Operações de Aquisição de Empresas

Para Camargos e Coutinho (2008), os processos de aquisições de empresas decorrem naturalmente da origem e da evolução da empresa e de sua atividade empresarial. Dessa maneira, a origem geralmente é marcada por uma estrutura organizacional familiar de propriedade concentrada. Assim, à medida que a empresa evolui e cresce, inicia-se a necessidade de adoção de outras práticas administrativas, como por exemplo, a contratação de gestores profissionais e utilização da ferramenta de aquisição de empresa, com a finalidade de obter maiores e melhores resultados.

Conforme já abordado na seção Teoria da Firma, salienta-se que, embora as operações de aquisições de empresas sejam atividades comuns entre empresas familiares e não familiares, a teoria geral, que serve de suporte para os temas supracitados, não está totalmente consolidada na literatura. Na realidade, o que existe é um conjunto de explicações que se propõem a lhe conferir legitimidade e embasamento teórico, mas toda essa fundamentação deriva principalmente de aspectos da teoria da firma. (CAMARGOS e COUTINHO, 2008; GORGATI, 2004; ROCHA, 2012).

Segundo Camargos e Coutinho (2008), as motivações para a realização de aquisições de empresas encontram suporte teórico nos diversos enfoques da teoria da firma, como por exemplo, a economia dos custos de transação de Coase (1937), e a teoria da economia dos custos de administração, de Alchian e Demsetz (1972), que explicam o surgimento, existência e crescimento da empresa. Enquanto que a teoria de monopólio de stigler (1950), a teoria de alocação de recursos, de Penrose (1959), a teoria de maximização da riqueza dos acionistas, de Jensen e Meckling (1976), a teoria do mercado de controle corporativo, de Manne (1965), entre outras teorias e autores, dão base para explicação de parte das motivações da realização de aquisições de empresas.

De acordo ainda com Camargos e Coutinho (2008), a teoria da firma fundamenta o surgimento e evolução da empresa, bem como as atividades de aquisições de empresas, como ferramentas utilizadas para o crescimento e seu desenvolvimento (PENROSE, 1959).

Existem diversos motivos para a realização de aquisições de empresas, que são suportados pela teoria da firma, principalmente na teoria do crescimento, de Penrose (1959), bem como na teoria da agência e da governança gorporativa. (CAMARGOS E COUTINHO, 2008).

Segundo Berkovitch e Narayan (1993), e Seth, Song e Pettit (2002), os principais motivos para a execução de aquisições de empresas são:

- Sinergia que pode haver entre adquirente e adquirida, resultado em ganhos econômicos decorrentes da união das empresas;
- *Managerialism*, cuja motivação para a realização de aquisição de empresas é que os gestores se atraem pela possibilidade de aumentar o tamanho de sua empresa visando a interesses pessoais de aumento de salário, prestígio e maior evidência no mercado;
- *Hubris* de Roll (1986), onde o excesso de confiança do gestor gera maior propensão na realização de operações de aquisições de empresas.

Segundo ainda Seth, Song e Pettit (2002), quando há combinação de sinergia e *hubris* são encontrados retornos totais positivos nas operações de aquisições de empresas. Entretanto, quando há a combinação de *hubris e managerialism hypothesis*, há evidências consistentes da existência de retornos totais negativos nas operações de aquisições de empresas.

Segundo (Seth, 1990a; Dawar & Frost, 1999; Gubbi *et al*., 2010; Cuervo-Cazurra, Maloney & Manrakhan, 2007; Uhlenbruck, Hitt & Semadeni, 2006; Vermulen & Barkema, 2001) existem diversas outras motivações complementares para a relização de aquisições de empresas, a saber:

- O acesso a novos e diferentes mercados - ganhando novas experiências mercadológicas e podendo auferir ganhos com a diminuição de riscos sistêmicos (por estar atuando em mercados/conjunturas econômicas/países distintos), riscos idiossincráticos/específicos da empresa (que é diminuído naturalmente sempre que há diversificação de algumas variáveis da empresa);
- Aumento de poder de mercado - pode-se aumentar o *market-share*, apenas com a aquisição de concorrente em um mercado oligopolista, diminuindo a barganha dos compradores e fornecedores;
- Maior captação de crédito a juros menores – pois uma empresa maior consegue captar maiores recursos de financiamento à sua operação empresarial com menor taxa de juros. No caso de aquisição de empresa *cross border*, realizada por empresa brasileira e em país-*target* desenvolvido, salienta-se também que a empresa poderá se utilizar de financiamento com o custo ainda mais baixo, pois os juros praticados em países desenvolvidos são consideravelmente mais baixos que em países em desenvolvimento;
- Obtenção de tecnologia de ponta – a ferramenta de aquisição de empresa pode ser útil para a aquisição de tecnologia de ponta, quando realizadas em mercado-*target* e/ou empresa-*target*, com maior desenvolvimento tecnológico;
- Aquisição de marcas globais – pode-se também entrar e crescer rapidamente no mercado onde se quer inserir, pois, pode-se adquirir marcas fortes e com boa reputação, sem precisar passar por todo o demorado processo de lançamento, desenvolvimento e maturação de uma marca. Evidencia-se ainda que outro ponto positivo de aquisição de marcas já conceituadas é a diminuição de risco operacional, havendo inclusive maior precisão na previsão futura de fluxo de caixa, pois há histórico de vendas. O maior risco, nesse caso, é coordenar a mudança de propriedade e gestão da marca;
- Internalização de conhecimentos e habilidades para fabricação de produtos superiores, bem como a obtenção de melhores práticas em *marketing*, cadeia de suprimentos, finanças e recursos humanos, entre outros – a realização de aquisição de empresa traz a possibilidade de se adquirir conhecimentos de práticas corporativas diversas;
- Ganho de economia de escala e de escopo – No caso da economia de escala, ao adquirir novos ativos, há possibilidade de aumento de produtividade, volume de produção, por exemplo, o que causa simultaneamente redução do custo médio de um determinado bem. Ou, inclusive, pode haver ganho de economia de escopo, que se caracteriza pelo ganho em redução de custo e aumento de produtividade, quando há combinação de produção de dois tipos distintos de produtos, que são de alguma forma relacionados;
- Possibilidade de arbitragem internacional por atuar em outros países – evidencia-se que, quando uma empresa atua em mais de um país, pode ter a possibilidade de agir de forma mediadora nas necessidades de cada mercado, executando a chamada arbitragem. Esta é a simples, e sem risco de transação de compra e venda de um bem gerado pela diferença momentânea de preço, em diferentes mercados.

Referente aos benefícios que motivam a realização de aquisições de empresas, Shan & Son (1997) afirmam que aquisições de empresas são puxadas / motivadas em decorrência do potencial da transação de se adquirir recursos, capacidades e habilidades provenientes da empresa *target*.

Abaixo segue o Quadro 2, que resume e evidencia as principais motivações para a realização de aquisições de empresas, de acordo com Camargos e Coutinho (2008).

Quadro 2 – Motivação para a realização de Operações de Aquisições de Empresas

Motivação para a realização de operações de aquisições de empresas	**Descrição**
Expectativas Assimétricas	Diferentes expectativas sobre o futuro levam os investidores a atribuírem valores diferentes a uma mesma empresa, ocasionando propostas de compra e venda.
Irracionalidade Individual nas Decisões de Dirigentes	Justificativa hipotética para as aquisições de empresas, segundo a qual, sob condições de incerteza, os indivíduos nem sempre tomam decisões racionais. Irracionalidades estas, diluídas ou anuladas quando consideradas de forma agregada na interação dos vários agentes econômicos (Roll, 1986).
Aquisições de empresas como uma Alternativa a Dividendos e Recompra de Ações	Situação presente em empresas com fluxos de caixa livres
Compensações e Incentivos Tributários	Advindos de créditos tributários, relativos a prejuízos acumulados por uma das empresas envolvidas podendo ser compensados em exercícios futuros pela outra empresa que venha apresentando lucros.
Custos de Reposição e Valores de Mercado	Situação existente quando os custos de reposição dos ativos de uma empresa forem maiores que o seu valor de mercado. Isto é, quando a razão "Q de Tobin" de uma empresa for menor que a unidade. ("Q de Tobin" < 1).
Sinergias Operacionais e Gerenciais	Advindas de possíveis reduções nos custos em função do aumento do nível de produção, maior racionalização do esforço de pesquisa e desenvolvimento, uso conjunto de insumos específicos não divisíveis e transferência de tecnologia e conhecimento (*know-how*).
Efeitos Anticompetitivos e Busca do Poder de Monopólio	Advindos de ganhos com o aumento da concentração de mercado e da consequente redução da competição.
Redução do Risco de Insolvência	Advinda da união entre duas ou mais empresas com fluxos de caixa sem correlação perfeita (aquisições conglomerados - cosseguro)
Razões Gerenciais	As aquisições de empresas podem ocorrer visando tanto ao aumento do bem-estar dos diretores das empresas, mesmo que a operação cause impacto negativo no valor de mercado de suas ações, como a substituição de diretores que não estejam maximizando o valor de mercado de suas empresas.

Fonte: Camargos e Coutinho (2008)

Segundo ainda Camargos e Coutinho (2008), ao simplificar e resumir ainda mais as motivações para a realização de aquisições de empresas apresentadas pela literatura, adventam-se em apenas duas principais macromotivações que, embora coadunem quanto à propensão para a utilização de operações de aquisições, têm objetivos específicos conflitantes,

conforme evidenciados a seguir. Dessa forma, de acordo com Camargos e Coutinho (2008), citam-se a maximização do lucro aos acionistas e a maximização da utilidade gerencial como as duas principais motivações para a realização de aquisições de empresas, onde:

- A Teoria da Maximização do lucro e riqueza aos acionistas prega a corrida pela melhor utilização dos recursos existentes e fatores de produção, levando as empresas a buscar a utilização de operações de aquisições de empresas.
- A Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial prega que os administradores buscam maximizar sua utilidade pessoal (aumento de salários e satisfação em trabalhar em empresa de maior porte), em detrimento da maximização do lucro e riqueza aos acionistas. Assim, motivam os agentes a utilizar a ferramenta de aquisição para o próprio gozo, levando em consideração, sobretudo, os benefícios de aumento do tamanho da empresa. Evidencia-se ainda que, geralmente, os agentes acabam atribuindo maiores pesos para as variáveis tamanho da empresa, quando deveriam focar, sobretudo, na variável maximização do lucro e riqueza dos acionistas, ao realizar eventos de aquisições de empresas.

Dessa forma, segundo Camargos e Coutinho (2008), as duas motivações supracitadas, teoria da maximização do lucro e teoria da maximização da utilidade gerencial, levam à utilização de operações de aquisições de empresas, entretanto, é latente a existência de um conflito de interesses entre os acionistas e os agentes administrativos, em que existe a possibilidade de ocorrência de expropriação de riqueza dos acionistas, por parte dos agentes administrativos.

Desta forma, esta pesquisa tem como princípio, que quando há membro da família controladora na diretoria executiva da empresa, há maior propensão para realização de operações pautadas em direcionadores de geração de valor e maximização da riqueza aos acionistas, pois mitiga-se a variável utilidade gerencial, já que o gestor membro da família é parte acionista, e também, tende a melhor vigiar e coibir a maximização da utilidade gerencial.

2.3.3 Aquisições de Empresas no Exterior

A ferramenta de aquisição de empresas, na década de 90 do século XX, já era bastante utilizada nos países desenvolvidos. Nos EUA, por exemplo, as transações em aquisição de empresas já eram superiores a US$ 1 bilhão.

Salienta-se, também, a existência de ondas de eventos de aquisições de empresas (MCNAMARA, HALEBLIAN e DYKES, 2008), cujas quedas de ocorrências desses eventos, geralmente são relacionadas a choques, como crises econômicas. Como exemplo, cita-se que, em 2001 e 2002, devido à crise mundial financeira causada pelo atentado terrorista de 11 de

setembro, somada ao colapso da Argentina, ao escândalo do caso *Enron* e à concordata da *WorldCom*, havendo queda momentânea dos eventos de aquisições de empresas no mundo (GUARITA, 2002). Por outro lado, o aquecimento do mercado de aquisições de empresas ocorre concomitantemente com o aquecimento econômico, como por exemplo, cita-se o período de 2004 a 2007, em que houve crescimento em eventos de aquisições de empresas devido, sobretudo, à melhora da conjuntura econômica mundial e brasileira. Pode-se observar a evolução da quantidade de operações de aquisições nas tabelas dos Anexos 1 e 2.

Quanto aos resultados encontrados na literatura de aquisições de empresas no exterior, evidencia-se que Haleblian *et al.* (2009), em revisão bibliográfica, encontraram, de forma consistente na literatura, que adquirentes destroem valor. Como exemplo, os referidos autores citam os estudos de Asquith (1983); Dodd (1980); Jarrell e Poulsen (1989); Malatesta (1983); Agrawal, Jaffe e Mandelker (1992); Loderer e Martin (1992); Chatterjee (1992); Datta, Pinches e Narayanan (1992); King, Dalton, Daily e Covin (2004); Moeller, Schlingemann e Stulz (2003); Seth, Song e Pettit (2002).

Entretanto, para as adquiridas, a referida revisão bibliográfica encontra que, na média, há retornos anormais positivos. Os referidos autores do estudo bibliográfico sobre aquisições de empresas citam os trabalhos de Asquith & Kim (1982); Datta, Pinches, & Narayanan (1992); Hansen & Lott (1996) e Malatesta (1983) para fundamentar a afirmação realizada.

Pode-se afirmar que em estudos de análise combinada do valor gerado pelas duas empresas (adquirente e adquiridas), em geral, segundo Haleblian *et al.* (2009), o resultado global é positivo para os eventos de aquisições de empresas. Os referidos autores citam os trabalhos de Bradley, Desai, & Kim, 1988; Bruner, 1988; Carow, Heron, & Saxton, 2004; Healy, Palepu, & Ruback, 1992; Wright, Kroll, Lado, & van Ness, 2002; Houston, James, & Ryngaert, 2001 e Leeth & Borg, 2000.

2.3.4 Aquisições de Empresas no Brasil

No Brasil, a melhora significativa da estabilidade e conjuntura econômica, como por exemplo, o controle da inflação, consolidação das políticas macro e microeconômicas, massiva entrada de investimentos estrangeiros e o desenvolvimento do mercado de capitais e do sistema bancário-financeiro, desencadearam os processos de aquisições de empresas no país.

Rocha, Iootty e Ferraz (2001) enfatizam que o movimento de aquisição de empresa teve seu estopim, no início da década de 90 do séculoXX, pois, houve forte ampliação da abertura

econômica, em que se permitiu o acesso a melhores tecnologias, matérias-primas, máquinas e equipamentos, capital humano e financeiro. Esta abertura econômica, se melhor planejada e executada pelo governo e pela iniciativa privada, proporcionaria melhores condições para a evolução da produtividade, qualidade e competitividade de nossas empresas no mundo globalizado. Entretanto, o resultado obtido foi uma evolução da indústria nacional abaixo do seu potencial, o que causou, inclusive, o fechamento de diversas empresas nacionais devido à entrada massiva de empresas estrangeiras mais competitivas, seja pela estratégia de *greenfields* (estabelecimento de novas instalações no país/local) e/ou pela aquisição de empresas brasileiras por estrangeiros (utilizando a ferramenta de crescimento inorgânico - vide tabela do Anexo 2).

Segundo ainda Rocha, Iootty e Ferraz (2001) e (KPMG, 2012b), foram diversos os motivos para o baixo desempenho das empresas brasileiras na época. A seguir, citam-se alguns problemas da década de 90 do século passado, que levaram ao fracasso das empresas nacionais, e ainda é feita uma ligação com a conjuntura atual brasileira:

- Falta de estratégia governamental e incentivo às empresas nacionais para diminuir o choque econômico e institucional decorrente da abertura econômica: apenas foi feita a abertura, mas careceu de planejamento na sua execução. Sobretudo, faltou incentivo às empresas nacionais para que se preparassem para a competição em uma nova economia globalizada. O resultado foi um grande descompasso entre a visão e a preparação obsoleta das empresas e as novas necessidades geradas;
- Baixa qualidade de mão de obra: outro problema crônico que assola o país e atrasa o avanço da economia brasileira, impedindo que se tenha um desenvolvimento interno de novas tecnologias que possam melhorar a competitividade das empresas brasileiras;
- Incipiente mercado consumidor interno, para bens de consumo com alto valor agregado: ainda hoje é preciso aumentar a renda do consumidor interno para alavancar a economia doméstica. Quanto mais desenvolvido o mercado interno e a demanda por bens de consumo com alto valor agregado, maior a necessidade de desenvolvimento de inovações, tecnologias e conhecimentos específicos para atender ao consumidor mais exigente. Essas necessidades estimulam maiores investimentos em educação, pesquisa e desenvolvimento, o que resulta o aumento na solicitação de patentes e direitos autorais de empresas brasileiras, mão-de-obra mais qualificada e desenvolvimento da nação;
- Falta de foco global das empresas e do governo: em uma economia aberta, em um mundo cada vez mais transfronteiriço, o foco global é essencial para a sobrevivência das empresas. Nos últimos anos, houve um aumento no foco das empresas e do governo, na internacionalização da economia brasileira, em comparação ao início da década de 90 do século passado. Entretanto, é possível evidenciar que, ainda hoje, é pequena a ocorrência de eventos de aquisições internacionais realizados por empresas nacionais.

A seguir, será realizada uma análise setorial do histórico de aquisições de empresas, no Brasil, apresentada na tabela da seção Anexos: Anexo 1 - Histórico setorial acumulado das transações de aquisições de empresas, no período de 1994-2012 a seguir, da KPMG (2012b),

para melhor entendimento das ocorrências de aquisições de empresas no país.

É possível verificar, por meio da tabela do Anexo 1, que os setores que têm liderado historicamente as transações de aquisições de empresas, no Brasil, são das áreas de tecnologia de informação, alimentos, bebidas e fumo, telecomunicações e mídia, instituições financeiras, companhia energética, publicidade e editoras, entre outros.

Os setores de alimentos, bebidas e fumo lideraram as transações de aquisições de empresas até 2007, onde passou por uma redefinição constante no *market-share* dos principais *players*, no mercado brasileiro, com a entrada de novas empresas estrangeiras no país, e a concentração e consolidação das empresas já existentes.

Referente ao setor de tecnologia de informação (T.I.), que atualmente domina as transações de aquisições de empresas, no Brasil, pode-se dizer que as empresas brasileiras têm recebido bom incentivo governamental para inovar e se desenvolver no mercado. Observa-se ainda que, embora o desenvolvimento do país em T.I., nos últimos anos, seja profícuo, existe um problema conjuntural e crônico, pois, inclusive, nesse setor, empresas estrangeiras adquirem significativamente as empresas brasileiras (VIEIRA, 2008; KPMG, 2012b).

Em suma, o Brasil deve aumentar os gastos e investimentos com inovação, pesquisa e desenvolvimento e educação. Outrossim, melhor proteger a indústria nacional e evitar que os esforços passados se dissipem em longo prazo. Em outras palavras, impedir que seja tão facilmente transferido o conhecimento e desenvolvimento ao longo dos anos, com a venda de empresas brasileiras para estrangeiros, sobretudo, quando a empresa vendida para estrangeiros utilizou-se de recursos governamentais brasileiros para financiar tal desenvolvimento.

A tabela seguinte, evidenciada na seção Anexos: Anexo 2 - Aquisições de empresas, em 2012, no Brasil, discriminadas por setor, origem e destino do capital, mostra mais detalhadamente como as transações de aquisições de empresas são realizadas no Brasil. Foram estratificados os eventos de aquisições de empresas, em setor de atuação empresarial, a origem e o destino do capital.

Verifica-se no anexo 2, que a maior parte das aquisições de empresas realizadas, no Brasil, no período, foram de aquisições internacionais, sobretudo, de empresas estrangeiras fazendo investimentos e adquirindo empresas no Brasil (*cb* 1 e 4). Os dados da KPMG evidenciam informações preocupantes ao país, pois, constata-se que, de forma geral, as empresas brasileiras pouco têm executado a ferramnenta de aquisição de empresas. Essa reatividade pode ocasionar em médio e longo prazos, inclusive, a perda de relevante participação de

empresas brasileiras no mercado interno (como já se pode observar em diversos segmentos da economia doméstica), devido à massiva aquisição de empresas brasileiras por estrangeiros.

Quanto às pesquisas sobre aquisições de empresas no mercado brasileiro, segundo Camargos e Coutinho (2008) a academia brasileira tem seguido a tendência internacional, ao apresentar pesquisas com objetivos variados sobre o tema, como por exemplo:

- Motivações e as alterações econômicas e institucionais no mercado (HÉAU, 2001; ROSSETTI, 2001; MILMAN, D'MELLO, AYBER e ARBELAEZ, 2001);
- Concentração e efeitos anticompetitivos (CANO, 2002 e ANDRADE, 2002);
- Estratégia empresarial (PFIFFER, 2004);
- Desempenho operacional, desempenho econômico-financeiro, criação de valor para os acionistas e reação do mercado de capitais (PATROCINIO, KAYO e KIMURA, 2005; CAMARGOS e BARBOSA, 2005).

Para Camargos e Coutinho (2008), Gorgati (2004) e Rocha (2012), é fato a tendência atual das pesquisas em aquisições de empresas dar maior ênfase na teoria da firma e na estrutura societária, como alicerce teórico, na busca por um novo enfoque ao tema. Segundo Rocha (2012), a pesquisa no Brasil sobre empresas familiares e seu desempenho em aquisições de empresas ainda é praticamente inexistente.

2.3.5 Estratégias em Aquisições de Empresas

São as motivações corporativas (estrategicamente alinhadas à missão da empresa ou não) que instigam a empresa a executar aquisições de empresas. Essas motivações, muitas vezes, estão associadas à necessidade de crescimento, desenvolvimento e perpetuidade da empresa, conforme já discutido previamente na seção Teoria da Firma.

A seguir, Rocha, Iootty e Ferraz (2001) e Miranda & Martins (2000) evidenciam algumas estratégias utilizadas na realização de aquisições de empresas, citam-se:

- *Asset/resource seeking* (busca por ativos/recursos) - Visa a buscar, no mercado, ativos/recursos estratégicos que possam gerar retorno à empresa, aumentando a riqueza e renda;
- *Efficiency seeking* (busca por eficiência) - Visa a otimizar operacionalmente o negócio, buscando empresas-alvo que tenham sinergia operacional e que agreguem valor à cadeia produtiva e/ou de suprimentos da empresa, possibilitando, por exemplo, auferir economia de escala e/ou escopo;
- *Market seeking* (busca por mercados) - Visa ao ganho de *market-share* ou à entrada em novos mercados por meio de aquisição de empresas. Muitas vezes, essa estratégia pode auferir outros benefícios, como por exemplo, a diversificação de mercados, *hedgeando*-se a contratempos oriundos de problemas conjunturais macro e/ou microeconômicos. Esta mitigação de risco ocorre apenas se os mercados não forem interdependentes ou houver pouca relação entre si.

De acordo com Miranda & Martins (2000), a globalização constitui forte motivação para as operações de aquisições de empresas, em que as empresa buscam incessantemente melhorar sua competitividade local e global. Entretanto, conforme já argumentado anteriormente, a atual conjuntura das empresas brasileiras mostra que historicamente há pouca utilização da ferramenta de aquisição de empresa, o que contribui para a perda de competitividade de nossa indústria e faz com que empresas estrangeiras entrem e comprem com maior facilidade as empresas nacionais, e, dessa forma, monopolizam o mercado interno.

Uma causa para a pouca utilização histórica da ferramenta de aquisição de empresa, no Brasil, é que relevante parte das empresas domésticas brasileiras, mesmo considerando as negociadas em bolsa de valores, são de pequeno porte comparadas às dos países mais desenvolvidos. Vale mencionar que apenas nos últimos anos, com o crescimento significativo do mercado de valores mobiliários, estruturação do sistema bancário e estabilização da economia brasileira, pôde-se notar maior crescimento e aumento no valor de mercado das empresas brasileiras, e, dessa forma, o Brasil começa a se destacar mundialmente no mercado de aquisições de empresas.

Munõz-Bullón e Sánchez-Bueno (2012) também afirmam que a robustez financeira da empresa e seu porte corroboram para a utilização das ferramenta de aquisição de empresa de forma mais expressiva.

A KPMG (2012b), igualmente, evidencia que as empresas brasileiras, familiares ou não, têm aumentado de forma gradual e significativa a utilização da ferramenta de aquisição de empresa relacionada com melhorias diversas ao cenário doméstico, conforme já relatado.

Chandler (1990) enfatiza que as aquisições de empresas podem resultar em ganho de vantagem competitiva, devido à busca de sinergias e otimização operacional das empresas. Outrossim, evidencia-se que também é utilizada a ferramenta de aquisição de empresa para se manter a capacidade de inovação de empresas maduras. Assim, coloca-se a importância das aquisições de empresas, a fim de promover desenvolvimento das empresas familiares e não familiares brasileiras nos cenários doméstico e internacional.

Reitera-se que eventos de aquisições de empresas neste trabalho serão utilizados como variáveis de mensuração e comparação de desempenho entre empresas familiares e não familiares, no Brasil.

3. METODOLOGIA DA PESQUISA

Nesta seção, aborda-se os métodos de pesquisa para melhor contextualizar e dimensionar a questão metodológica. Barreto e Honorato (1998) afirmam que a etapa de metodologia de uma pesquisa define como a investigação será realizada, compreendendo as técnicas científicas e métodos executados, a fim de elaborar uma pesquisa, de modo que seja possível atingir os objetivos propostos, e atender aos critérios de custo baixo, eficácia, rapidez e confiabilidade nas informações.

Dessa forma, para alcançar os objetivos propostos pelo presente trabalho, será realizada uma pesquisa descritiva, pois visa-se descrever, analisar e obter variáveis que capturem o efeito de geração de valor das empresas familiares e não familiares brasileiras, em eventos de aquisições.

Quanto aos meios (VERGARA, 2011), esta pesquisa será quantitativa, de natureza empírica, com análise estatística de dados secundários e, *ex post facto*, utilizar-se-á a metodologia de estudo de eventos, que visa à avaliação, se houve geração ou destruição de valor, nos eventos de aquisição de empresas familiares e não familiares.

3.1 Modelo Conceitual da Pesquisa

Com base na fundamentação teórica, que provê bases conceituais dos constructos investigados nesta pesquisa, empresa familiar e aquisições, será elaborado um modelo com o propósito de associar e validar esses constructos, originando as hipóteses de pesquisa evidenciadas *a posteriori*.

O modelo conceitual da pesquisa tem como intuito melhor ilustrar e apresentar a relação entre os constructos da presente dissertação, para atingir os objetivos da pesquisa.

Para Kayo (2002), o modelo é definido como uma representação simplificada da realidade, a fim de evidenciar o relacionamento entre vários elementos de um sistema ou processo sob investigação.

Segundo Kayo (2002), ao se embasar em temas que se relacionam, é importante a simplificação da realidade e utilização de modelo conceitual, a fim de atender ao caráter explicativo da pesquisa.

De acordo ainda com Kayo (2002), a formação dos modelos deve seguir um padrão sistemático, de modo que atinja os objetivos estabelecidos, e que se possibilite a validação dos resultados. O autor supracitado evidencia um modelo conceitual, que tem por objetivo avaliar e relacionar uma ou mais teorias ou modelos teóricos, em um ou mais modelos operacionais, como ilustrado na figura a seguir.

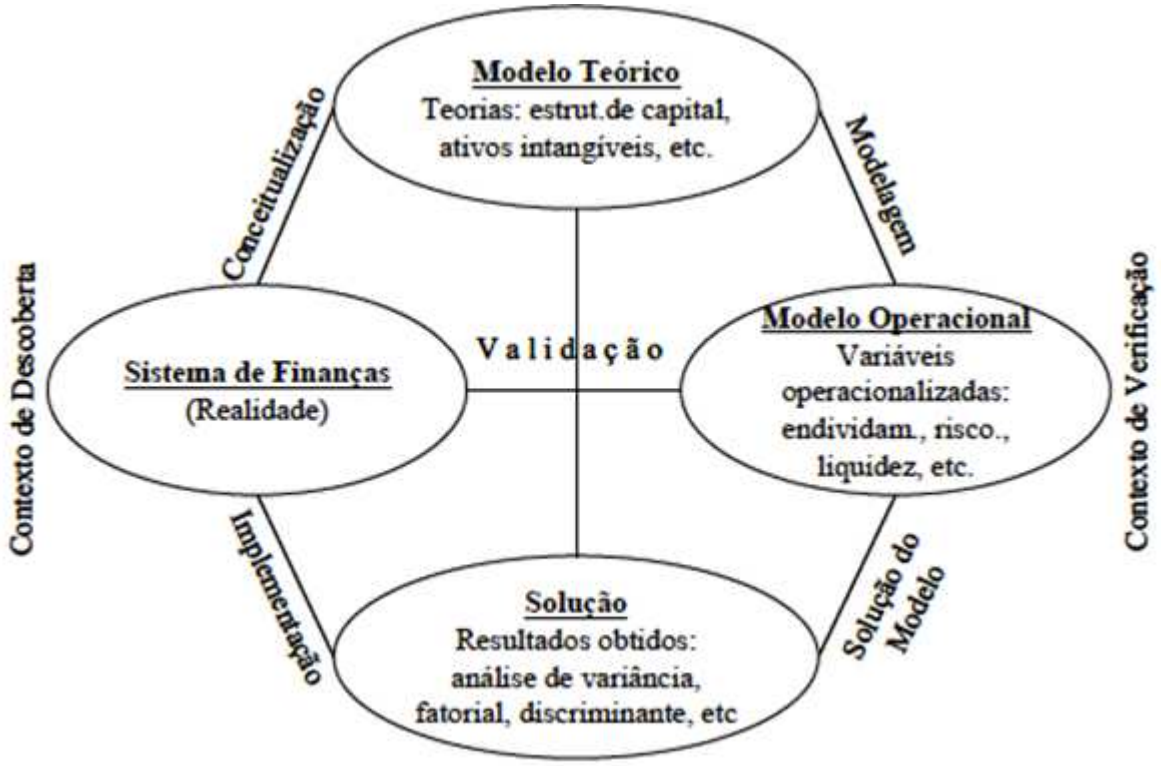


Figura 1 – Modelo conceitual de avaliação e comparação de modelos
Fonte: Kayo (2002), baseado no modelo de Mazzon (1978).

Com o entendimento de que a ciência é um processo de testes de teorias que visa ao seu desenvolvimento, este trabalho desenvolve e testa um modelo teórico adaptando aquele utilizado por Kayo (2002). Apresenta-se o modelo conceitual da presente pesquisa, evidenciado pela figura a seguir.

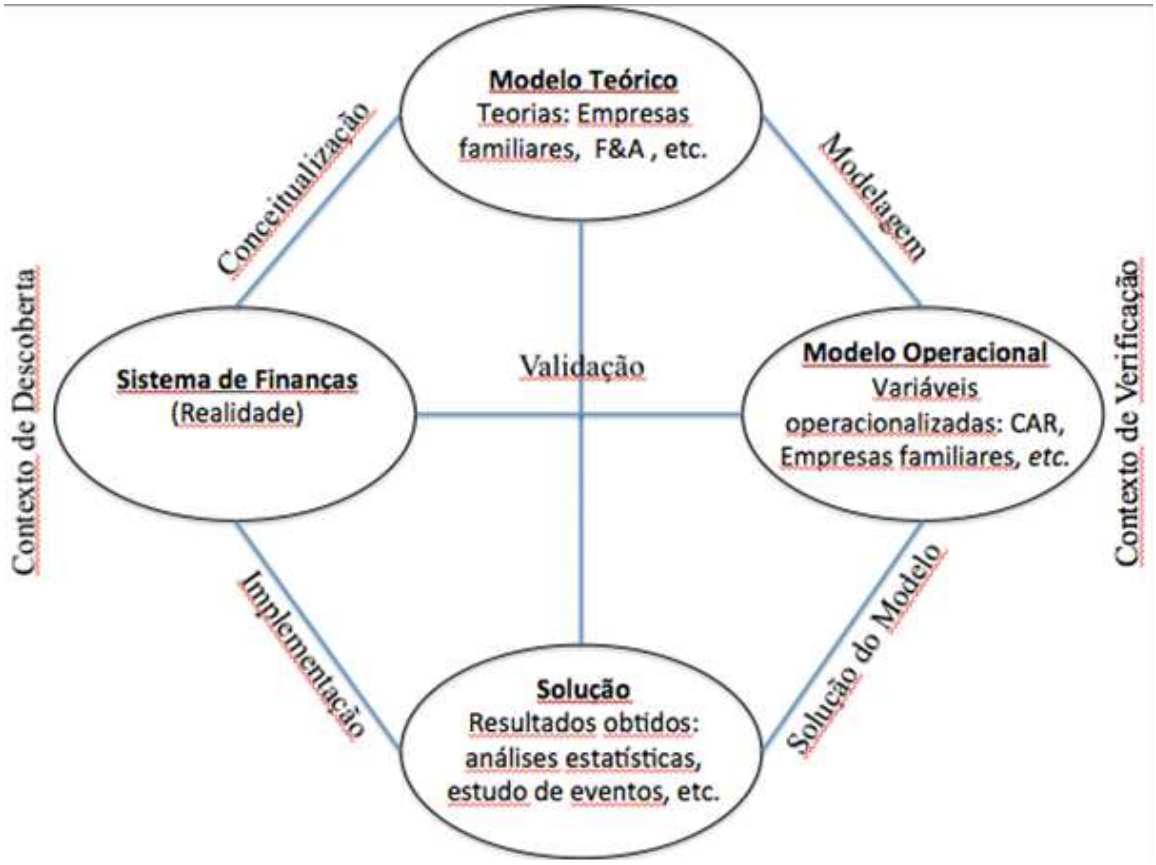


Figura 2 – Modelo conceitual da pesquisa
Fonte: Elaborado pelo próprio autor, adaptado do modelo de Kayo (2002).

Segundo Kayo (2002), com base na figura acima, ilustra-se a inter-relação entre o modelo teórico, o modelos operacional e a solução dos problemas propostos. No caso desta pesquisa, o modelo teórico aborda os temas empresas familiares, aquisições de empresas e teoria da firma.

Quanto ao modelo operacional, segundo ainda Kayo (2002), são construídas as variáveis utilizadas na investigação empírica, tendo como base o arcabouço teórico.

Como solução do modelo, as variáveis são analisadas estatisticamente e metodologicamente, formando o que Mazzon (1978) *apud* Kayo (2002) chamam de Solução do modelo.

Em outras palavras, para esta pesquisa, o Modelo Teórico foi abordado e fundamentado na seção de Revisão/Fundamentação Teórica, no Capítulo 2. O Modelo Operacional será apresentado no Capítulo 4, denominado Procedimentos Metodológicos e a Pesquisa. Por fim, a solução do modelo desta dissertação é apresentada no Capítulo 5, denominado Resultados.

3.2 Modelo Diagramático Relacional dos Constructos da Pesquisa

A partir da fundamentação teórica e do modelo teórico proposto, evidencia-se a seguir, o modelo diagramático relacional dos constructos da pesquisa, visando ilustrar os fatores que podem influir no desempenho de empresas familiares em operações de aquisições.

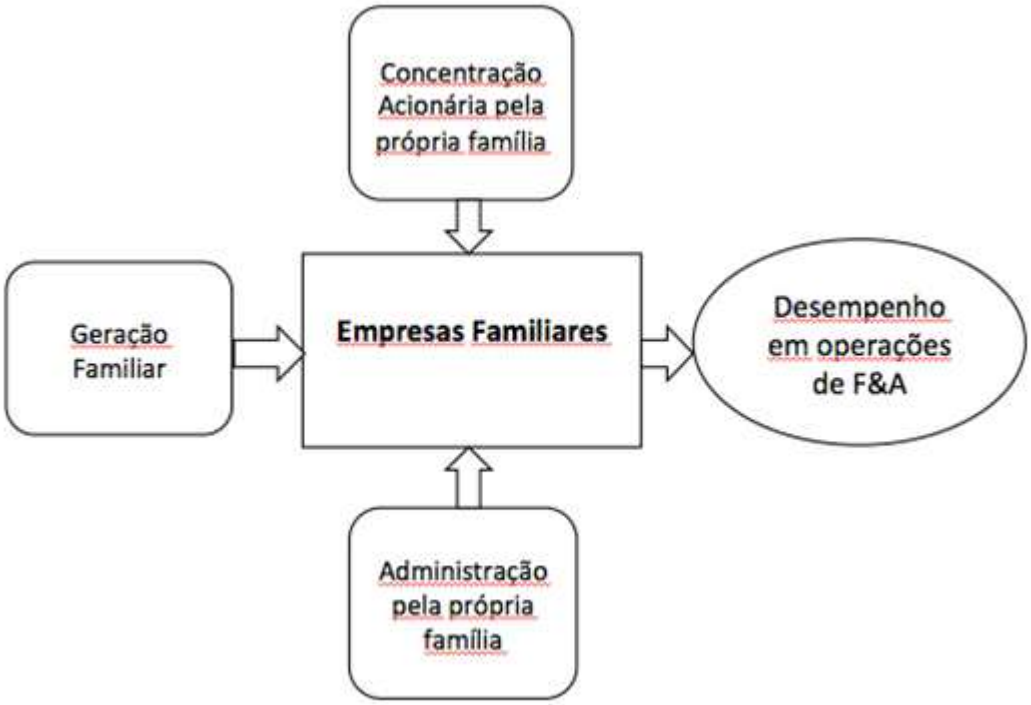


Figura 3 – Modelo Diagramático Relacional dos Constructos da Pesquisa.
Fonte: Elaborado pelo próprio autor.

Conforme abordado na fundamentação teórica, salienta-se que as empresas familiares, ao realizarem operações de aquisições de empresas, podem ter como fatores de influência em seu desempenho, o grau de concentração acionária da propriedade, a administração pela própria família e a geração familiar que administra a empresa, abordado e devidamente fundamentado no capítulo 2 – Fundamentação Teórica.

3.3 Hipótese da Pesquisa

Com o propósito de atingir os objetivos desta dissertação, são formuladas as seguintes hipóteses de pesquisa:

3.3.1 Hipóteses 1 e 2

Para esta pesquisa, seguindo a literatura evidenciada no capítulo fundamentação teórica, espera-se que empresas familiares tenham retornos anormais positivos em eventos de aquisições de empresas (MUNOZ-BULLON e SANCHEZ-BUENO, 2011).

Segundo Rocha (2012), o principal modo de se avaliar a geração de riqueza da empresa ao proprietário é por meio da análise do valor das ações. No caso de eventos de aquisições de empresas, calcula-se o retorno anormal medindo a diferença do retorno observado, e retorno esperado de uma determinada ação, em um determinado período.

Em concordância com os parágrafos anteriores, Maury (2006); Kozan, Oksoy e Ozoy (2012) afirmam que empresas familiares com gestão ativa estão associadas com melhor desempenho corporativo. Dessa forma, a primeira e segunda hipóteses da pesquisa propõem:

Hipótese 1. Empresas familiares geram valor em eventos de aquisições de empresas.

Hipótese 2. Empresas familiares têm maiores retornos anormais em aquisições de empresas do que empresas não familiares.

Salienta-se que a variável desempenho anormal refere-se neste trabalho à variável *proxy* CAR (*cumulative abnormal return*), utilizada em pesquisas de finanças (aquisições de empresas, por exemplo) como medida de mensuração de desempenho dos eventos estudados, conforme abordado anteriormente no presente trabalho. Evidencia-se ainda que será mais detalhada e discutida a variável CAR (mensuração de desempenho em aquisição de empresas) na próxima seção – Procedimentos Metodológicos e a Pesquisa, nas subseções Metodologia de Estudos de Eventos e Definição operacional das variáveis de pesquisa, no Capítulo 4.

3.3.2 Hipóteses 3, 4 e 5

Há evidências de que o controle (grau de concentração acionária) e gestão ativa da empresa pela própria família geram maior potencial de criação de valor para empresas familiares.

Evidencia-se ainda que a família tende a vigiar melhor as ações dos agentes administrativos da empresa e, como resultado, gera-se maior valor à empresa decorrente dos fatores controle e vigilância (MORCK, SHLEIFER e VISHNY, 1988; MCCONAUGHY, MATTHWES e FIALKO, 2001).

Assim, infere-se que quanto maior a concentração acionária e a participação da família na gestão da empresa, maior o seu desempenho em aquisições de empresas. Logo, propõe-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

Hipótese 3. Retornos anormais em aquisições de empresas estão relacionados positivamente às empresas familiares cujo gestor é membro da familia controladora.

Hipótese 4. Retornos anormais em aquisições de empresas estão relacionados positivamente às empresas familiares de primeira e segunda gerações.

Hipótese 5. Retornos anormais em aquisições de empresas estão relacionados positivamente ao grau de concentração acionária detida pela família controladora.

4. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS E A PESQUISA

Esta seção trata sobre o percurso metodológico da pesquisa e a sua execução.

Segundo Santos (1999), são procedimentos metodológicos as atividades práticas, necessárias para a aquisição dos dados com os quais se desenvolverão os raciocínios e a pesquisa empírica.

4.1 Dados e Fontes de Informação

Referente às variáveis empresas familiares, e não familiares; os dados históricos das ações, acionistas, dados financeiros, contábeis e de mercado, foram retirados das bases de dados Economática®, *Datastream Thomson Reuters Financial Data®*, sítio das próprias empresas – Relações com Investidores, CVM, sítio eletrônico da *Bloomberg®*, para obter as informações das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

Os dados em aquisições de empresas foram obtidos da base de dados da *Thomson Reuters Platinum Financial SDC Database® e da Thomson Reuters Eikon Financial Database®,* do período de janeiro de 2009 a janeiro de 2013.

Conforme argumentado, o intuito é estratificar empresas familiares e não familiares, a fim de proporcionar comparação e análise do desempenho das empresas públicas listadas na Bovespa que executaram aquisições de empresas no período amostral.

Dessa forma, referente aos dados coletados sobre aquisição de empresas, serão considerados somente anúncios de aquisições realizadas por empresas brasileiras listadas na BM&F BOVESPA, com status de “completadas/concretizadas.”

Foi obtido o total de 650 aquisições completadas, entre familiares ou não. Para cada aquisição, a *Thomson Platinum SDC Financial Database® e a Thomson Reuters Eikon Financial Database®* proveram o nome da empresa adquirente, o nome da empresa adquirida, o país da adquirida, o país da adquirente (Brasil), data do anúncio do evento, entre outras informações.

Outrossim, foi realizada revisão e verificação dos dados no processo de identificação e seleção os eventos. Segue abaixo detalhamento do processo de coleta de dados, informando as bases de dados utilizadas para obter, analisar e revisar os dados da amostra de aquisições de empresas:

1. A base de dados da *Thomson Reuters Platinum SDC Financial Database® e Thomson Reuters Eikon Financial Database®*;

2. Dados obtidos na CVM (Comissão de Valores Mobiliários) com todos os fatos relevantes anunciados após 2007;

3. Banco de dados da Economática;

4. Banco de dados da *Thomson Reuters* - Notícias;

5. Banco de dados da *Datastream Thomson Reuters Financial Data®;*

6. Relatórios sobre Aquisição de empresas da KPMG®;

7. Relatórios sobre Aquisição de empresas da *PriceWaterHouseCoopers®*;

8. Relatório sobre Aquisição de empresas da ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento;

9. Sítios de relacionamento com o investidor (R.I.) das próprias empresas listadas pela BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo);

10. Banco de dados da BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo);

11. Dados obtidos no sítio da *Bloomberg®*;

12. Jornais especializados, revistas especializadas, artigos especializados e científicos, relatórios anuais das empresas.

Salienta-se, ainda, que no processo de validação e verificação dos dados históricos das companhias, para coleta das informações necessárias para o estudo, ocasionaram-se dados faltantes, gerando, por fim, a base de 355 aquisições feitas por empresas brasileiras, entre familiares e não familiares, conforme apresentado inicialmente. Foram eliminados eventos, segundo os seguintes critérios:

1. Exclusão dos eventos cujas empresas adquirentes não eram listadas em bolsa;

2. Falta de dados históricos (preço ações, dados das companhias, dados contábeis, dados da administração, entre outros dados faltantes).

Dessa forma, foram criadas algumas estratificações da amostra total: (i) completa com 355 eventos; (ii) empresas familiares com 225 eventos; (iii) empresas não familiares com 130 eventos.

Referente à metodologia a ser utilizada para a mensuração do cálculo de geração de valor em aquisições e análise de desempenho, dos eventos analisados, e de acordo com McConaughy, Matthews e Fialko (2001), MacKinlay (1997), McWilliams e Siegel (1997), a metodologia de estudo de eventos, possibilita pesquisadores a determinar se houve desempenho/retorno anormal no preço da ação avaliada pelo mercado.

A regressão por mínimos quadrados ordinários (MQO), por outro lado, possibilita verificar se as variáveis são significantes, e se ajudam a explicar a variável dependente do modelo.

Dessa forma, replicando em partes o modelo de pesquisa de McConaughy, Matthews e Fialko (2001), e utilizando a base teórica da metodologia de estudo de evento dada por (MacKinlay, 1997; McWilliams e Siegel, 1997), foram calculados os *CAR*s (*cumulative abnormal return*) e testadas as hipóteses da pesquisa, com aplicação dos seguintes procedimentos:

1) Primeiramente, foi mensurada a performance individual de cada aquisição, e utilizada a metodologia de Estudo de Eventos;

2) Foram obtidos os *ACAR*s (*average cumulative abnormal return*), ou retornos médios anormais acumulados, possibilitando, neste momento, a verificação da hipótese 1;

3) Os resultados da última etapa são regredidos nos modelos sobre as variáveis explicativas e de controle dos modelos, a fim de verificar quais variáveis influenciam os modelos estabelecidos.

4.2 Metodologia de Estudo de Eventos

Nesta subseção serão abordadas maiores informações sobre a difundida e bastante utilizada nas pesquisas em ciências sociais aplicadas, a Metodologia de Estudos de Eventos.

Segundo McConaughy, Matthews e Fialko (2001), MacKinlay (1997), McWilliams e Siegel (1997), a literatura de finanças tornou padrão a utilização de estudo de eventos para mensuração do impacto de determinado evento, em relação ao preço da ação de determinada empresa examinada.

É uma técnica que se baseia nos retornos ao redor dos anúncios, que tem como base um "índice de mercado", que visa a verificar como o mercado precifica uma determinada informação (COSTA JR., 2008).

O estudo de evento permite ao pesquisador concluir se o evento teve efeito positivo ou negativo, em relação a uma base prefixada como modelo. Esta metodologia tem sido utilizada em diversas áreas do conhecimento, como por exemplo, nas áreas de finanças, contabilidade e direito. (MCWILLIAMS & SIEGEL, 1997).

Segundo McWilliams and Siegel (1997) e Campbell, Lo e Mackinlay (1997), o estudo de eventos tem quatro premissas fundamentais:

> i) O mercado é eficiente;
> ii) Racionalidade do mercado;
> iii) Não há assimetria de informação, portanto, não há antecipação de ações no mercado referente ao evento;
> iv) Não há outros eventos que possam mascarar, confundir os resultados, ou gerar ruídos ao evento analisado.

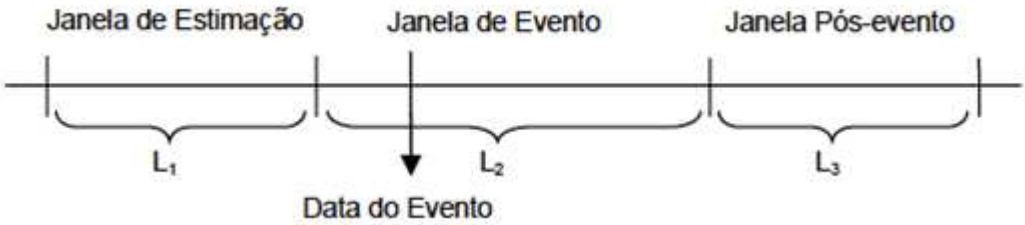
Essa metodologia envolve três etapas (BROWN & WARNER, 1985; MCWILLIAMS and SIEGEL, 1997):

> i) Identificar qual evento será avaliado. Dessa forma, definir a janela do evento, a janela de estimação, e a janela pós-evento. Evidencia-se que para alguns casos, dependendo do pesquisador, não é necessária a utilização de janela pós-evento. Logo, nesta pesquisa, não será utilizada a janela pós-evento;
> ii) Calcular o retorno anormal diário;
> iii) Obter o ACAR (*Average Cumulate abnormal returns)* ou retorno anormal médio acumulado, e testar sua significância. Geralmente utiliza-se o teste paramétrico t de *student* para avaliar o nível de significância do ACAR.

A seguir, apresenta-se detalhadamente a execução às três etapas da Metodologia de Estudo de Evento:

i) Definição das Janelas de Estimação e Janelas de Evento:

Inicialmente, ilustra-se a Metodologia de Estudo de Eventos, com a esquematização de cada janela, conforme foi evidenciado anteriormente.



Onde L_1, L_2 e L_3 são o tamanho temporal atribuído a cada janela.

Figura 4 – Esquematização da Metodologia de Estudo de Eventos
Fonte: Costa Jr. (2008).

Com base na esquematização da Metodologia de Estudo de Eventos é importante ressaltar a importância do estabelecimento da amplitude temporal pertinente à janela de evento. Recomenda-se um tamanho temporal reduzido para melhor captar os efeitos do evento, e mitigar o ruído dos impactos de outros eventos, pois, segundo Mackinlay (1997), quanto menor a janela de evento, melhor a estimação do evento e a diminuição dos ruídos. Por outro lado, os autores supracitados afirmam que a janela de estimação deve ser temporalmente abrangente para estabilizar a estimação do retorno anormal.

Assim, evidencia-se que, neste trabalho, foi utilizada a janela de estimação, conforme Kayo, Patrocínio e Martin (2009); Nardi (2012), onde foi considerado um período de 180 dias, que começa 210 dias antes do anúncio da aquisição, e termina 31 dias antes dele, e para a janela de eventos, conforme Nardi (2012), serão adotadas as janelas de 1, 3, 11 e 21 dias, em torno da data do anúncio do evento.

ii) Calcular o retorno anormal diário.

Segundo Nardi (2012), o retorno anormal diário é a diferença entre o retorno real diário e o retorno diário esperado.

$$AR_{it} = R_{it} - ER_{it} \qquad (1)$$

Onde,

AR_{it} *:* retorno anormal (*abnormal return*) da ação da empresa adquirente no evento *i*, na data *t.*

R_{it} *:* retorno real da ação da empresa adquirente no evento *i*, na data *t.*

ER_{it} *:* Retorno esperado *(expected return*) da ação da empresa adquirente no evento *i*, na data *t.*

Segundo Nardi (2012), há benefícios em se calcular o retorno de forma contínua, pois a distribuição torna-se mais próxima a uma distribuição *t de student*: RETcontínuo = ln(Preço τ) – ln(Preço τ–1), e que o retorno real é obtido da simples negociação em bolsa dos preços reais das ações. Por outro lado, o retorno esperado, deve ser estimado.

Segundo Mackinlay (1997) há diversos modelos que podem ser empregados para estimar o retorno esperado, como por exemplo, a academia costuma adotar modelos como o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), *Arbitrage Pricing Model* (APT), modelo de mercado e o retorno de mercado.

Adota-se, neste trabalho, da mesma forma que Kayo, Patrocínio e Martin (2009) e Nardi (2012), o modelo de mercado para estimar o retorno diário esperado, pois afirmam que o retorno anormal calculado contempla os fatores risco e mercado.

Segundo Aybar & Ficici (2009) e Nardi (2012), o modelo de mercado base assume relação linear com o retorno do ativo ou da carteira de ativos. Portanto, para cada ativo, o modelo de mercado assume que os retornos gerados são dados por:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \qquad (2)$$

Onde:

R_{it} é o retorno do ativo *(i)* em determinado tempo *(t);*

R_{mt} é o retorno de mercado em um determinado período *(t)*;

ε_{it} é o termo de erro aleatório para um determinado ativo *(i)*, em um determinado período *(t), sendo seu valor esperado igual a zero* ($E(\varepsilon_{it})=0$; $var(\varepsilon_{it})=\sigma^2 \varepsilon_i$);

β_i é o coeficiente específico do ativo *(i)* (risco sistemático);

α_i é o intercepto do ativo *(i).*

Evidencia-se que foi utilizado o IBOVESPA como *proxy/benchmark* de mercado; e como teste de robustez, conforme Nardi (2012), o IBRX50, como índice de mercado comparável.

iii) Obter o ACAR (*Average Cumulate abnormal return)* ou retorno anormal médio acumulado, e testar sua significância. Geralmente utiliza-se o teste paramétrico t de *student* para avaliar o nível de significância do ACAR.

Segundo Nardi (2012), para obter o ACAR (*Average Cumulate abnormal return),* basta calcular o retorno anormal médio acumulado, considerando todos os "N" eventos "*i*" e calcular também a variância do retorno médio acumulado, e por fim, realizar o teste de hipótese para avaliar a hipótese nula (Ho) de que o retorno anormal médio acumulado é nula por meio da estatística t de *student*, paramétrica, ou mesmo, testes de robustez não paramétricos que forem adequados.

Segundo Costa Jr. (2008), outros pressupostos básicos, necessários para rodar os modelos, são:

> i) A ausência de correlação serial dos termos de erro, autocorrelação, que pode ser mitigado pelo procedimento de Newey-West;
> ii) Homocedasticidade dos termos de erro, que podem estar comprometidos. Entretanto, a fim de mitigar o problema de heterocedasticidade, foram adotadas medidas como matrizes robustas para estimação dos parâmetros por *Hubber-White Sandwich*. Desse modo, evidencia-se que todos os resultados das regressões por MQO (mínimos quadrados ordinários), apresentados neste trabalho, estão reportados adotando os erros-padrão robustos de *Hubber-White Sandwich*;
> iii) Normalidade ou amostra com distribuição normal. Segundo McWilliams & Siegel (1997), o tamanho da amostra da pesquisa é suficientemente grande, para aceitar a assunção de normalidade. Mesmo assim, como teste de robustez, realiza-se o procedimento estatístico não paramétrico *Bootstrap*, que não necessita da premissa de normalidade, pois, funciona como a simulação de Monte Carlo, que replica "n

> vezes" a amostra, condicionando-se intrinsecamente à função distribuição característica da amostra.

Evidencia-se que, mesmo com a pressuposição de normalidade, abordada por McWilliams & Siegel (1997), foram realizados testes de verificação de normalidade, como por exemplo, os testes de *Shapiro-Wilk, Kolmogorov-Smirnov e Jarque-Bera*. Informa-se que, em geral, para os modelos analisados, o resultado foi o de amostra com distribuição não normal.

Dessa forma, a utilização do teste não paramétrico *Bootstrap* torna-se relativamente importante teoricamente, mesmo que as pesquisas em aquisições de empresas pouco abordem a utilização do referido instrumento estatístico para mitigação do problema de não normalidade dos resíduos da amostra, sobretudo, quando os dados obtidos pela metodologia de estudo de eventos - CAR (*cumulative abnormal return*) são inseridos em análises de regressões estatísticas com a utilização do método de mínimos quadrados ordinários, que tem como pressuposição a distribuição normal dos resíduos da amostra.

Outrossim, utiliza-se o teste não paramétrico de *Wilcoxon signed rank test* (Teste de sinais de *Wilcoxon – Rank* Teste) para maior robustez às análises dos resultados obtidos.

4.3 Definição Operacional das Variáveis da Pesquisa

As definições operacionais das variáveis utilizadas na pesquisa são descritas a seguir.

Os autores relacionados às variáveis foram citados no capítulo da Fundamentação Teórica do presente trabalho, que deram base para a utilização da variável, em voga, nos modelos de pesquisa. Outrossim, esses autores, igualmente utilizaram e/ou fundamentaram as variáveis a seguir apresentadas.

4.3.1 CAR (*Cumulative Abnormal Return*)

A variável dependente nesta pesquisa será o CAR (*cumulative abnormal return*) que mede o desempenho em eventos de aquisições de empresas, na visão do mercado (ANDERSON, REEB e ZHAO, 2012; SILVEIRA e BARROS, 2012; MORCK, SHLEIFER e VISHNY, 1988; VILLALONGA e AMIT, 2006).

O CAR (*Cumulative Abnormal Return*) mede o retorno anormal acumulado, para os eventos analisados, visando à comparação entre o desempenho de empresas familiares e não familiares, para atender ao teste das hipóteses da pesquisa.

Salienta-se que será utilizada a janela de estimação de 180 dias, que começa 210 dias antes do anúncio da aquisição, e termina 31 dias antes dele, e janelas de eventos de 1, 3, 11 e 21 dias, em torno da data do anúncio do evento, para maior robustez dos resultados da pesquisa (MACKINLAY, 1997; KAYO, PATROCINIO e MARTINS, 2009; NARDI, 2012).

4.3.2 Empresas Familiares

Conforme a literatura, a concentração acionária, em pelo menos 5% de ações ordinárias, já é considerada concentração acionária relevante (SHLEIFER & VISHNY, 1986; LANZANA & COSTANZI, 1999; MARTINS, MENEZES e BERNHOEFT, 1999; VILLALONGA & AMIT, 2006; ANDERSON, REEB & ZHAO, 2012), podendo-se considerar como empresa familiar, desde que existam outros fatores que corroborem com acúmulo de poder/influência na gestão da empresa.

Visando à operacionalização e classificação em empresa familiar e não familiar, evidencia-se que outras variáveis relacionadas às empresas familiares foram analisadas. Foi realizado um levantamento minucioso e detalhado sobre a propriedade da empresa, conforme é apresentado no quadro a seguir.

Quadro 3 – Coleta, Operacionalização dos Dados da Pesquisa e Classificação em Empresas Familiares e não Familiares.

#	Perguntas para Operacionalização da Pesquisa - Classificações variáveis	Operacionalização da coleta dos dados	Fonte dos Dados Coletados	Literatura
1	Há pessoa(s) física(s), família(s) e/ou pessoa(s) jurídica(s) (representando pessoas físicas e/ou famílias) que detêm mais de 5% de *stake* acionário?	Verificação do *stake* de cada acionista informado pelas empresas. Foi inclusive investigado a propriedade das empresas que tinham propriedade acionária nas empresas da amostra da pesquisa.	Economática, *Bloomberg, Datastream, Thomson Reuters*, Site das empresas (RI), CVM, Bovespa.	ROCHA, 2012; SHLEIFER & VISHNY, 1986; LANZANA & COSTANZI, 1999; MARTINS, MENEZES e BERNHOEFT, 1999; VILLALONGA & AMIT, 2006; ANDERSON, REEB & ZHAO, 2012; LI & SRINIVASAN, 2011
2	Quem são os acionistas controladores? Qualificação do controlador.	Idem anterior	Idem anterior	ROCHA, 2012; SHLEIFER & VISHNY, 1986; LANZANA & COSTANZI, 1999; MARTINS, MENEZES e BERNHOEFT, 1999; VILLALONGA & AMIT, 2006; ANDERSON, REEB & ZHAO, 2012; LI & SRINIVASAN, 2011
3	Os acionistas controladores participam diretamente e/ou têm representante no *board?*	A partir da identificação dos controladores, foram levantadas a sua participação no *board.*	Idem anterior	LI & SRINIVASAN, 2011
4	Os acionistas controladores participam diretamente e/ou têm representante na diretoria executiva?	A partir da identificação dos controladores, foram levantadas a sua participação na diretoria executiva.	Idem anterior	ANDERSON, REEB & ZHAO, 2012; LI & SRINIVASAN, 2011; ASTRACHAN, 2010
5	O fundador ainda permanece na empresa?	Foi feita uma busca da história da empresa, e verificado se o fundador ainda permanece.	Sítio da empresa (Relações com investidores)	ANDERSON, REEB & ZHAO, 2012; LI & SRINIVASAN, 2011
6	A família do fundador ainda tem relação com a empresa? Seja por meio do *Board*, Diretoria Executiva ou apenas propriedade acionária.	A partir da identificação da família dos fundadores das empresas, foi levantado se os mesmos ainda têm relação com a empresa fundada.	Sítio da empresa, Economática, *Bloomberg, Reuters.*	ANDERSON, REEB & ZHAO, 2012; LI & SRINIVASAN, 2011; ASTRACHAN, 2010
7	Qual a geração familiar da empresa?	A partir da identificação da família controladora, foi levantado qual a geração familiar.	Sítio da empresa (Relações com investidores)	CAMARGOS E COUTINHO, 2008; GORGATI, 2004
8	Qual o *stake* dos controladores da empresa?	Levantado o *stake* dos controladores de cada empresa da amostra da pesquisa. Foi inclusive investigado a propriedade das empresas que tinham propriedade acionária nas empresas estudadas.	Economática, *Bloomberg, Datastream, Thomson Reuters*, Site das empresas (RI), CVM, Bovespa.	SHLEIFER & VISHNY, 1986; LANZANA & COSTANZI, 1999; MARTINS, MENEZES e BERNHOEFT, 1999; VILLALONGA & AMIT, 2006; ANDERSON, REEB & ZHAO, 2012;LI & SRINIVASAN, 2011
9	Há outros *blockholders*? Qual a participação acionária dos outros *blockholders*?	Levantada a existência de outros *blockholders* e sua participação acionária.	Economática, *Bloomberg, Datastream, Thomson Reuters*, Site das empresas (RI), CVM, Bovespa.	SHLEIFER & VISHNY, 1986; LANZANA & COSTANZI, 1999; MARTINS, MENEZES e BERNHOEFT, 1999; VILLALONGA & AMIT, 2006; ANDERSON, REEB & ZHAO, 2012; LI & SRINIVASAN, 2011
10	Quais são os tipos de classificação dos outros *blockholders*? Investidores institucionais, Governo, etc.	A partir do levantamento de *blockholders*, foi feita a classificação destes de acordo com a CVM (Comissão de Valores Mobiliários).	CVM (Comissão de Valores Mobiliários)	SHLEIFER & VISHNY, 1986; LANZANA & COSTANZI, 1999; MARTINS, MENEZES e BERNHOEFT, 1999; VILLALONGA & AMIT, 2006; ANDERSON, REEB & ZHAO, 2012;LI & SRINIVASAN, 2011

Fonte: Elaborado pelo autor.

Informa-se, inclusive, que foram investigadas, analisadas e classificadas como empresa familiar, em que os controladores possuem ao menos 5% de *stake* acionário e influência na gestão via *Board* e/ou diretoria executiva e/ou o sobrenome familiar tem história relevante no desenvolvimento da empresa.

Salienta-se também que foi aprofundada a busca sobre propriedade acionária de pessoas jurídicas, informadas nos relatórios, de composição/estrutura acionária das empresas da amostra desta pesquisa, mitigando-se o fator relativamente ordinário de estrutura de propriedade piramidal das empresas, em que, por exemplo, criam-se empresas de sociedade de propósitos específicos (SPE), para benefícios, como anonimato dos acionistas controladores das empresas de capital aberto, benefícios fiscais e redução de riscos operacionais-financeiros.

Dessa maneira, os resultados da operacionalização dessa coleta de dados proveram informação robusta, para classificar as empresas da amostra em familiares e não familiares.

Por fim, para efeito de definição operacional da variável será utilizada a variável binária; 1, se for empresa familiar; e 0, se não for empresa familiar.

4.3.3 Concentração de Propriedade Acionária

Com o objetivo de responder a quinta hipótese da pesquisa, a empresa será dividida em três grupos classificados por grau de concentração acionária. Com base nos argumentos desenvolvidos em seção própria – Fundamentação Teórica - Empresas Familiares – Capítulo 2, apresenta-se, a seguir, os três grupos de concentração acionária que serão operacionalizados nesta pesquisa.

O primeiro grupo de classificação de concentração acionária será formado por empresas que tenham concentração de propriedade de ações ordinárias em 10% ou mais, pelos acionistas controladores.

O segundo grupo de classificação de concentração acionária será formado por empresas que tenham concentração de propriedade de ações ordinárias em 20% ou mais, pelos acionistas controladores.

O terceiro grupo de classificação de concentração acionária será formado por empresas que tenham concentração de propriedade de ações ordinárias em 50% ou mais, pelos acionistas controladores.

Evidencia-se ainda que, para maior robustez da pesquisa, foi proposto e adotado outro modo de classificação de concentração da empresa, ao invés de adotar somente medidas jurídico-contábil de relevância de concentração acionária.

Nesta outra classificação, evidenciada a seguir, utiliza-se o simples sistema de ranqueamento e agrupamento de *stake* acionário, classificando-o em outros três grupos de concentração acionária, conforme apresenta-se a seguir:

O primeiro grupo do teste de robustez de concentração acionária classificou as empresas da amostra cujos acionistas controladores detinham menos de 30% de *stake* acionário.

O segundo grupo do teste de robustez de concentração acionária classificou as empresas da amostra cujos acionistas controladores detinham entre 30% a 70% de *stake* acionário.

Por fim, o terceiro grupo do teste de robustez de concentração acionária classificou as empresas da amostra cujos acionistas controladores detinham acima de 70% de *stake* acionário.

Evidencia-se que, para efeito de definição operacional das variáveis discutidas neste tópico sobre concentração acionária, serão utilizadas variáveis binárias: 1, se os acionistas controladores detiverem o *stake* previamente estabelecido para o grupo de classificação, e 0, caso contrário.

4.3.4 Empresa Familiar de Primeira e Segunda Gerações

Conforme já discutido na seção Fundamentação Teórica, empresas familiares de primeira e/ou segunda gerações tendem a ter maior taxa de crescimento e melhor desempenho, em relação às empresas familiares de terceira ou mais gerações (GERSICK *et al*., 1997).

Para efeito de definição operacional da variável será utilizada variável binária: 1, se for empresa familiar de primeira e/ou segunda geração; e 0, se for empresa familiar de terceira ou mais gerações.

4.3.5 Oportunidade

Segundo Bhagat, Malhotra & Zu (2011) e Rocha (2012) há relação entre Q de Tobin alto, desempenho e realização de aquisições de empresas. Este trabalho utilizará a variável Q de Tobin, para mensurar a oportunidade de crescimento da empresa avaliada pelo mercado. Em outras palavras, quanto maior o quociente da variável, maior a expectativa do mercado em relação à determinada empresa.

Para efeito de definição operacional da variável, o Q de Tobin, de acordo com Rocha (2012), é a soma do valor de mercado das ações com o valor contábil da dívida, dividido pelo valor contábil do ativo total.

4.3.6 Administração Familiar

Segundo Anderson, Reeb e Zhao (2012) e Li e Srinivasan (2011), a empresa familiar que tem em sua gestão um membro da família, em posição privilegiada no comando da empresa, tende a ter melhor desempenho.

Para efeito de definição operacional da variável da pesquisa, será utilizada variável binária: 1, quando houver pelo menos um membro da família nos principais cargos executivos; e 0, caso contrário.

4.3.7 Poder dos Controladores no Conselho

Há evidências de bom desempenho de empresas quando os controladores exercem maior influência no conselho de administração (LI e SRINIVASAN, 2011). Dessa forma, a variável em voga neste subitem verifica a relação entre o desempenho da empresa em aquisições de empresas em relação ao poder/representatividade dos controladores no conselho de administração.

Para efeito de definição operacional da pesquisa, a representatividade dos controladores no conselho de administração será mensurada por meio da seguinte fórmula:

Poder dos Controladores no Conselho = (Representantes dos Controladores no Conselho / Número de Cadeira no *Board*).

4.3.8 Indústria Manufatureira

Essa variável consiste no fato de as empresas adquirentes classificadas como manufatureiras poderem ter diferentes desempenhos em aquisições de empresas (MARKIDES e ITTNER, 1994; SILVEIRA, 2006).

Será adotada, nesta pesquisa, a classificação SIC (*Standard Industrial Classification*) 2000-3999 – Indústria Manufatureira. A variável indústria manufatureira será definida como variável binária: 1, caso a adquirente for da indústria manufatureira; e 0, caso contrário.

4.3.9 Idade

Esta variável é baseada no fato de que a idade da adquirente pode influenciar no retorno anormal em eventos de aquisições de empresas (MOLLY, LAVEREN e JORISSEN, 2011).

Para este trabalho, a idade da adquirente será a diferença entre o ano da aquisição e o ano de fundação da empresa.

4.3.10 Tamanho da Adquirente

Esta variável está baseada no fato de que o tamanho da adquirente influencia no retorno anormal em eventos de aquisições de empresas (MOLLY, LAVEREN E JORISSEN, 2011).

Essa variável será operacionalizada neste trabalho como o logaritmo natural do ativo total do exercício anterior ao anúncio de aquisição.

4.3.11 Diferença de *Stake* dos Acionistas Controladores e Demais *Blockholders*

A diferença da propriedade acionária entre os acionistas controladores e os demais *blockholders*, com base em Anderson, Reeb & Zhao (2012) e Li & Srinivasan (2011), gera maior concentração de poder sobre a empresa.

Esta variável verifica se há relação entre a diferença de *stake* entre os controladores e demais *blockholders*, e o desempenho das empresas analisadas.

A variável será operacionalizada como a divisão entre o *stake* dos controladores e o *stake* dos demais *blockholders*.

4.3.12 Diferença entre remuneração variável e por ações / Remuneração Total

Verificar-se-á se a variável, diferença entre remuneração variável e por ações divididas pela remuneração total, tem relação com o desempenho das empresas analisadas. Infere-se que quando há a remuneração variável e por ações, em maior proporção em relação à remuneração total, os administradores tendem a buscar maiores retornos acima da média (LI e SRINIVASAN, 2011).

As variáveis remuneração variável, por ações e total, serão operacionalizadas como os valores informados das remunerações variáveis e por ações, constituídas por bônus, participação nos resultados, comissões e remunerações baseadas em ações. Quanto ao valor da remuneração total, soma-se ainda à remuneração fixa informada. Esta última é constituída pelo salário/pró-labore, benefícios diretos e indiretos, entre outros.

4.3.13 Investidores Institucionais

Esta variável está baseada em que outros *blockholders*, em especial, investidores institucionais, podem influir positivamente no desempenho da empresa, devido, sobretudo, ao *expertise* que podem trazer à gestão da empresa, pois, tendem a vigiar melhor as ações dos agentes administrativos. Essa vigilância também pode ocasionar melhores resultados à empresa. (ANDERSON, REEB &ZHAO, 2012; KIM &LU, 2011).

Para este trabalho, investidores institucionais são fundos de investimentos, companhias seguradoras, entidades privadas de previdência complementar, entre outros, definidos pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Dessa forma, esta variável será operacionalizada como 1, caso a empresa tenha entre seus acionistas investidores institucionais; e 0, caso contrário.

4.3.14 Alavancagem Financeira da adquirente

Esta variável é baseada em que a alavancagem financeira influencia o retorno anormal em operações de aquisições de empresas (HALEBLIAN, KIM e RAJAGOPALAN, 2006; ROCHA, 2012).

Para este trabalho, a variável alavancagem financeira será medida como a divisão da dívida de longo prazo pelo ativo total do ano anterior ao anúncio do evento. Inclui-se a variável baseada também na afirmação de Rocha (2012) de que a existência de dívida coíbe aos

administradores de realizarem desenfreadamente investimentos e a se envolverem em aquisições de empresas de baixo benefícios ou destruidoras de valor.

4.3.15 Folga Financeira

A variável folga financeira, segundo Rocha (2012), é o resultado da divisão das disponibilidades e investimentos de curto prazo pelo ativo total da empresa “i”, no ano “t”. Onde também se baseia na ideia de que a existência de fluxos de caixa substanciais podem motivar aos administradores à realização de investimentos inadequados.

4.3.16 CAPEX (Capital Expenditure)

Esta variável é incluída tendo como base Rocha (2012), em que os esforços de crescimento inorgânico são relacionados aos esforços de crescimento orgânico. Verificar-se-á se há relação entre os gastos/dispêndios de capital, ou investimento em bens de capital, e o desempenho da empresa.

Outrossim, Fahlenbrach (2009) evidencia que encontrou relação positiva entre maiores gastos com CAPEX e desempenho da empresa.

Esta variável será operacionalizada como o logaritmo natural do CAPEX, do ano anterior ao anúncio do evento analisado.

4.3.17 Governança Corporativa (Novo Mercado e Nível 2)

Com base em Silveira (2006), empresas que aderem aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa devem se enquadrar aos padrões mais rígidos de transparência e governança corporativa, o que pode resultar em melhor valoração de suas ações pelo mercado.

Evidencia-se ainda que sob escala de transparência, instituindo-se exigências de melhorias nas evidenciações contábeis, concessão de direito de *tag along*, obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações, sendo no mínimo pelo valor econômico em função de fechamento ou saída do segmento, esta pesquisa classificou os padrões Novo mercado e Nível 2, como padrões de governança corporativa.

Salienta-se que a variável governança corporativa será operacionalizada, adotando as nomenclaturas utilizadas pela Bovespa. Dessa forma, 1, para empresas que adotam o padrão Novo Mercado, e Nível 2; e 0, para os demais padrões/classificações.

4.3.18 Adquirente Serial

Esta variável está baseada em que adquirentes seriais podem ter melhores resultados decorrentes de acúmulo de experiências em aquisições, no período da amostra da pesquisa (VILLALONGA e MCGAHAM, 2005).

Para este trabalho, a variável adquirente serial será definida como variável binária: 1, caso a empresa adquirente tenha executado ao menos três eventos de aquisições de empresas, durante o período da amostra, e 0, caso contrário.

4.3.19 Aquisição Internacional

Com base em Aybar & Ficici (2009); Gubbi *et. al* (2010); aquisições internacionais podem resultar em desempenho anormal. Essa variável relacionará o desempenho das empresas da amostra, com aquisições internacionais e será operacionalizada como variável binária: 1, se a aquisição foi internacional; 0, se a aquisição foi doméstica.

5. RESULTADOS

Informa-se que para obtenção e cálculo dos resultados foram utilizados basicamente os *softwares STATA 12 single-user 2-core* e *Microsoft Office 2010*.

Relata-se neste capítulo os resultados encontrados nesta pesquisa, que serão apresentados em três seções.

Na primeira seção, reportar-se-á a análise descritiva, contendo a descrição amostral da pesquisa e estatísticas descritivas da amostra. Quanto às estatísticas descritivas da amostra, será analisada univariadamente cada uma das variáveis da amostra e, em especial, os CARs obtidos. Assim, serão verificadas as hipóteses da pesquisa pertinente, se há criação ou não de valor.

Na segunda seção, será reportada a análise comparativa (bivariada) das variáveis da amostra, evidenciando-se a matrix de correlação *pairwise.*

Por fim, na terceira seção, serão reportados os resultados das análises multivariadas das variáveis da amostra. Evidencia-se que foram reportados para todas as regressões os resultados com matrizes robustas, para estimação dos parâmetros por *Hubber-White Sandwich,* mitigando o problema encontrado de heterocedasticidade pelo teste de *Breusch-Pagan*.

Outrossim, aborda-se que, na primeira e terceira seções, apresentar-se-ão ainda os resultados estimados pelo teste não paramétrico *Bootstrap,* mitigando-se o problema encontrado de não normalidade da amostra, evidenciado pelos testes *Shapiro-Wilk, Kolmogorov-Smirnov e Jarque-Bera*.

5.1 Análise Descritiva

5.1.1 Descrição Amostral dos Dados da Pesquisa

Inicia-se o reporte dos resultados encontrados, com a evidenciação da descrição amostral dos dados da pesquisa por segmento de negócios. A distribuição da amostra, na tabela a seguir, são nomenclaturas fornecidas pela Economática®, para fins de classificação do segmentos/setor de negócios.

Tabela 1 – Descrição Amostral – Composição da Amostra por Segmentos de Negócios/Atividade Industrial

Setor|Economática®	Números de Eventos	Porcentagem
Agropecuária e Pesca	2	0.56%
Alimentos e Bebibas	33	9.30%
Comércio	8	2.25%
Construção	12	3.38%
Eletroeletrônicos	2	0.56%
Energia Elétrica	28	7.89%
Finanças e Seguros	31	8.73%
Máquinas Industriais	6	1.69%
Mineração	13	3.66%
Minerais não Metálicos	1	0.28%
Outros	120	33.80%
Papel e Celulose	5	1.41%
Petróleo e Gás	21	5.92%
Química	9	2.54%
Siderúrgica & Metalúrgica	10	2.82%
Software e Dados	12	3.38%
Telecomunicações	6	1.69%
Textil	11	3.10%
Transporte Serviço	16	4.51%
Veiculos e peças	9	2.54%
Total	**355**	**100%**

Fonte: Elaborado pelo autor.

Pode-se observar, na tabela acima, que os segmentos econômicos que mais realizaram eventos de aquisições, no período da amostra no Brasil, foram as indústrias de alimentos e bebidas, energia elétrica, finanças e seguros, mineração, petróleo e gás e transportes, totalizando 40% do total dos eventos de aquisição da amostra da pesquisa.

Tabela 2 – Descrição Amostral – Composição da Amostra por Adoção de Padrão de Governança Corporativa

Nível/Padrão de Governança Corporativa	Número de eventos	Porcentagem
Novo Mercado	220	61.97%
Nível 2	24	6.76%
Nível 1	57	16.06%
Tradicional	50	14.08%
BDR3	4	1.13%
Total	**355**	**100.00%**

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na tabela acima, reporta-se a composição da amostra por adoção de padrão de Governança Corporativa. Evidencia-se que, no período da amostra, as empresas que efetuaram eventos de aquisições no Brasil adotaram, em sua maioria (61,97%), o padrão Novo Mercado da Bovespa. É importante citar que parte relevante da amostra é de empresas recém-listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, que aproveitaram a onda de IPOs (*Initial Public Offering*), que ocorreu entre 2005 a 2008, período de relativa exuberância econômica brasileira.

Observa-se também que parte relevante (30,14%) das empresas que executaram aquisições de empresas, no Brasil, ainda adotam padrões considerados menos atrativos e transparentes; padrões Nível 1 e Tradicional, em que ainda há diferenças de tratamento entre acionistas minoritários e grupos de controle, como exemplo, a inexistência de direito de *tag along*, não há obrigação da empresa comunicar oferta pública de recompra, por pelo menos o valor econômico da ação; em caso de fechamento e/ou saída da empresa do segmento, e não há obrigação a se sujeitar a decisões da câmara de arbitragem do mercado.

Informa-se ainda que somente 1,13% dos eventos de aquisições, no Brasil, foram efetuados por empresas listadas na Bovespa como BDR3 (*Brazilian Depositary Receipts – Nível 3*). Os BDRs são certificados de depósito de valores mobiliários emitidos no Brasil por empresas que também têm emissão de valores mobiliários no exterior. Os BDRs também são classificados em níveis, entretanto, esses níveis não são relacionados às políticas/práticas de Governança Corporativa.

Dessa forma, para efetuar uma classificação mais acurada quanto à governança corporativa, foi pesquisada cada uma das três empresas da amostra com BDRs na Bovespa, a saber: GP investimentos, Tam S.A. e Wilson Sons Logística. Assim, em análise de fatores de governança, concluiu-se que as três empresas não se inserem nos níveis diferenciados da Bovespa, devido a fatores de composição acionária, acúmulo de cargos de pessoas-chave, entre outros.

Logo, para efeito de operacionalização da presente pesquisa, adotaram-se as empresas com BDRs da amostra como padrão de Governança Corporativa símiles aos demais níveis da Bovespa, ou seja, não sendo integrantes dos padrões de governança mais diferenciados e melhores, na visão dos investidores (Novo Mercado e Nível 2).

Em análise ainda das empresas da presente amostra com BDRs na Bovespa, constatou-se que, em sua totalidade, têm relevante histórico de atividade empresarial, no Brasil, cujas famílias fundadoras atuaram e têm atuado, por longo período. A Wilson Sons Logística, por exemplo,

atua no Brasil desde o século 19, sendo uma das empresas ativas mais antigas, perdendo apenas para o Banco do Brasil, fundado em 1808, com a chegada da Família Real. Logo, as três empresas com BDRs da amostra são, na realidade, brasileiras, mesmo que tenham emissão de valores mobiliários e/ou sede no exterior, pois, ainda são extremamente atuantes no Brasil, e seus portifólios de negócios estão alocados com relevância domésticamente.

É relevante mencionar também que foi observado, na amostra da pesquisa, que não há relação entre ser classificada como familiar / não familiar para que a empresa adote ou não melhores padrões de governança corporativa. Na realidade, existe um movimento geral do mercado de exigir que todas as empresas adotem melhores práticas de governança corporativa.

Informa-se que quanto à relação do desempenho das empresas em eventos de aquisições, em decorrência da adoção ou não de melhores padrões de governança corporativa (Novo Mercado e Nível 2 da Bovespa), será apresentada posteriormente nas regressões estatísticas pertinentes.

Tabela 3 – Descrição Amostral – Composição da Amostra de Aquisições por País-alvo

País-Alvo	**Número de Eventos**	**Porcentagem**
Argentina	12	3.4%
Bélgica	2	0.6%
Benim	1	0.3%
Brasil	294	82.8%
Canadá	2	0.6%
Chile	2	0.6%
Colômbia	3	0.8%
República Dominicana	1	0.3%
Equador	1	0.3%
França	1	0.3%
Guernsey	1	0.3%
México	4	1.1%
Namíbia	3	0.8%
Países Baixos	2	0.6%
Portugal	7	2.0%
Espanha	1	0.3%
Emirados Árabes Unidos	1	0.3%
Reino Unido	1	0.3%
Estados Unidos da América	15	4.2%
Uruguai	1	0.3%
Total	**355**	**100.0%**

Fonte: Elaborado pelo autor.

Evidencia-se que, conforme os dados apresentados anteriormente, na fundamentação teórica de aquisições de empresas, grande parte dos eventos de aquisições, no período da amostra, ocorreu domesticamente (82.8%).

Observa-se ainda que os países, em que as empresas da amostra mais realizaram eventos de aquisições, foram aqueles com alto grau de desenvolvimento econômico, como os EUA (Estados Unidos da América) 4,2%, em primeiro lugar. Outrossim, países com grande proximidade cultural, linguística e/ou geográfica, totalizando-se 9% dos eventos da amostra.

Tabela 4 – Descrição Amostral – Composição da Amostra Total das Empresas

Id.	Empresas Adquirentes	Número de Eventos	%	Empresas Familiares	Família	*Stake* Família (%)
1	Abril SA	3	0.8%	Sim	Civita	65.4
2	Guarani SA	2	0.6%	Não	-	-
3	Anhanguera SA	9	2.5%	Sim	Carbonari e Poli	62.3
4	AES ELPA	1	0.3%	Não	-	-
5	Brasilagro SA	1	0.3%	Sim	Cresud - Elsztain	35.75
6	Alpargatas Sa	3	0.8%	Sim	Camargo Correa	66.99
7	Aliansce SA	5	1.4%	Sim	Renato Rique	10.81
8	AmBev SA	1	0.3%	Sim	Lemann, Telles, Sicupira e Sebastien	91.11
9	Amil SA	2	0.6%	Sim	Godoy Bueno	14.39
10	Autometal SA	1	0.3%	Não	-	-
11	Brasil SA	9	2.5%	Não	-	-
12	Bradesco SA	9	2.5%	Sim	Aguiar e Brandão	73.98
13	Brasil Brokers SA	6	1.7%	Não	-	-
14	BTG Pactual SA	2	0.6%	Sim	Andre Esteves	65.3
15	Bardella SA	1	0.3%	Sim	Bardella	96.85
16	Minerva SA	3	0.8%	Sim	Vilela de Queiroz	37.45
17	BHG SA	7	2.0%	Sim	Bonchristiano e Lambranho	17.04
18	BIC SA	1	0.3%	Sim	Bezerra e Menezes	98.25
19	Bombril SA	1	0.3%	Sim	Sampaio Ferreira	34.64
20	Panamericano SA	1	0.3%	Sim	Andre Esteves	51
21	BR Foods SA	3	0.8%	Não	-	-
22	BR Insurance	1	0.3%	Não	-	-
23	Braskem SA	4	1.1%	Sim	Odebrecht	50.11
24	BR Malls SA	16	4.5%	Não	-	-
25	BR Properties SA	5	1.4%	Não	-	-
26	Camargo Correa SA	5	1.4%	Sim	Camargo Correa	66.11
27	Cyrela Commercial SA	1	0.3%	Sim	Horn e Krakowiak	70.91
28	CCR SA	5	1.4%	Sim	Andrade Gutierrez, Camargo Correa e Soares Penido	51.22
29	Cielo SA	3	0.8%	Não	-	-
30	CEMIG SA	6	1.7%	Não	-	-

Continuação da Tabela 4. Descrição amostral – Composição da amostra total das empresas.

31	CPFL SA	4	1.1%	Sim	Camargo Correa	24.33
32	Cremer SA	5	1.4%	Sim	Magalhães	51.26
33	Cosan SA	5	1.4%	Sim	Ometto Alterio	66.4
34	CSN SA	1	0.3%	Sim	Steinbruch	51.85
35	Contax SA	2	0.6%	Sim	Jereissati e Andrade Gutierrez	53.3
36	Karsten SA	1	0.3%	Sim	Karsten e Odebrecht	54.45
37	Coteminas	1	0.3%	Sim	Gomes da Silva e Rebello de Paula	74.47
38	Cyrela Realty SA	2	0.6%	Sim	Horn	30.61
39	DASA SA	2	0.6%	Sim	Godoy Bueno	23.59
40	Duratex SA	4	1.1%	Sim	Villela e Setubal	60
41	Dixie Toga SA	1	0.3%	Não	-	-
42	Embratel SA	2	0.6%	Sim	Slim Helú	98.24
43	Ecorodovias SA	3	0.8%	Sim	Almeida	63.99
44	Eletrobras SA	1	0.3%	Não	-	-
45	EDP SA	2	0.6%	Não	-	-
46	Energisa SA	2	0.6%	Sim	Botelho	86.6
47	Equatorial SA	1	0.3%	Não	-	-
48	Estácio SA	3	0.8%	Não	-	-
49	Eternit SA	1	0.3%	Não	-	-
50	EZTEC SA	1	0.3%	Sim	Zarzur	58.31
51	Heringer SA	1	0.3%	Sim	Heringer	67.76
52	Fibria SA	2	0.6%	Sim	Moraes	29.42
53	Forjas Taurus SA	1	0.3%	Sim	Estima	43.8
54	Fleury SA	3	0.8%	Não	-	-
55	Gafisa SA	1	0.3%	Não	-	-
56	Gerdau SA	3	0.8%	Sim	Gerdau Johannpeter	50.02
57	Gol SA	1	0.3%	Sim	Familia Constantino	100
58	GP Invest. SA	2	0.6%	Sim	Bonchristiano e Lambranho	100
59	General Shop. SA	2	0.6%	Sim	Poli e Veronezi	59.41
60	HRT SA	4	1.1%	Não	-	-

Continuação da Tabela 4. Descrição amostral – Composição da amostra total das empresas.

61	Hypermarcas SA	13	3.7%	Não	-	-
62	Ideiasnet SA	2	0.6%	Não	-	-
63	Indusval SA	1	0.3%	Sim	Ciampolini, Ribeiro e Cintra	55.12
64	Iguatemi SA	3	0.8%	Sim	Jereissati	29.5
65	Cia. docas de Imbituba SA	1	0.3%	Não	-	-
66	International Meal SA	4	1.1%	Não	-	-
67	Inepar SA	2	0.6%	Sim	Oms	32.83
68	Itautec SA	1	0.3%	Sim	Villela e Setubal	94.01
69	Itau SA	2	0.6%	Sim	Villela e Setubal	72.41
70	ItauUnibanco SA	6	1.7%	Sim	Villela, Setubal e Moreira Salles.	89
71	JBS SA	11	3.1%	Sim	Batista e Bertin	43.6
72	Kroton SA	6	1.7%	Sim	Galindo e Laffranchi	10.32
73	Americanas SA	1	0.3%	Sim	Lemann, Telles, Sicupira.	59.62
74	Light SA	4	1.1%	Não	-	-
75	Le lis Blanc SA	1	0.3%	Sim	Guida, Afrange, Lima, Russel e Camargo.	47.1
76	Lopes SA	5	1.4%	Sim	Lopes	16.29
77	Lupatech SA	2	0.6%	Sim	Perrini	6.11
78	Mangels SA	1	0.3%	Sim	Mangels	90.92
79	MMX SA	2	0.6%	Sim	Batista	78.5
80	MPX SA	4	1.1%	Sim	Batista	28.99
81	Marfrig SA	6	1.7%	Sim	Santos	33.12
82	Multiplan SA	3	0.8%	Sim	Peres	32
83	IochpeMaxion SA	5	1.4%	Sim	Iochpe	31.92
84	Odontoprev SA	1	0.3%	Sim	Cardodo e Zanetti.	7.54
85	OGX SA	3	0.8%	Sim	Batista	60.7
86	Oi SA	2	0.6%	Sim	Jereissati e Andrade Gutierrez	21.84
87	Pão de Açúcar SA	1	0.3%	Sim	Diniz e Casino Perrachon	99.94
88	PDG Realty SA	3	0.8%	Não	-	-
89	Petrobras SA	14	3.9%	Não	-	-
90	Profarma SA	1	0.3%	Sim	Birmarcker	56.25

Continuação da Tabela 4. Descrição amostral – Composição da amostra total das empresas.

91	Marcopolo SA	3	0.8%	Sim	Bellini	49.35
92	Positivo SA	1	0.3%	Sim	Formighieri, Rotenberg, Vargas, Von Ridder, Lago e Guimarães.	72.65
93	Qualicorp SA	1	0.3%	Sim	José Seripieri Filho	25.4
94	Drogasil SA	1	0.3%	Sim	Pipponzi, Zagottis e Dias.	25.72
95	Irani SA	1	0.3%	Sim	Druck	90.98
96	Rodobens SA	1	0.3%	Sim	Verdi	46.01
97	Localiza Rent a Car	2	0.6%	Sim	Mattar e Resende	30.73
98	Renar SA	1	0.3%	Sim	Frey	24.77
99	Romi SA	1	0.3%	Sim	Romi e Chiti	50
100	São Carlos SA	1	0.3%	Sim	Lemann, Telles, Sicupira.	53.87
101	Sistema Educ. BR. SA	1	0.3%	Não	-	-
102	Sao Martinho SA	2	0.6%	Sim	Ometto	56.23
103	Sonae Sierra SA	1	0.3%	Não	-	-
104	Sul America SA	1	0.3%	Sim	Ségur e Larragoiti Lucas.	63.5
105	Suzano SA	4	1.1%	Sim	Feffer	97.3
106	TAESA SA	1	0.3%	Não	-	-
107	Tam SA	1	0.3%	Sim	Rolim Amaro	80.3
108	Tegma SA	1	0.3%	Sim	Moreira Franco e Coser	65.5
109	Tim SA	1	0.3%	Sim	Fossati e Napolitano	66.68
110	Telemar Norte Leste SA	1	0.3%	Sim	Jereissati e Andrade Gutierrez	21.84
111	Totvs SA	6	1.7%	Sim	Cosentino e Haberkorn.	17.66
112	TPI Triunfo SA	2	0.6%	Sim	Carvalho, Garcia, Aguiar, Piovezan e Queiroz.	64.72
113	CTEEP SA	2	0.6%	Não	-	-
114	TIVIT SA	1	0.3%	Sim	Mattar e Paola	54.7
115	Ultrapar SA	2	0.6%	Sim	Aguiar Cunha, Igel, Andrade e Beltrão.	23.67
116	UNIPAR SA	1	0.3%	Sim	Geyer	67.71
117	UOL SA	3	0.8%	Sim	Frias e Queiroz	100
118	Usiminas SA	2	0.6%	Não	-	-
119	Vanguarda Agro SA	1	0.3%	Sim	Seibel, Pivetta e De Araújo	45.63
120	Vale SA	11	3.1%	Não	-	-
121	Weg SA	4	1.1%	Sim	Voigt, da Silva e Werninghaus	64.57
122	Wilson SA	1	0.3%	Sim	Salomon	23.1
Total:	**-**	**355**	**100.0%**	**-**	**-**	**-**

Fonte: Elaborado pelo autor

Evidencia-se, na tabela acima, a descrição amostral das empresas, reportando-se a quantidade de empresas analisadas na pesquisa (122 empresas), o nome das empresas adquirentes, o número de eventos realizados e a sua participação relativa sobre a quantidade total de eventos da amostra, e a classificação da empresa em familiar ou não, a qualificação da família controladora e o *stake* acionário da família controladora.

5.1.2 Estatística Descritiva – Análise Univariada do CAR de Todas Empresas, Empresas Familiares e Empresas Não Familiares

Em análise univariada, primeiramente, será avaliada a variável que mensura o desempenho das empresas no Brasil, em eventos de aquisições, no período da amostra. Dessa forma, apresenta-se, a seguir, a tabela de análise dos CARs (*cumulative abnormal return*), que evidenciará se houve ou não criação de valor em decorrência dos eventos de aquisições analisados, podendo mensurar o desempenho das empresas familiares e não familiares, inclusive por grau de concentração acionária.

Evidencia-se ainda que foi reportado, nesta seção, o teste de robustez de *bechmark/proxy* de retorno de mercado – IBRX50, e, outrossim, o teste de robustez de concentração acionária, métodos por ranqueamento e agrupamento de *stake* acionário, conforme já relatado na seção de definição operacional das variáveis da pesquisa – Concentração de propriedade acionária – Capítulo 4, do presente trabalho.

5.1.2.1 Estatística Descritiva - CAR – Análise de desempenho e criação de valor em aquisições de empresas – Todas Empresas da Amostra

Tabela 5 – Painel A. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*) – Todas Empresas da Amostra – *Proxy* do modelo de mercado: IBOVESPA

Cumulative Abnormal Returns	**Observações**	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos:Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap (Z)***		**Replicações**
Dia Anúncio_Ibovespa	355	-0.05%	35.44%	0.27%	2.82%	1.7928	*	172:183	*0.28*		0.89	2.02	**	1000
CAR_3_Ibovespa	355	-0.21%	40.35%	0.32%	4.33%	1.3776		162:193	0.03		0.97	1.42		1000
CAR_11_Ibovespa	355	0.01%	65.67%	0.05%	6.77%	0.1424		178:177	-0.46		1.00	0.14		1000
CAR_21_Ibovespa	355	-0.88%	63.73%	-0.48%	9.23%	-0.9876		164:191	-1.62		1.07	-0.92		1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; *p<0,10, **p<0.05, ***p<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

Evidencia-se, no painel A, o CAR (*cumulative abnormal return*) de todas as empresas da amostra, utilizando como *benchmark* do retorno de mercado o IBOVESPA.

Pode-se perceber que a maioria dos ACARs (*average cumulative abnormal return*) obteve resultados positivos, entretanto, apenas o CAR_1 (resultados anormais acumulados mensurados no dia do anúncio do evento; 0.27% de geração de valor) obteve significância estatística tanto pelo teste t de *student* (p<0.10), como no teste não paramétrico *Bootstrap (p<0.05).*

Tabela 6 – Painel B. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*) – Todas Empresas da Amostra – *Proxy* do modelo de mercado: IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	**Observações**	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos:Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap (Z)***		**Replicações**
Dia Anúncio_ IBRX50	355	-0.07%	35.8%	0.28%	2.82 %	1.84	*	169:186	0.16		0.92	2.00	**	1000
CAR_3_ IBRX50	355	-0.23%	40.3%	0.31%	4.37 %	1.34		157:198	-0.05		0.97	1.38		1000
CAR_11_ IBRX50	355	-0.06%	66.0%	-0.05%	6.79 %	-0.12		175:180	-0.69		0.99	-0.13		1000
CAR_21_ IBRX50	355	-0.90%	64.0%	-0.69%	9.30 %	-1.39		163:192	-2.15	**	1.04	-1.35		1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; *p<0,10, **p<0.05, ***p<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

No painel B, que é apenas um teste de robustez de retorno de mercado, utilizando o *benchmark* IBRX50, foram encontrados praticamente os mesmos resultados quando utilizado o retorno de mercado IBOVESPA. A única diferença a ser evidenciada é que o CAR_21_IBRX50 obteve significância estatística para o teste de sinais de *Wilcoxon*. Esse teste, cuja premissa é (hipótese zero – H.0), pressupõe que a mediana de determinada amostra seja igual a zero.

Dessa forma, como se rejeita H.0 a ($p<0.05$), há evidências estatísticas de que a mediana seja diferente de zero, ou seja, de que a maior parte dos resultados tem sinais negativos.

Por outro lado, o ACAR_1 (dia do anúncio; 0.28% de geração de valor) ainda apresenta significância estatística de criação de valor, pelos testes t de *student e bootstrap*, ou seja, retornos anormais acumulados positivos na média.

Assim, para todas as empresas, verifica-se que para CAR_1 (dia do anúncio) há evidências estatísticas de criação de valor, nos eventos de aquisições de empresas da amostra.

5.1.2.2 Estatística descritiva - CAR – Análise de desempenho e criação de valor em aquisições de empresas – Empresas Familiares da Amostra

Tabela 7 – Painel C. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*) –Empresas Familiares da Amostra – *Proxy* do modelo de mercado: IBOVESPA

Cumulative Abnormal Returns	**Observações**	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos:Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		***Erro Padrão Bootstrap***	***Bootstrap (Z)***		**Replicações**
Dia Anúncio_Ibovespa	226	-0.17%	35.44%	0.34%	3.17%	1.627		104:122	*0.02*		0.91	1.79	*	1000
CAR_3_Ibovespa	226	-0.33%	40.35%	0.33%	4.51%	1.1105		101:125	-0.04		0.93	1.20		1000
CAR_11_Ibovespa	226	0.03%	65.67%	-0.02%	6.88%	-0.0356		113:113	-0.32		0.99	-0.04		1000
CAR_21_Ibovespa	226	-0.48%	59.25%	-0.36%	9.01%	-0.6019		104:122	-0.67		0.99	-0.61		1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; *p<0,10, **p<0.05, ***p<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

No painel C, apresentam-se os resultados CAR (*cumulative abnormal return*) das empresas familiares da amostra. É possível verificar que no ACAR_1 (dia do anúncio; 0.34% de geração de valor) há significância estatística no teste não paramétrico *Bootstrap (p<0.10).*

Tabela 8 – Painel D. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*) –Empresas Familiares da Amostra – *Proxy* do modelo de mercado: IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	**Observações**	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos:Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap (Z)***		**Replicações**
Dia Anúncio_IBRX 50	226	-0.14%	35.87%	0.32%	3.21 %	1.5061		100:126	-0.18		0.90	1.67	*	1000
CAR_3_IBRX5 0	226	-0.41%	40.32%	0.32%	4.56 %	1.0446		97:129	-0.10		0.95	1.10		1000
CAR_11_IBRX 50	226	-0.04%	66.01%	-0.09%	6.92 %	-0.1902		111:115	-0.46		0.99	-0.19		1000
CAR_21_IBRX 50	226	-0.71%	59.26%	-0.56%	9.12 %	-0.9213		103:123	-1.14		1.02	-0.91		1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; **p*<0,10, ***p*<0.05, ****p*<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

No painel D, onde foi apenas relatado o teste de robustez de retorno de mercado – *benchmark* IBRX50, apresentam-se os mesmos resultados encontrados na tabela anterior, onde o ACAR_1 (dia do anúncio; 0.32% de geração de valor) apresenta significância estatística no teste não paramétrico *Bootstrap (p<0.10).*

Dessa forma, verifica-se que, com base no teste não paramétrico *Bootstrap,* na média, houve criação de valor para empresas familiares em eventos de aquisições.

Desse modo, se obtém o resultado do teste da hipótese 1 da pesquisa, a seguir:

Hipótese 1. Empresas familiares geram valor em eventos de aquisições de empresas.

Informa-se que não se rejeita a hipótese 1, em que empresas familiares, na média, têm geração de valor em eventos de aquisições de empresas, quando análisado o CAR_1 (dia do anúncio), em que se resultou CAR positivo (geração de valor para empresas familiares) com significância estatística (p<0.10) em ambos *benchmarks* de retorno de mercado (Ibovespa e IBRX50) mensurados pelo teste não paramétrico *Bootstrap.*

5.1.2.3 Estatística descritiva - CAR – Análise de desempenho e criação de valor em aquisições de empresas – Empresas Não Familiares da Amostra

Tabela 9 – Painel E. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*) –Empresas Não Familiares da Amostra – *Proxy* do modelo de mercado: IBOVESPA

Cumulative Abnormal Returns	**Observações**	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos:Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap (Z)***		**Replicações**
Dia Anúncio_Ibovespa	129	0.24%	13.10%	0.14%	2.05%	0.7519		68:61	*0.56*		0.98	0.77		1000
CAR_3_Ibovespa	129	-0.10%	32.32%	0.29%	4.00%	0.8143		61:68	0.09		0.99	0.83		1000
CAR_11_Ibovespa	129	0.01%	43.30%	0.17%	6.61%	0.291		65:64	-0.43		1.00	0.29		1000
CAR_21_Ibovespa	129	-1.31%	59.56%	-0.70%	9.64%	-0.8244		60:69	-1.78	*	1.05	-0.79		1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; **p*<0,10, ***p*<0.05, ****p*<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

No painel E, apresentam-se os resultados CAR (*cumulative abnormal return*) das empresas não familiares da amostra. Pode-se verificar que nenhum resultado teve significância estatística, tanto no teste t de *student* como no teste não paramétrico *Bootstrap*, ou seja, na média, não se pode afirmar que os retornos foram diferentes de zero.

Por outro lado, no teste de sinais de *Wilcoxon*, há evidências (p<0.10) de se rejeitar a hipótese nula de que a mediana é igual a zero, ou seja, pode-se verificar que os sinais negativos são em maior quantidade que os sinais positivos, podendo-se inferir que para o CAR_21, em geral, teve retornos negativos em decorrência de eventos de aquisições de empresas da amostra.

Tabela 10 – Painel F. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*) –Empresas Não Familiares da Amostra – *Proxy* do modelo de mercado: IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	**Observações**	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos:Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap (Z)***		**Replicações**
Dia Anúncio_IBRX50	129	0.15%	11.82%	0.20%	1.96%	1.134		69:60	0.65		0.99	1.15		1000
CAR_3_IBRX50	129	-0.17%	32.61%	0.30%	4.05%	0.8453		60:69	0.04		0.97	0.87		1000
CAR_11_IBRX50	129	-0.06%	44.17%	0.03%	6.57%	0.0504		64:65	-0.58		1.02	0.05		1000
CAR_21_IBRX50	129	-0.99%	60.42%	-0.92%	9.64%	-1.0852		60:69	-2.04	**	1.05	-1.03		1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; *p<0,10, **p<0.05, ***p<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

No painel F, que apenas faz teste de robustez do retorno de mercado – *benchmark* IBRX50, não se evidenciou qualquer outro tipo de resultado encontrado pela tabela anterior. Apenas houve um maior grau de significância (p<0.05) para o teste de sinais de *Wilcoxon* no CAR_21.

É possível verificar que, para empresas não familiares, não foi encontrado significância estatística para informar se há criação ou destruição de valor decorrente de aquisições de empresas. Portanto, na média, empresas não familiares tiveram retorno anormal igual a zero nos eventos de aquisições de empresas da amostra analisada.

Segue abaixo a tabela que compara por meio de análises estatísticas os desempenhos entre os CARs das empresas familiares e não familiares.

Tabela 11 – Testes de Comparação de Desempenho entre Empresas Familiares e Não Familiares

Comparação de Desempenho	**Empresas Familiares *versus* Não Familiares**		
Técnicas Estatísticas		t de *student*	*U Mann Whitney (p-value)*
Análise (H.0)	Número de observações base	EF=ENF	EF=ENF
CAR_1_Ibovespa	355	0.92	0.94
CAR_3_Ibovespa	355	0.80	0.74
CAR_11_Ibovespa	355	0.74	0.99
CAR_21_Ibovespa	355	0.45	0.65
CAR_1_IBRX50	355	0.97	0.72
CAR_3_IBRX50	355	0.87	0.68
CAR_11_IBRX50	355	0.73	0.93
CAR_21_IBRX50	355	0.65	0.63
Todos os CARs	2840	0.69	0.19

A tabela apresenta os resultados do teste paramétrico t de student, em que foi estabelecido como hipótese nula (H.0), se o desempenho da empresa familiar (EF) é igual ao da empresa não familiar (ENF). Como teste de robustez, foi utilizado, ainda, o teste estatístico não paramétrico *U de Mann Whitney* sob as mesmas prerrogativas de análise.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Reporta-se que, em ambos os testes, *t de student* e *U de Mann Whitney* foram encontrados que não rejeita-se a hipótese nula (H.0) de que o desempenho da empresa familiar e empresas não familiares sejam iguais.

Desta forma, se obtém o resultado do teste da hipótese 2 da pesquisa:

Hipótese 2. Empresas familiares têm maiores retornos anormais em aquisições de empresas do que empresas não familiares.

Informa-se que, em análise geral, rejeita-se a hipótese 2, em que empresas familiares, na média, têm maiores retornos anormais em eventos de aquisições de empresas que empresas não familiares, pois em análise de comparação de diferenças entre médias, não acusou-se diferenças significativas estatisticamente, conforme reportado na tabela de comparações evidenciada anteriormente. Apesar da análise univariada do CAR da subamostra empresas familiares apontar evidências significantes pelo procedimento estatístico de *bootstrap* de que no dia do anúncio do evento (CAR_1) houve criação de valor.

5.1.3 Estatística Descritiva – Análise Univariada do CAR de Todas empresas, Empresas Familiares e Empresas Não Familiares – Inserida a estratificação por grau de concentração acionária

Vale destacar que nessa subseção serão analisados os resultados dos CARs estratificados em empresas familiares, não familiares e todas as empresas da amostra, agrupadas por concentração acionária.

Evidencia-se ainda que, conforme já relatado anteriormente na seção de definição das variáveis de pesquisa, serão agrupadas as companhias por dois tipos de classificação de concentração.

O primeiro, mais tradicional, conforme já tratado na fundamentação teórica, é baseado principalmente na legislação societária, em que se utilizam os graus de concentrações à luz da legislação pertinente, que define direitos e poderes de influência na empresa aos acionistas que detêm ao menos uma determinada quantidade de concentração acionária, ora estipulada.

O segundo, é baseado em simples ranqueamento e agrupamento das empresas em níveis de concentração acionária. Esta segunda classificação é apenas um teste de robustez para a variável concentração acionária.

Assim, inicia-se a análise do primeiro tipo de classificação, com as porcentagens de concentrações acionárias definidas à luz da legislação societária brasileira de 10, 20 e 50% conforme apresentados na seção Fundamentação Teórica.

5.1.3.1 Análise CAR - Todas Empresas - Estratificadas por Concentrações Acionárias

Tabela 12 – Painel G. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Superior a 50% - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	**Observações**	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos : Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap (Z)***		**Replicações**
CAR_3_IBOV	177	-0.47%	32.19%	-0.05%	3.79%	-0.18		72:105	-1.44		1.04	-0.17		1000
CAR_11_IBOV	177	0.08%	62.11%	-0.21%	7.06%	-0.39		89:88	-0.60		1.00	-0.40		1000
CAR_21_IBOV	177	-1.12%	63.73%	-0.55%	9.40%	-0.77		76:101	-1.47		1.02	-0.76		1000
CAR_1_IBOV	177	-0.04%	16.91%	0.09%	2.30%	0.54		86:91	0.04		0.99	0.55		1000
CAR_3_IBRX50	177	-0.44%	32.29%	-0.08%	3.80%	-0.27		70:107	-1.50		1.03	-0.27		1000
CAR_11_IBRX50	177	-0.06%	63.09%	-0.34%	7.04%	-0.63		86:91	-0.81		1.01	-0.63		1000
CAR_21_IBRX50	177	-1.74%	64.05%	-0.75%	9.47%	-1.05		77:100	-1.85	*	1.03	-1.02		1000
CAR_1_IBRX50	177	-0.07%	15.61%	0.11%	2.25%	0.65		85:92	-0.11		0.99	0.66		1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; **p*<0,10, ***p*<0.05, ****p*<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

Evidencia-se que para todas as empresas da amostra, com propriedade concentrada superior a 50%, não se identificou significância estatística para os testes de média dos CARs. Desse modo, não se rejeita a hipótese nula dos testes estatísticos utilizados, de que a média é zero dos CARs. Em outras palavras, para todas empresas da amostra com concentração acionária superior a 50%, os retornos anormais, na média, em aquisições, são estatisticamente iguais a zero.

Por outro lado, no teste de sinais de *Wilcoxon*, há evidências (p<0.10) de se rejeitar a hipótese nula de que a mediana é igual a zero, ou seja, é possível a verificação de que os sinais negativos são em maior quantidade que os sinais positivos, podendo-se inferir que para o CAR_21_IBRX50, em geral, houve retornos negativos, em decorrência de eventos de aquisições de empresas das empresas da amostra.

Tabela 13 – Painel H. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Superior a 20% - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	**Observações**	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos:Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap (Z)***		**Replicações**
CAR_3_IBOV	296	-0.17%	34.30%	0.29%	4.08%	1.20		139:157	0.24		1.00	1.20		1000
CAR_11_IBOV	296	-0.06%	62.11%	0.01%	6.67%	0.02		147:149	-0.48		1.00	0.03		1000
CAR_21_IBOV	296	-0.88%	63.73%	-0.40%	9.15%	-0.74		136:160	-1.46		1.02	-0.73		1000
CAR_1_IBOV	296	-0.02%	19.47%	0.29%	2.52%	2.00	**	147:149	0.91		0.97	2.07	**	1000
CAR_3_IBRX50	296	-0.19%	34.65%	0.28%	4.12%	1.15		133:163	0.14		0.99	1.16		1000
CAR_11_IBRX50	296	-0.34%	63.09%	-0.09%	6.65%	-0.24		142:154	-0.72		1.01	-0.24		1000
CAR_21_IBRX50	296	-0.79%	64.05%	-0.61%	9.21%	-1.13		136:160	-1.96	*	1.03	-1.10		1000
CAR_1_IBRX50	296	-0.06%	19.71%	0.30%	2.52%	2.04	**	145:151	0.69		0.99	2.07	**	1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; *p<0,10, **p<0.05, ***p<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

É possível evidenciar que, para todas as empresas da amostra, com propriedade concentrada superior a 20%, identificou-se significância estatística (p<0.05) para os CAR_1_Ibovespa e CAR_1_IBRX50 (Dia dos Anúncios), em que obtiveram geração de valor em 0.29% e 0.30% respectivamente.

Por outro lado, no teste de sinais de *Wilcoxon*, há evidências (p<0.10) de se rejeitar a hipótese nula de que a mediana é igual a zero, ou seja, verifica-se que os sinais negativos são em maior quantidade que os sinais positivos, podendo-se inferir que para o CAR_21_IBRX50, em geral, teve retornos negativos, em decorrência de eventos de aquisições de empresas, das empresas da amostra.

Tabela 14 – Painel I. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Superior a 10% - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	**Observações**	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos : Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap* (Z)**		**Replicações**
CAR_3_IBOV	352	-0.21%	34.30%	0.24%	4.08%	1.1042		160:192	-0.05		0.98	1.13		1000
CAR_11_IBOV	352	0.00%	62.11%	-0.03%	6.55%	-0.079		176:176	-0.50		1.03	-0.08		1000
CAR_21_IBOV	352	-0.88%	63.73%	-0.59%	9.08%	-1.2117		162:190	-1.73	*	1.01	-1.20		1000
CAR_1_IBOV	352	-0.06%	19.47%	0.19%	2.45%	1.4682		170:182	0.16		0.95	1.55		1000
CAR_3_IBRX50	352	-0.23%	34.65%	0.24%	4.13%	1.0692		155:197	-0.13		0.95	1.13		1000
CAR_11_IBRX50	352	-0.06%	63.09%	-0.13%	6.57%	-0.3614		173:179	-0.74		1.03	-0.35		1000
CAR_21_IBRX50	352	-0.90%	64.05%	-0.79%	9.15%	-1.6154		161:191	-2.24	**	1.02	-1.58		1000
CAR_1_IBRX50	352	-0.07%	19.71%	0.20%	2.46%	1.5281		167:185	0.04		0.99	1.55		1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; *p<0,10, **p<0.05, ***p<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

É possível evidenciar que para todas as empresas da amostra, com propriedade concentrada superior a 10%, não se identificou significância estatística para os testes de média dos CARs. Desse modo, não se rejeita a hipótese nula dos testes estatísticos utilizados, de que a média é zero dos CARs. Em outras palavras, para todas empresas da amostra com concentração acionária superior a 10%, os retornos anormais, na média, em aquisições, são estatisticamente iguais a zero.

Por outro lado, no teste de sinais de *Wilcoxon*, há evidências (p<0.10 e p<0.05) de se rejeitar a hipótese nula de que a mediana é igual a zero, ou seja, verifica-se que os sinais negativos são em maior quantidade que os sinais positivos, podendo-se inferir que, para os CAR_21_Ibovespa e CAR_21_IBRX50, em geral, houve retornos negativos, em decorrência de eventos de aquisições de empresas, das empresas da amostra.

Evidencia-se agora, o segundo tipo de classificação de concentração acionária, utilizando o simples ranqueamento e agrupamento das empresas da amostra da pesquisa, em faixas de graus de concentração acionária, arbitrariamente, definidos nesta pesquisa. Assim, são citadas e testadas as concentrações acionárias estipuladas arbitrariamente, em faixas de concentração acionária dos acionistas controladores em até 30% (denominados neste trabalho como baixa concentração acionária), de 30% a 70% (denominados neste trabalho como média concentração acionária) e acima de 70% (denominados neste trabalho como alta concentração acionária).

Tabela 15 – Painel J. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Baixa - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	**Observações**	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos : Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap* (Z)**		**Replicações**
CAR_3_IBOV	87	-0.29%	40.35%	0.62%	5.37%	1.0703		39:48	0.10		0.94	1.14		1000
CAR_11_IBOV	87	0.07%	50.08%	0.26%	7.06%	0.3449		44:43	0.01		1.01	0.34		1000
CAR_21_IBOV	87	0.30%	56.95%	-0.71%	9.22%	-0.719		44:43	-0.52		1.05	-0.68		1000
CAR_1_IBOV	87	-0.10%	35.44%	0.30%	3.80%	0.7384		41:46	-0.57		0.96	0.77		1000
CAR_3_IBRX50	87	-0.40%	40.26%	0.60%	5.43%	1.0361		37:50	-0.02		0.98	1.06		1000
CAR_11_IBRX50	87	0.46%	50.44%	0.20%	7.14%	0.2561		46:41	-0.01		0.99	0.26		1000
CAR_21_IBRX50	87	-0.16%	57.08%	-0.92%	9.31%	-0.9216		42:45	-0.83		1.03	-0.90		1000
CAR_1_IBRX50	87	-0.15%	35.87%	0.31%	3.83%	0.7455		40:47	-0.47		0.97	0.77		1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; **p*<0,10, ***p*<0.05, ****p*<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

É possível evidenciar que, para todas as empresas da amostra, com baixa propriedade concentrada (concentração acionária dos acionistas controladores em até 30%), não se identificou significância estatística para os testes de média dos CARs. Desse modo, não se rejeita a hipótese nula dos testes estatísticos utilizados, de que a média é zero dos CARs. Em outras palavras, para todas empresas da amostra com baixa concentração acionária, os retornos anormais, na média, em aquisições, são estatisticamente iguais a zero.

Tabela 16 – Painel K. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Média - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	**Observações**	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos : Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap* (Z)**		**Replicações**
CAR_3_IBOV	216	-0.11%	34.06%	0.27%	3.99%	0.98		104:112	0.45		0.98	1.00		1000
CAR_11_IBOV	216	-0.32%	62.11%	-0.10%	6.92%	-0.20		106:110	-0.61		1.04	-0.20		1000
CAR_21_IBOV	216	-1.06%	63.73%	-0.40%	9.35%	-0.63		96:120	-1.51		1.01	-0.63		1000
CAR_1_IBOV	216	0.09%	16.73%	0.34%	2.39%	2.10	**	111:105	1.18		1.01	2.09	**	1000
CAR_3_IBRX50	216	-0.18%	34.65%	0.27%	4.05%	0.96		102:114	0.43		0.97	0.99		1000
CAR_11_IBRX50	216	-0.44%	63.09%	-0.22%	6.91%	-0.46		101:115	-0.88		1.04	-0.45		1000
CAR_21_IBRX50	216	-1.04%	64.05%	-0.65%	9.40%	-1.01		97:119	-1.94	*	1.05	-0.97		1000
CAR_1_IBRX50	216	0.04%	15.75%	0.36%	2.38%	2.24	**	110:106	1.05		0.96	2.35	**	1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; *p<0,10, **p<0.05, ***p<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

É possível evidenciar que, para todas as empresas da amostra, com média propriedade concentrada (empresas cujos acionistas controladores detêm de 30% a 70% do *stake* acionário), identificou-se significância estatística (p<0.05) para ambos os CAR_1_Ibovespa e CAR_1_IBRX50 (Dia dos Anúncios), em que obtiveram geração de valor em 0.34% e 0.36% respectivamente.

Tabela 17 – Painel L. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Alta - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	***Observações***	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos : Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap* (Z)**		**Replicações**
CAR_3_IBOV	52	-0.59%	20.18%	0.02%	3.72%	0.0422		19:33	-1.06		1.08	0.04		1000
CAR_11_IBOV	52	0.33%	27.11%	0.32%	5.67%	0.4062		28:24	-0.03		0.99	0.41		1000
CAR_21_IBOV	52	-1.21%	42.88%	-0.44%	8.93%	-0.3575		24:28	-0.31		1.02	-0.35		1000
CAR_1_IBOV	52	-0.45%	15.25%	-0.10%	2.53%	-0.272		20:32	-0.90		1.05	-0.26		1000
CAR_3_IBRX50	52	-0.52%	19.54%	0.01%	3.69%	0.024		18:34	-1.14		1.07	0.02		1000
CAR_11_IBRX50	52	0.57%	26.81%	0.28%	5.66%	0.3535		28:24	-0.07		1.05	0.34		1000
CAR_21_IBRX50	52	-1.05%	42.66%	-0.48%	9.04%	-0.3825		24:28	-0.42		1.05	-0.36		1000
CAR_1_IBRX50	52	-0.57%	15.48%	-0.14%	2.51%	-0.4028		19:33	-1.06		1.01	-0.40		1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; **p*<0,10, ***p*<0.05, ****p*<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

Por outro lado, no teste de sinais de *Wilcoxon*, há evidências (p<0.10) de se rejeitar a hipótese nula de que a mediana é igual a zero, ou seja, verifica-se que os sinais negativos são em maior quantidade que os sinais positivos, podendo-se inferir que para o CAR_21_IBRX50, em geral, houve retornos negativos, em decorrência de eventos de aquisições de empresas, das empresas da amostra.

É possível evidenciar que para todas as empresas da amostra, com alta propriedade concentrada (empresas cujos acionistas controladores detêm acima de 70% do *stake* acionário), não se identificou significância estatística para os testes de média dos CARs. Desse modo, não se rejeita a hipótese nula, dos testes estatísticos utilizados, de que a média é zero dos CARs. Em outras palavras, para todas empresas da amostra com alta concentração acionária, os retornos anormais, na média, em aquisições, são estatisticamente iguais a zero.

5.1.3.2 Análise CAR – Empresas Familiares - Estratificadas por Concentrações Acionárias

Tabela 18 – Painel M. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Superior a 50% - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	***Observações***	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos : Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap* (Z)**		**Replicações**
CAR_3_IBOV	124	-0.40%	23.26%	0.05%	3.49%	0.14		53:71	-0.60		1.00	0.14		1000
CAR_11_IBOV	124	0.26%	52.44%	-0.18%	6.96%	-0.29		66:58	0.00		1.03	-0.29		1000
CAR_21_IBOV	124	-1.00%	55.57%	-0.09%	9.10%	-0.11		55:69	-0.36		1.03	-0.11		1000
CAR_1_IBOV	124	-0.13%	15.38%	0.06%	2.34%	0.30		57:67	-0.29		1.02	0.30		1000
CAR_3_IBRX50	124	-0.42%	23.14%	0.00%	3.55%	0.01		51:73	-0.70		1.00	0.01		1000
CAR_11_IBRX50	124	0.11%	52.61%	-0.31%	7.00%	-0.48		63:61	-0.17		1.00	-0.49		1000
CAR_21_IBRX50	124	-1.33%	55.60%	-0.32%	9.21%	-0.38		55:69	-0.66		1.01	-0.38		1000
CAR_1_IBRX50	124	-0.11%	15.61%	0.04%	2.35%	0.18		54:70	-0.47		1.02	0.18		1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; **p*<0,10, ***p*<0.05, ****p*<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

É possível evidenciar que para as empresas familiares da amostra, com propriedade concentrada superior a 50%, não se identificou significância estatística para os testes de média dos CARs. Desse modo, não se rejeita a hipótese nula, dos testes estatísticos utilizados, de que a média é zero dos CARs. Em outras palavras, para as empresas familiares da amostra com concentração acionária superior a 50%, os retornos anormais, na média, em aquisições, são estatisticamente iguais a zero.

Tabela 19 – Painel N. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Superior a 20% - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	***Observações***	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos : Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap* (Z)**		**Replicações**
CAR_3_IBOV	192	-0.21%	28.90%	0.42%	4.16%	1.3864		90:102	0.56		0.96	1.44		1000
CAR_11_IBOV	192	0.08%	52.44%	-0.10%	6.56%	-0.2055		97:95	-0.27		1.00	-0.21		1000
CAR_21_IBOV	192	-0.48%	55.57%	-0.21%	8.48%	-0.3477		88:104	-0.47		1.05	-0.33		1000
CAR_1_IBOV	192	-0.05%	19.47%	0.41%	2.75%	2.0485	**	93:99	0.94		0.93	2.20	**	1000
CAR_3_IBRX50	192	-0.27%	28.58%	0.39%	4.23%	1.2911		85:107	0.44		0.98	1.31		1000
CAR_11_IBRX50	192	-0.04%	52.61%	-0.16%	6.60%	-0.3372		94:98	-0.39		0.98	-0.34		1000
CAR_21_IBRX50	192	-0.68%	55.60%	-0.39%	8.61%	-0.6215		88:104	-0.88		0.99	-0.62		1000
CAR_1_IBRX50	192	-0.08%	19.71%	0.38%	2.79%	1.8998	*	90:102	0.71		0.97	1.96	**	1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; *p<0,10, **p<0.05, ***p<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

É possível evidenciar que, para as empresas familiares da amostra, com propriedade concentrada superior a 20%, identificou-se significância estatística (p<0.05) para os CAR_1_Ibovespa e (p<0.10) CAR_1_IBRX50 (Dia dos Anúncios), em que obtiveram geração de valor em 0.41% e 0.38% respectivamente.

Tabela 20 – Painel O. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Superior a 10% - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	***Observações***	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos : Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap* (Z)**		**Replicações**
CAR_3_IBOV	223	-0.34%	28.90%	0.21%	4.13%	0.7697		99:124	-0.14		0.97	0.79		1000
CAR_11_IBOV	223	-0.01%	52.44%	-0.14%	6.53%	-0.3236		111:112	-0.37		1.00	-0.32		1000
CAR_21_IBOV	223	-0.55%	55.57%	-0.52%	8.77%	-0.8879		102:121	-0.81		0.99	-0.90		1000
CAR_1_IBOV	223	-0.18%	19.47%	0.22%	2.66%	1.2593		102:121	-0.14		0.98	1.29		1000
CAR_3_IBRX50	223	-0.41%	28.58%	0.20%	4.19%	0.7039		95:128	-0.20		1.00	0.70		1000
CAR_11_IBRX50	223	-0.06%	52.61%	-0.22%	6.59%	-0.4913		109:114	-0.53		1.00	-0.49		1000
CAR_21_IBRX50	223	-0.73%	55.60%	-0.71%	8.88%	-1.1958		101:122	-1.26		1.02	-1.18		1000
CAR_1_IBRX50	223	-0.15%	19.71%	0.20%	2.70%	1.1171		98:125	-0.33		1.00	1.12		1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; **p*<0,10, ***p*<0.05, ****p*<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

É possível evidenciar que, para as empresas familiares da amostra, com propriedade concentrada superior a 10%, não se identificou significância estatística para os testes de média dos CARs. Desse modo, não se rejeita a hipótese nula, dos testes estatísticos utilizados, de que a média é zero dos CARs. Em outras palavras, para as empresas familiares da amostra, com concentração acionária superior a 10%, os retornos anormais, na média, em aquisições, são estatisticamente iguais a zero.

Evidencia-se agora o segundo tipo de classificação de concentração acionária, utilizando o simples ranqueamento e agrupamento das empresas da amostra da pesquisa em faixas de graus de concentração acionária arbitrariamente definidos nesta pesquisa. Assim, são citadas e testadas as concentrações acionárias estipuladas arbitrariamente em faixas de concentração acionária dos acionistas controladores em até 30% (denominados neste trabalho como baixa concentração acionária), de 30 a 70% (denominados neste trabalho como média concentração acionária), e acima de 70% (denominados neste trabalho como alta concentração acionária).

Tabela 21 – Painel P. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Baixa - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	***Observações***	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos:Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap* (Z)**		**Replicações**
CAR_3_IBOV	58	-0.32%	40.35%	0.22%	5.68%	0.2922		25:33	-0.56		1.01	0.29		1000
CAR_11_IBOV	58	-0.17%	50.08%	0.52%	7.64%	0.5208		27:31	0.11		1.00	0.52		1000
CAR_21_IBOV	58	0.43%	56.95%	-0.49%	10.25%	-0.3605		30:28	-0.24		1.02	-0.35		1000
CAR_1_IBOV	58	-0.40%	35.44%	0.25%	4.43%	0.4351		24:34	-1.25		1.08	0.40		1000
CAR_3_IBRX50	58	-0.48%	40.26%	0.15%	5.64%	0.2065		23:35	-0.72		1.04	0.20		1000
CAR_11_IBRX50	58	-0.25%	50.44%	0.41%	7.64%	0.4108		28:30	-0.01		1.02	0.40		1000
CAR_21_IBRX50	58	-0.13%	57.08%	-0.76%	10.31%	-0.5644		28:30	-0.61		1.02	-0.55		1000
CAR_1_IBRX50	58	-0.35%	35.87%	0.21%	4.45%	0.3546		23:35	-1.36		1.09	0.32		1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; **p*<0,10, ***p*<0.05, ****p*<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

É possível evidenciar que, para as empresas familiares da amostra, com baixa propriedade concentrada (concentração acionária dos acionistas controladores em até 30%), não se identificou significância estatística para os testes de média dos CARs. Desse modo, não se rejeita a hipótese nula, dos testes estatísticos utilizados, de que a média é zero dos CARs. Em outras palavras, para as empresas familiares da amostra com baixa concentração acionária, os retornos anormais, na média, em aquisições, são estatisticamente iguais a zero.

Tabela 22 – Painel Q. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Média - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	***Observações***	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos : Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap* (Z)**		**Replicações**
CAR_3_IBOV	124	-0.18%	25.24%	0.40%	4.14%	1.0802		59:65	0.68		1.00	1.08		1000
CAR_11_IBOV	124	-0.16%	52.44%	-0.55%	6.84%	-0.8939		61:63	-0.81		1.01	-0.89		1000
CAR_21_IBOV	124	-0.83%	55.57%	-0.31%	8.30%	-0.411		54:70	-0.59		0.97	-0.43		1000
CAR_1_IBOV	124	0.01%	15.20%	0.49%	2.63%	2.0832	**	62:62	1.14		0.92	2.26	**	1000
CAR_3_IBRX50	124	-0.23%	26.83%	0.41%	4.26%	1.08		58:66	0.68		0.99	1.09		1000
CAR_11_IBRX50	124	-0.42%	52.61%	-0.62%	6.93%	-0.9999		58:66	-0.96		1.00	-1.00		1000
CAR_21_IBRX50	124	-0.92%	55.60%	-0.53%	8.43%	-0.6957		55:69	-0.98		1.04	-0.67		1000
CAR_1_IBRX50	124	-0.05%	15.75%	0.49%	2.70%	2.0314	**	61:63	1.05		0.97	2.10	**	1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; **p*<0,10, ***p*<0.05, ****p*<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

É possível evidenciar que, para as empresas familiares da amostra, com média propriedade concentrada (empresas cujos acionistas controladores detêm de 30% a 70% do *stake* acionário), identificou-se significância estatística (p<0.05) para ambos os CAR_1_Ibovespa e CAR_1_IBRX50 (Dia dos Anúncios), em que ambos obtiveram geração de valor em 0.49%.

Tabela 23 – Painel R. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Alta - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	***Observações***	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos : Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap* (Z)**		**Replicações**
CAR_3_IBOV	44	-0.59%	20.18%	0.29%	3.83%	0.5076		17:27	-0.54		1.00	0.51		1000
CAR_11_IBOV	44	1.17%	27.11%	0.78%	5.86%	0.8779		25:19	0.56		1.02	0.86		1000
CAR_21_IBOV	44	-1.70%	42.88%	-0.35%	9.43%	-0.247		20:24	-0.21		1.02	-0.24		1000
CAR_1_IBOV	44	-0.26%	15.25%	0.04%	2.59%	0.1139		18:26	-0.54		1.01	0.11		1000
CAR_3_IBRX50	44	-0.52%	19.54%	0.26%	3.82%	0.4538		16:28	-0.65		0.99	0.46		1000
CAR_11_IBRX50	44	0.97%	26.81%	0.76%	5.84%	0.8643		25:19	0.54		1.02	0.85		1000
CAR_21_IBRX50	44	-1.65%	42.66%	-0.38%	9.54%	-0.2641		20:24	-0.30		1.00	-0.26		1000
CAR_1_IBRX50	44	-0.37%	15.48%	-0.01%	2.58%	-0.0205		16:28	-0.71		1.06	-0.02		1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; **p*<0,10, ***p*<0.05, ****p*<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

É possível evidenciar que, para as empresas familiares da amostra, com alta propriedade concentrada (empresas cujos acionistas controladores detêm acima de 70% do *stake* acionário), não se identificou significância estatística para os testes de média dos CARs. Desse modo, não se rejeita a hipótese nula, dos testes estatísticos utilizados, de que a média é zero dos CARs. Em outras palavras, para as empresas familiares da amostra com alta concentração acionária, os retornos anormais, na média, em aquisições, são estatisticamente iguais a zero.

Dessa forma, após a análise univariada dos CARs, em empresas familiares, estratificadas por grau de concentração acionária de seus acionistas controladores, pode-se obter uma conclusão parcial sobre a relação entre o desempenho anormal em aquisições de empresas, e o maior grau de concentração acionária em empresas familiares, evocando-se a hipótese 5:

Hipótese 5. Retornos anormais em aquisições de empresas estão relacionados positivamente ao grau de concentração acionária detida pela família controladora.

Informa-se que como conclusão parcial a ser enrobustecida ou não pelas demais análises bivariadas e multivariadas ulteriores, os retornos anormais em aquisições de empresas têm relação positiva à variável de concentração acionária detida pela família controladora. Evidencia-se, inclusive, que foi encontrada uma possível relação quadrática de concentração acionária pela família controladora e o desempenho da empresa familiar em eventos de aquisições de empresas. Entretanto, reporta-se que não será medido esta possível relação neste presente trabalho, mas deixa-se como sugestão de escopo de pesquisa para futuros trabalhos.

Referente ainda aos achados sobre o grau de concentração acionária, encontrou-se que em baixa concentração de propriedade (concentrações acionárias menores de 30%) e em alta concentração de propriedade (concentrações acionárias acima de 70%), não há significância estatística nos retornos anormais mensurados nas análises univariadas reportadas anteriormente, desta forma, os CARs, nestas concentrações acionárias, em empresas familiares, são iguais a zero.

Por outro lado, em concentrações acionárias relevantes de 30 a 70% (denominado neste trabalho como concentração média), tiveram resultados positivos e estatisticamente significantes dos ACAR (*average cumulative abnormal return*). Assim, a concentração acionária de controladores de empresas familiares que detém de 30 a 70% do *stake* acionário, criaram valor em eventos de aquisições de empresas.

Coaduna-se aos resultados encontrados o outro tipo de classificação de concentração de propriedade pelos acionistas controladores, em que os ACARs das concentrações superiores a 50% e a 10% não obtiveram significância estatística, inferindo que os ACARs nessas referidas concentrações em empresas familiares, são iguais a zero.

Por outro lado, em concentrações acionárias superiores a 20%, tiveram resultados positivos e estatisticamente significantes dos ACAR (*average cumulative abnormal return*), a saber: CAR_1_Ibovespa e CAR_1_IBRX50 [dias dos anúncios, gerando criação de valor em

(0.41%; p<0,05) e (0.38%; p<0.10), respectivamente]. Assim, a concentração acionária de controladores de empresas familiares que detém mais de 20% do *stake* acionário, criaram valor em eventos de aquisições de empresas.

Desta forma, caso houvesse apenas esta análise univariada, poderia tender a não rejeitar a hipótese 5, colocando que há relação positiva e significante entre o grau de concentração acionária média e superiores a 20% e os ACARs evidenciados nas tabelas anteriores. Entretanto, conforme mencionado anteriormente, esta conclusão parcial pode ser reavaliada a medida que são realizadas e reportadas no presente trabalho maiores análises ulteriores.

5.1.3.3 Análise CAR – Empresas Não Familiares - Estratificadas por Concentrações Acionárias

Tabela 24 – Painel S. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Superior a 50% - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	***Observações***	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos : Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap* (Z)**		**Replicações**
CAR_3_IBOV	53	-0.50%	29.00%	-0.28%	4.43%	-0.4569		19:34	-1.66	*	1.20	-0.38		1000
CAR_11_IBOV	53	-1.33%	43.06%	-0.27%	7.36%	-0.2707		23:30	-1.16		1.09	-0.25		1000
CAR_21_IBOV	53	-1.48%	54.72%	-1.60%	10.08%	-1.1575		21:32	-2.16	**	1.30	-0.89		1000
CAR_1_IBOV	53	0.33%	13.10%	0.17%	2.24%	0.5403		29:24	0.45		0.98	0.55		1000
CAR_3_IBRX50	53	-0.45%	28.90%	-0.27%	4.38%	-0.4509		19:34	-1.60		1.20	-0.38		1000
CAR_11_IBRX50	53	-1.20%	43.28%	-0.40%	7.22%	-0.4047		23:30	-1.30		1.12	-0.36		1000
CAR_21_IBRX50	53	-2.37%	54.94%	-1.76%	10.07%	-1.273		22:31	-2.48	**	1.33	-0.95		1000
CAR_1_IBRX50	53	0.27%	9.55%	0.28%	1.99%	1.0168		31:22	0.57		1.02	1.00		1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; **p*<0,10, ***p*<0.05, ****p*<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

É possível evidenciar que, para as empresas não familiares da amostra, com propriedade concentrada superior a 50%, não se identificou significância estatística para os testes de média dos CARs. Desse modo, não se rejeita a hipótese nula, dos testes estatísticos utilizados, de que a média é zero dos CARs. Em outras palavras, para as empresas não familiares da amostra com concentração acionária superior a 50%, os retornos anormais, na média, em aquisições, são estatisticamente iguais a zero.

Por outro lado, no teste de sinais de *Wilcoxon*, há evidências de se rejeitar a hipótese nula de que a mediana é igual a zero em (p<0.10 e p<0.05), ou seja, verifica-se que os sinais negativos são em maior quantidade que os sinais positivos, podendo-se inferir que para os CARs: CAR_3_Ibovespa, CAR_21_Ibovespa e CAR_21_IBRX50, em geral, tiveram retornos negativos, em decorrência de eventos de aquisições de empresas, das empresas da amostra

Tabela 25 – Painel T. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Superior a 20% - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	***Observações***	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos : Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap* (Z)**		**Replicações**
CAR_3_IBOV	104	-0.09%	32.32%	0.04%	3.92%	0.1136		49:55	-0.39		0.99	0.11		1000
CAR_11_IBOV	104	-1.16%	43.30%	0.21%	6.88%	0.3078		50:54	-0.54		0.99	0.31		1000
CAR_21_IBOV	104	-1.18%	59.56%	-0.74%	10.30%	-0.731		48:56	-1.67	*	1.08	-0.68		1000
CAR_1_IBOV	104	0.15%	13.10%	0.08%	2.04%	0.4227		54:50	0.27		1.03	0.41		1000
CAR_3_IBRX50	104	-0.18%	32.61%	0.06%	3.91%	0.1489		48:56	-0.44		1.07	0.14		1000
CAR_11_IBRX50	104	-0.89%	44.17%	0.03%	6.76%	0.0482		48:56	-0.73		1.05	0.05		1000
CAR_21_IBRX50	104	-2.18%	60.42%	-1.01%	10.27%	-1.0062		48:56	-2.03	**	1.08	-0.93		1000
CAR_1_IBRX50	104	0.10%	11.82%	0.14%	1.93%	0.7669		55:49	0.24		0.99	0.77		1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; *p<0,10, **p<0.05, ***p<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

É possível evidenciar que, para as empresas não familiares da amostra, com propriedade concentrada superior a 20%, não se identificou significância estatística para os testes de média dos CARs. Desse modo, não se rejeita a hipótese nula, dos testes estatísticos utilizados, de que a média é zero dos CARs. Em outras palavras, para as empresas não familiares da amostra com concentração acionária superior a 20%, os retornos anormais, na média, em aquisições, são estatisticamente iguais a zero.

Por outro lado, no teste de sinais de *Wilcoxon*, há evidências de se rejeitar a hipótese nula de que a mediana é igual a zero em (p<0.10 e p<0.05), ou seja, verifica-se que os sinais negativos são em maior quantidade que os sinais positivos, podendo-se inferir que para os CARs: CAR_21_Ibovespa e CAR_21_IBRX50, em geral, tiveram retornos negativos em decorrência de eventos de aquisições de empresas, das empresas da amostra.

Tabela 26 – Painel U. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Superior a 10% - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	***Observações***	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos:Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap* (Z)**		**Replicações**
CAR_3_IBOV	129	-0.10%	32.32%	0.29%	4.00%	0.8143		61:68	0.09		0.97	0.84		1000
CAR_11_IBOV	129	0.01%	43.30%	0.17%	6.61%	0.291		65:64	-0.43		1.01	0.29		1000
CAR_21_IBOV	129	-1.31%	59.56%	-0.70%	9.64%	-0.8244		60:69	-1.78	*	1.12	-0.74		1000
CAR_1_IBOV	129	0.24%	13.10%	0.14%	2.05%	0.7519		68:61	0.56		0.99	0.76		1000
CAR_3_IBRX50	129	-0.17%	32.61%	0.30%	4.05%	0.8453		60:69	0.04		0.94	0.90		1000
CAR_11_IBRX50	129	-0.06%	44.17%	0.03%	6.57%	0.0504		64:65	-0.58		1.01	0.05		1000
CAR_21_IBRX50	129	-0.99%	60.42%	-0.92%	9.64%	-1.0852		60:69	-2.04	**	1.14	-0.95		1000
CAR_1_IBRX50	129	0.15%	11.82%	0.20%	1.96%	1.134		69:60	0.65		0.99	1.15		1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; **p*<0,10, ***p*<0.05, ****p*<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

É possível evidenciar que, para as empresas não familiares da amostra, com propriedade concentrada superior a 10%, não se identificou significância estatística para os testes de média dos CARs. Desse modo, não se rejeita a hipótese nula, dos testes estatísticos utilizados, de que a média é zero dos CARs. Em outras palavras, para as empresas não familiares da amostra com concentração acionária superior a 10%, os retornos anormais, na média, em aquisições, são estatisticamente iguais a zero.

Por outro lado, no teste de sinais de *Wilcoxon*, há evidências de se rejeitar a hipótese nula de que a mediana é igual a zero em (p<0.10 e p<0.05), ou seja, verifica-se que os sinais negativos são em maior quantidade que os sinais positivos, podendo-se inferir que para os CARs: CAR_21_Ibovespa e CAR_21_IBRX50, em geral, tiveram retornos negativos, em decorrência de eventos de aquisições de empresas, das empresas da amostra.

É possível evidenciar agora o segundo tipo de classificação de concentração acionária, utilizando o simples ranqueamento e agrupamento das empresas da amostra da pesquisa, em faixas de graus de concentração acionária arbitrariamente definidas nesta pesquisa. Assim, são citadas e testadas as concentrações acionárias estipuladas arbitrariamente em faixas de concentração acionária dos acionistas controladores em até 30% (denominados neste trabalho como baixa concentração acionária), de 30 a 70% (denominados neste trabalho como média concentração acionária), e acima de 70% (denominados neste trabalho como alta concentração acionária).

Tabela 27 – Painel V. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Baixa - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	***Observações***	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos:Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap* (Z)**		**Replicações**
CAR_3_IBOV	29	-0.29%	18.36%	1.41%	4.68%	1.62		14:15	1.07		0.92	1.76	*	1000
CAR_11_IBOV	29	0.69%	22.46%	-0.26%	5.82%	-0.24		17:12	-0.18		1.06	-0.23		1000
CAR_21_IBOV	29	-1.53%	31.46%	-1.16%	6.86%	-0.91		14:15	-0.49		0.99	-0.92		1000
CAR_1_IBOV	29	0.29%	9.06%	0.40%	2.08%	1.02		17:12	0.92		0.99	1.04		1000
CAR_3_IBRX50	29	-0.02%	19.25%	1.50%	4.95%	1.63		14:15	0.98		0.94	1.74	*	1000
CAR_11_IBRX50	29	1.04%	22.89%	-0.24%	6.12%	-0.20		18:11	-0.12		1.05	-0.20		1000
CAR_21_IBRX50	29	-0.90%	32.83%	-1.23%	7.02%	-0.94		14:15	-0.57		1.03	-0.91		1000
CAR_1_IBRX50	29	0.45%	9.19%	0.50%	2.19%	1.24		17:12	1.18		0.98	1.27		1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; **p*<0,10, ***p*<0.05, ****p*<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

É possível evidenciar que, para as empresas não familiares da amostra, com baixa propriedade concentrada (concentração acionária dos acionistas controladores em até 30%), identificou-se significância estatística (p<0.10) para ambos os CAR_3_Ibovespa e CAR_3_IBRX50, em que ambos obtiveram geração de valor em 1.41% e 1.50% respectivamente

Tabela 28 – Painel W. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Média - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	***Observações***	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos : Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap* (Z)**		**Replicações**
CAR_3_IBOV	92	-0.05%	32.3%	0.08%	3.8%	0.21		45:47	-0.03		1.01	0.21		1000
CAR_11_IBOV	92	-1.00%	43.3%	0.51%	7.0%	0.69		45:47	-0.09		0.98	0.71		1000
CAR_21_IBOV	92	-1.40%	59.5%	-0.53%	10.6%	-0.47		42:50	-1.44		1.06	-0.45		1000
CAR_1_IBOV	92	0.25%	13.1%	0.14%	2.0%	0.66		49:43	0.51		1.00	0.66		1000
CAR_3_IBRX50	92	-0.16%	32.6%	0.07%	3.7%	0.16		44:48	-0.13		1.03	0.16		1000
CAR_11_IBRX50	92	-0.55%	44.1%	0.32%	6.8%	0.44		43:49	-0.29		0.99	0.45		1000
CAR_21_IBRX50	92	-2.45%	60.4%	-0.81%	10.6%	-0.73		42:50	-1.78	*	1.09	-0.68		1000
CAR_1_IBRX50	92	0.13%	11.8%	0.19%	1.8%	0.98		49:43	0.40		0.96	1.03		1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; **p*<0,10, ***p*<0.05, ****p*<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

É possível evidenciar que, para as empresas não familiares da amostra, com média propriedade concentrada (empresas cujos acionistas controladores detêm de 30% a 70% do *stake* acionário), não se identificou significância estatística para os testes de média dos CARs. Desse modo, não se rejeita a hipótese nula, dos testes estatísticos utilizados, de que a média é zero dos CARs. Em outras palavras, para as empresas não familiares da amostra com média propriedade concentrada, os retornos anormais, na média, em aquisições, são estatisticamente iguais a zero.

Por outro lado, no teste de sinais de *Wilcoxon*, há evidências de se rejeitar a hipótese nula de que a mediana é igual a zero em (p<0.10), ou seja, verifica-se que os sinais negativos são em maior quantidade que os sinais positivos, podendo-se inferir que para o CAR_21_IBRX50, em maior parte da amostra, obteve retornos negativos, em decorrência de eventos de aquisições de empresas analisados.

Tabela 29 – Painel X. CAR (*Cumulative Abnormal Returns*). Todas Empresas da Amostra com Propriedade Concentrada Alta - *Proxy* do modelo de Mercado: Ibovespa e IBRX50

Cumulative Abnormal Returns	***Observações***	**Mediana**	**Amplitude**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Teste t**		**Positivos : Negativos**	***Wilcoxon signed rank test***		**Erro Padrão *Bootstrap***	***Bootstrap* (Z)**		**Replicações**
CAR_3_IBOV	8	-0.90%	7.87%	-1.47%	2.75%	-1.5127		2:6	-1.40		1.36	-1.11		1000
CAR_11_IBOV	8	-2.88%	11.15%	-2.19%	3.86%	-1.6044		3:5	-1.40		1.54	-1.04		1000
CAR_21_IBOV	8	0.03%	18.67%	-0.95%	5.92%	-0.4529		4:4	0.00		1.16	-0.39		1000
CAR_1_IBOV	8	-0.96%	5.85%	-0.87%	2.13%	-1.1486		2:5	-2.26	**	1.47	-0.78		1000
CAR_3_IBRX50	8	-0.93%	7.50%	-1.36%	2.59%	-1.4811		2:6	-1.26		1.17	-1.26		1000
CAR_11_IBRX50	8	-3.03%	10.49%	-2.38%	3.76%	-1.7932	*	3:5	-1.54		1.74	-1.03		1000
CAR_21_IBRX50	8	0.02%	18.27%	-1.03%	5.98%	-0.486		4:4	-0.28		1.19	-0.41		1000
CAR_1_IBRX50	8	-0.89%	5.82%	-0.87%	2.12%	-1.1569		3:5	-1.12		1.28	-0.90		1000

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; *p<0,10, **p<0.05, ***p<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

É possível evidenciar que para as empresas familiares da amostra, com alta propriedade concentrada (empresas cujos acionistas controladores detêm acima de 70% do *stake* acionário), identificou-se significância estatística (p<0.10) para o CAR_11_IBRX50, em que obteve destruição de valor em -2.38%.

No teste de sinais de *Wilcoxon*, coadunam-se as evidências de destruição de valor por empresas não familiares, que têm alta concentração acionária por parte de seus acionistas controladores, pois, rejeita-se a hipótese nula de que a mediana é igual a zero em (p<0.05), ou seja, verifica-se que os sinais negativos são em maior quantidade que os sinais positivos, podendo-se inferir que para o CAR_1_Ibovespa (data do anúncio), em geral, tiveram retornos negativos, em decorrência de eventos de aquisições de empresas, das empresas da amostra.

5.1.4 Estatística Descritiva – Análise Univariada das demais variáveis da pesquisa

Nesta seção serão analisadas univariadamente as demais variáveis desta pesquisa.

Relata-se que foi inserido apenas um dos CAR nesta análise univariada global dos dados, para apenas manter um parâmetro de desempenho como possível referência, embora, seja importante esclarecer que, neste trabalho, já foram realizadas previamente as análises dos CARs, univariadamente, de forma ampla e exaustiva.

Com base na tabela a seguir, reporta-se a estatística descritiva e a análise univariada das variáveis explicativas e de controle, quando apresentadas globalmente com os dados de todas as empresas da amostra da pesquisa.

Tabela 30 – Painel I. Todas as Empresas da Amostra

	Observações	**Média**	**Desvio Padrão**	**Mínimo**	**Máximo**
CAR_1_IBOV	355	0.27	2.82	-9.11	26.32
Empresas Familiares	355	0.64	0.48	0	1
Stake Controladores	355	47.45	23.86	6.11	100
Propriedade Concentrada>50%	355	0.50	0.50	0	1
Propriedade Concentrada>20%	355	0.83	0.37	0	1
Propriedade Concentrada>10%	355	0.99	0.09	0	1
Propriedade Concentrada_Alta	355	0.25	0.43	0	1
Propriedade Concentrada_Média	355	0.61	0.49	0	1
Propriedade Concentrada_Baixa	355	0.15	0.35	0	1
Poder_Controladores_Conselho	290	0.58	0.29	0	1
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*	221	3.92	8.50	0.09	97.97
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total	327	0.53	0.24	0.03	0.98
Q de Tobin	355	1.21	0.79	0.20	6.81
Indústria Manufatureira	355	0.39	0.49	0	1
Idade	355	43.02	39.80	1	204
Tamanho_LN(Ativo Total)	355	16.12	2.01	12.21	20.85
Investidores Institucionais	355	0.86	0.35	0	1
Alavancagem Financeira	355	0.32	0.13	0.00	0.79
Folga Financeira	355	0.32	0.91	0.00	11.55
LN(CAPEX)	355	12.23	6.02	-15.63	18.20
Novo Mercado e Nível 2	355	0.68	0.47	0	1
Adquirente Serial	355	0.72	0.45	0	1
Aquisição Internacional	355	0.17	0.38	0	1

CAR: *cumulative abnormal return*, onde o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se que no Painel I é reportada a estatística descritiva básica das variáveis da pesquisa, que são relacionadas a todas as classificações de empresas do presente trabalho (empresas familiares e empresas não familiares). Verifica-se que um percentual relevante dos eventos de aquisições da amostra, no período analisado, foi realizado por empresas familiares (64% do total dos eventos da amostra).

Evidencia-se também que o grau de concentração acionária, pelos acionistas controladores das empresas da amostra, é elevado, bem como o grau de poder de influência dos controladores no conselho de administração. Este medido pela razão entre representantes dos controladores no conselho e o número de cadeiras existentes no *board*. Relata-se que a pesquisa evidencia que na média para todas as empresas, aproximadamente 60% dos assentos no *board* são representados pelos acionistas controladores.

Outrossim, salienta-se que 68% do total das empresas têm adotado os melhores níveis de governança corporativa, a saber: padrões Novo Mercado e Nível 2 da Bovespa. Esse dado traz diferença significativa quando comparado às empresas no Brasil, há alguns anos anteriores, pois é recente a onda de IPOs (*Initial Public Offering*), que alavancou empresas listadas na Bovespa que adotam atualmente o padrão de governança Novo Mercado.

Outro fator para a mudança no cenário da adoção de melhores práticas de governança corporativa, pelas empresas, no Brasil, é o fator exigência do mercado, em que se tem exigido cada vez mais que a empresa adote melhores padrões de governança, a fim de obter melhor qualificação para tomada de empréstimos, financiamentos e valoração das ações pelo mercado.

Evidencia-se ainda que 72% dos eventos de aquisições de empresas da amostra foram realizados por empresas consideradas, neste trabalho, como adquirentes seriais, e que a idade média de todas as empresas da amostra é de 43 anos.

Com base na tabela a seguir, reportam-se a estatística descritiva e a análise univariada das variáveis explicativas e de controle consideradas, neste painel, somente as empresas familiares da amostra da pesquisa.

Tabela 31 – Painel II. Empresas Familiares da Amostra

Cumulative Abnormal Returns	***Observações***	**Média**	**Desvio Padrão**	**Mínimo**	**Máximo**
CAR_1_IBOV	226	0.34	3.17	-9.11	26.32
1ª e 2ª Geração Familiar	226	0.79	0.41	0	1
Família na Administração	226	0.48	0.50	0	1
Stake Família	226	50.35	25.14	6.11	100
Propriedade Concentrada>50%	226	0.55	0.50	0	1
Propriedade Concentrada>20%	226	0.85	0.36	0	1
Propriedade Concentrada>10%	226	0.99	0.11	0	1
Propriedade Concentrada_Alta	226	0.26	0.44	0	1
Propriedade Concentrada_Média	226	0.55	0.50	0	1
Propriedade Concentrada_Baixa	226	0.19	0.40	0	1
Poder_Controladores_Conselho	222	0.52	0.29	0	1
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*	163	4.26	9.81	0.09	97.97
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total	204	0.51	0.24	0.03	0.98
Q de Tobin	226	1.20	0.82	0.20	6.81
Indústria Manufatureira	226	0.39	0.49	0	1
Idade	226	41.48	30.26	1	173
Tamanho_LN(Ativo Total)	226	15.75	1.81	12.21	20.68
Investidores Institucionais	226	0.79	0.41	0	1
Alavancagem Financeira	226	0.34	0.14	0.00	0.79
Folga Financeira	226	0.40	1.12	0.00	11.55
LN(CAPEX)	226	11.55	6.43	-15.63	18.19
Novo Mercado e Nível 2	226	0.70	0.46	0	1
Adquirente Serial	226	0.66	0.47	0	1
Aquisição Internacional	226	0.20	0.40	0	1

CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se que no Painel II, é reportada a estatística descritiva básica das variáveis da pesquisa, que são relacionadas às empresas familiares do presente trabalho. Verifica-se, dessa forma, que um percentual relevante (79%) dos eventos da amostra estratificada, analisada neste painel, foi executado por empresas familiares de primeira e segunda gerações.

Reporta-se também que em empresas familiares, na média, quase 50% delas têm algum familiar na administração no ano da aquisição, e que a concentração de propriedade tende a ser um pouco mais elevada em relação às empresas não familiares.

Com base na tabela a seguir, reportam-se a estatística descritiva e a análise univariada das variáveis explicativas e de controle consideradas, neste painel, somente as empresas não familiares da amostra da pesquisa.

Tabela 32 – Painel III. Empresas Não Familiares da Amostra

Cumulative Abnormal Returns	***Observações***	**Média**	**Desvio Padrão**	**Mínimo**	**Máximo**
CAR_1_IBOV	129	0.14	2.05	-7.23	5.87
Stake Controladores (Não Família)	129	42.37	20.57	10.36	100
Propriedade Concentrada>50%	129	0.41	0.49	0	1
Propriedade Concentrada>20%	129	0.81	0.40	0	1
Propriedade Concentrada>10%	129	1.00	0.00	1	1
Propriedade Concentrada_Alta	129	0.22	0.42	0	1
Propriedade Concentrada_Média	129	0.71	0.45	0	1
Propriedade Concentrada_Baixa	129	0.06	0.24	0	1
Poder_Controladores_Conselho	68	0.76	0.24	0	1
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*	58	2.97	2.02	0.88	11.36
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total	123	0.56	0.23	0.21	0.95
Q de Tobin	129	1.21	0.73	0.25	5.93
Indústria Manufatureira	129	0.39	0.49	0	1
Idade	129	45.71	52.52	1	204
Tamanho_LN(Ativo Total)	129	16.76	2.17	12.50	20.85
Investidores Institucionais	129	0.98	0.15	0	1
Alavancagem Financeira	129	0.30	0.11	0.03	0.56
Folga Financeira	129	0.17	0.19	0.01	1.65
LN(CAPEX)	129	13.40	5.05	-11.75	18.20
Novo Mercado e Nível 2	129	0.66	0.48	0	1
Adquirente Serial	129	0.83	0.38	0	1
Aquisição Internacional	129	0.12	0.33	0	1

CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes).
Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se que no Painel III, é reportada a estatística descritiva básica das variáveis da pesquisa, que são relacionadas às empresas não familiares do presente trabalho. Verifica-se, dessa forma que, na média, a concentração acionária das empresa não familiares também é elevada, mas, em geral, menor, em comparação à das empresas familiares.

Relata-se ainda que empresas não familiares, na média, tiveram maiores ocorrências de adquirentes seriais, realizando eventos de aquisições de empresas, que em comparação às empresas familiares.

Por fim, evidencia-se que empresas não familiares executaram, na média, menos aquisições internacionais que empresas familiares.

5.2 Análise Comparativa (bivariada) das Variáveis da Pesquisa – Correlação *Pairwise*

A seguir, evidenciam-se as análises realizadas das matrizes de correlações *pairwise*, das variáveis da pesquisa. Relata-se que foram estratificadas em três subamostras, para análise mais aprofundada dos dados. A primeira com a correlação *pairwise* de todas as empresas da amostra. A segunda com a correlação *pairwise* de apenas empresas familiares. A terceira com a correlação *pairwise* de apenas empresas não familiares da amostra.

Tabela 33 – Matriz de Correlação *Pairwise* – Todas as Empresas da Pesquisa

Variáveis	**CAR_1_Ibovespa**		**CAR_3_Ibovespa**		**CAR_11_Ibovespa**		**CAR_21_Ibovespa**		**Empresas Familiares**		**1ª e 2ª Geração Familiar**		**Família na Administração**	
CAR_1_Ibovespa	1.00													
CAR_3_Ibovespa	0.67	***	1.00											
CAR_11_Ibovespa	0.43	***	0.62	***	1.00									
CAR_21_Ibovespa	0.33	***	0.46	***	0.76	***	1.00							
Empresas Familiares	0.04		0.01		-0.01		0.02		1.00					
1ª e 2ª Geração Familiar	0.07		0.03		0.10		0.13	*	.		1.00			
Família na Administração	0.07		0.19	***	0.06		0.01		.		-0.19	***	1.00	
Stake Controladores	-0.05		-0.05		-0.01		0.00		0.16	***	0.31	***	-0.14	**
Propriedade Concentrada>50%	-0.06		-0.08		-0.04		-0.01		0.13	**	0.17	**	-0.25	**
Propriedade Concentrada>20%	0.02		-0.02		-0.01		0.02		0.06		0.35	***	-0.22	***
Propriedade Concentrada>10%	-0.29	***	-0.19	***	-0.13	**	-0.12	**	-0.07		0.10		0.03	
Propriedade Concentrada_Baixa	0.01		0.04		0.02		-0.01		0.04		-0.25	*	0.05	
Propriedade Concentrada_Média	0.03		-0.01		-0.03		0.01		-0.16	***	-0.04		-0.08	
Propriedade Concentrada_Alta	-0.05		-0.03		0.02		0.00		0.18	***	0.32	***	0.04	
Poder_Controladores_Conselho	0.01		0.08		0.11	*	0.07		-0.34	***	0.08		-0.07	
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*	-0.04		0.03		0.08		0.04		0.07		0.12		-0.20	**
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total	-0.03		0.11	**	0.02		0.03		-0.11	*	0.07		-0.05	
Q de Tobin	-0.02		-0.02		0.00		-0.02		-0.01		-0.34	***	0.02	

Continuação da Tabela 33 – Matriz de Correlação *Pairwise* – Todas as Empresas da Pesquisa

Indústria Manufatureira	0.03		-0.03		-0.06		-0.01		0.00		0.32	***	-0.18	***
Idade	0.07		-0.02		0.00		-0.01		-0.05		0.64	**	0.01	
Tamanho_LN(Ativo Total)	-0.02		0.02		0.03		0.03		-0.24	***	0.43	***	-0.01	
Investidores Institucionais	-0.06		-0.10	**	-0.03		-0.02		-0.26	***	-0.03		-0.04	
Alavancagem Financeira	-0.13	**	-0.08		-0.06		-0.06		0.16	***	0.02		-0.05	
Folga Financeira	-0.04		-0.06		0.00		0.01		0.12	**	0.09		-0.06	
LN(CAPEX)	-0.04		-0.05		-0.06		-0.01		-0.15	***	0.00		-0.02	
Novo Mercado e Nível 2	0.04		0.06		-0.09	*	-0.04		0.04		-0.42	***	0.11	
Adquirente Serial	-0.07		-0.01		-0.05		-0.04		-0.18	***	0.11		0.05	
Aquisição Internacional	-0.10	*	-0.08		0.01		0.04		0.10	*	0.18	***	0.01	

CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; *p<0,10, **p<0.05, ***p<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); os asteriscos em preto são significâncias do simples teste de correlação de *Pearson*; robustamente os astericos em laranja, são níveis de significâncias robustas ajustadas por *Bonferroni* confirmadas pelo teste de correlação *pairwise;* os asteriscos em vermelho, são níveis de significância robusta ajustados por *Bonferroni* não confirmados pelo teste de correlação *pairwise*, evidencia-se que nos astericos em vermelho, houveram reduções no nível de significância estatística; reporta-se ainda que os asteriscos em preto não são significantes na correlação *pairwise* com níveis de significância ajustados por *Bonferroni*.

Fonte: Elaborado pelo autor

Reporta-se que, inicialmente, foi executado teste de correlação simples de *Pearson*, mas devido a diferenças significativas de *output* estatísticos, foi evidenciado também a correlação *pairwise* com nível de significância ajustado por *Bonferroni*, conforme se aborda na legenda da respectiva tabela.

Com a matriz de correlação das variáveis da amostra a todas as empresas, é possível a observação de que os CARs têm relação negativa e significante com a variável propriedade concentrada superior a 10%. Outrossim, evidencia-se que o CAR_3_Ibovespa tem relação positiva e significante com a variável família na administração da empresa.

Tabela 34 –Matriz de Correlação *Pairwise* – Subamostra: Variáveis da amostra | Empresas Familiares

Variáveis	**CAR_1_Ibovespa**		**CAR_3_Ibovespa**		**CAR_11_Ibovespa**		**CAR_21_Ibovespa**		**1ª e 2ª Geração Familiar**		**Família na Administração**	
CAR_1_Ibovespa	1.00											
CAR_3_Ibovespa	0.69	***	1.00									
CAR_11_Ibovespa	0.43	***	0.60	***	1.00							
CAR_21_Ibovespa	0.38	***	0.47	***	0.74	***	1.00					
1ª e 2ª Geração Familiar	0.07		0.03		0.10		0.13	*	1.00			
Família na Administração	0.07		0.19	***	0.06		0.01		-0.19	***	1.00	
Stake Controladores	-0.05		0.00		0.01		0.02		0.31	***	-0.14	**
Propriedade Concentrada>50%	-0.10		-0.07		-0.03		0.03		0.17	**	-0.25	***
Propriedade Concentrada>20%	0.05		0.04		-0.03		0.04		0.35	***	-0.22	***
Propriedade Concentrada>10%	-0.32	***	-0.23	***	-0.16	**	-0.15	**	0.10		0.03	
Propriedade Concentrada_Baixa	-0.02		-0.02		0.05		-0.01		-0.25	*	0.05	
Propriedade Concentrada_Média	0.05		0.02		-0.09		0.01		-0.04		-0.08	
Propriedade Concentrada_Alta	-0.05		0.00		0.06		0.00		0.32	***	0.04	
Poder_Controladores_Conselho	-0.01		0.10		0.13	*	0.11	*	0.08		-0.07	
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*	-0.06		0.03		0.10		0.04		0.12		-0.20	**
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total	-0.05		0.08		0.01		0.03		0.07		-0.05	

Continuação da Tabela 34 –Matriz de Correlação *Pairwise* – Subamostra: Variáveis da amostra | Empresas Familiares

Q de Tobin	-0.05		-0.03		-0.02		-0.02		-0.34	***	0.02	
Indústria Manufatureira	0.09		0.01		-0.02		0.06		0.32	***	-0.18	***
Idade	0.15	**	0.05		0.10		0.08		0.64	**	0.01	
Tamanho_LN(Ativo Total)	0.00		0.05		0.00		0.07		0.43	***	-0.01	
Investidores Institucionais	-0.09		-0.14	**	-0.05		-0.02		-0.03		-0.04	
Alavancagem Financeira	-0.14	**	-0.07		-0.04		-0.04		0.02		-0.05	
Folga Financeira	-0.05		-0.07		0.02		0.02		0.09		-0.06	
LN(CAPEX)	0.02		-0.01		-0.08		-0.01		0.00		-0.02	
Novo Mercado e Nível 2	0.04		0.04		-0.09		-0.07		-0.42	***	0.11	
Adquirente Serial	-0.10		-0.04		-0.11		-0.03		0.11		0.05	
Aquisição Internacional	-0.09	*	-0.08		0.02		0.03		0.18	***	0.01	

CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado; *p<0,10, **p<0.05, ***p<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); os asteriscos em preto são significâncias do simples teste de correlação de *Pearson*; robustamente os astericos em laranja, são níveis de significâncias robustas ajustadas por *Bonferroni* confirmadas pelo teste de correlação *pairwise;* os asteriscos em vermelho, são níveis de significância robusta ajustados por *Bonferroni* não confirmados pelo teste de correlação *pairwise*, evidencia-se que nos astericos em vermelho, houveram reduções no nível de significância estatística; reporta-se ainda que os asteriscos em preto não são significantes na correlação *pairwise* com níveis de significância ajustados por *Bonferroni.*

Fonte: Elaborado pelo autor.

Reporta-se que, nessa tabela, também inicialmente, foi executado teste de correlação simples de *Pearson*, mas devido a diferenças significativas de *output* estatísticos, foi evidenciada também a correlação *pairwise* com nível de significância ajustado por *Bonferroni*, conforme aborda-se na legenda da respectiva tabela.

Com a matriz de correlação das variáveis da subamostra das empresas familiares, é possível observar que os CARs têm relação negativa e significante com a variável propriedade concentrada superior a 10%. Outrossim, evidencia-se que o CAR_3_Ibovespa tem relação positiva e significante com a variável família na administração da empresa.

Reporta-se ainda que foi encontrada relação positiva e significante entre o CAR_21_Ibovespa e a variável 1ª e 2ª geração familiar.

Tabela 35 – Matriz de Correlação *Pairwise* – Subamostra: Variáveis da amostra | Empresas não Familiares.

Variáveis	CAR_1_Ibovespa		CAR_3_Ibovespa		CAR_11_Ibovespa		CAR_21_Ibovespa
CAR_1_Ibovespa	1.00						
CAR_3_Ibovespa	0.67	***	1.00				
CAR_11_Ibovespa	0.45	***	0.66	***	1.00		
CAR_21_Ibovespa	0.22	**	0.45	***	0.79	***	1.00
Stake Controladores	-0.07		-0.17	*	-0.05		-0.04
Propriedade Concentrada>50%	0.01		-0.12		-0.06		-0.08
Propriedade Concentrada>20%	-0.05		-0.12		0.01		-0.01
Propriedade Concentrada>10%							
Propriedade Concentrada_Baixa	0.07		0.15	*	-0.04		-0.03
Propriedade Concentrada_Média	0.00		-0.08		0.08		0.03
Propriedade Concentrada_Alta	-0.13		-0.11		-0.09		-0.01
Poder_Controladores_Conselho	0.18		0.04		0.06		0.08
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*	0.16		0.03		-0.05		0.04
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total	0.05		0.19	**	0.04		0.04
Q de Tobin	0.06		0.00		0.04		-0.02
Indústria Manufatureira	-0.12		-0.12		-0.12		-0.12
Idade	-0.02		-0.10		-0.10		-0.08
Tamanho_LN(Ativo Total)	-0.03		-0.04		0.07		-0.01
Investidores Institucionais	0.18	**	0.06		0.03		0.00
Alavancagem Financeira	-0.12		-0.12		-0.11		-0.14
Folga Financeira	-0.04		-0.11		-0.17	*	-0.14
LN(CAPEX)	-0.23	**	-0.14		-0.01		0.00
Novo Mercado e Nível 2	0.01		0.10		-0.10		0.01
Adquirente Serial	0.05		0.07		0.06		-0.03
Aquisição Internacional	-0.16	*	-0.04		0.00		0.04

CAR: cumulative abnormal return, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao benchmark de retorno de mercado utilizado; *p<0,10, **p<0.05, ***p<0.01; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de missing values (dados faltantes); os asteriscos em preto são significâncias do simples teste de correlação de Pearson; robustamente os astericos em laranja, são níveis de significâncias robustas ajustadas por Bonferroni confirmadas pelo teste de correlação pairwise; os asteriscos em vermelho, são níveis de significância robusta ajustados por Bonferroni não confirmados pelo teste de correlação pairwise, evidencia-se que nos astericos em vermelho, houveram reduções no nível de significância estatística; reporta-se ainda que os asteriscos em preto não são significantes na correlação pairwise com níveis de significância ajustados por Bonferroni.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Reporta-se também que nessa tabela inicialmente foi executado teste de correlação simples de *Pearson*, mas devido a diferenças significativas de *output* estatísticos, foi evidenciada também a correlação *pairwise* com nível de significância ajustado por *Bonferroni*, conforme legenda da referida tabela.

Com a matriz de correlação das variáveis da subamostra das empresas não familiares, é possível observar que não há nenhuma correlação significante pelo teste mais robusto de nível de significância de *Bonferroni*.

5.3 Análise dos Resultados das Regressões Multivariadas

Nesta seção serão analisadas multivariadamente as variáveis da pesquisa, com adoção de modelos de regressão por mínimos quadrados ordinários (MQO), utilizando medidas como matrizes robustas para estimação dos parâmetros, por *Hubber-White Sandwich*, para mitigar o problema encontrado de heterocedasticidade dos resíduos da amostra, evidenciados pelo teste de *Breusch-Pagan*.

Outrossim, informa-se que também foram encontrados problemas na amostra da pesquisa quando executados os testes de normalidade de *Shapiro-Wilk, Kolmogorov-Smirnov e Jarque-Bera.* Dessa forma, para mitigar os problemas de anormalidade da amostra, foi procedida também a evidenciação dos resultados das regressões realizadas sob o procedimento estatístico não paramétrico de *resampling* chamado *Bootstrap*. Esta ferramenta estatística não demanda de premissa de normalidade, funciona como uma simulação de Monte Carlo, que replica “n vezes” a amostra, condicionando-se à função distribuição de probabilidade característica da amostra analisada. Assim, informa-se que os resultados apresentados pela ferramenta estatística *Bootstrap* tendem a ser mais robustos.

Evidencia-se que, em todos os modelos de regressões, as variáveis dependentes serão os CARs (*cumulative abnormal return*) previamente definidos e reportados no presente trabalho. Informa-se ainda que o intuito da análise multivariada, utilizando regressões estatísticas, é de testar as hipóteses deste trabalho que ainda não obtiveram respostas com as análises univariadas e bivariadas. Outrossim, para corroborar com as análises dos testes das hipóteses de pesquisa já testadas e analisadas anteriormente.

É importante ressaltar que foi testado também se há colinearidade entre as variáveis da pesquisa. Assim, utilizou-se o método *Variance Inflation Factor (VIF)* para cada variável utilizada nos modelos. Os valores de VIF foram de 1.16 a 2.87, com VIF médio de 1.77. De

acordo com Gujarati (2006), são considerados livres de multicolinearidades, VIFs abaixo de 5. Portanto, o fator multicolinearidade não representa um fator de risco que possa causar problemas aos achados desta pesquisa. Corroboram-se aos resultados deste teste os achados das análises anteriores - bivariadas, em específico, os testes de correlação *pairwise* das variáveis de pesquisa, em que também praticamente não foi encontrada forte relação e altos níveis de significâncias estatísticas entre as variáveis da presente pesquisa.

Por fim, processam-se os modelos das regressões para testar as hipóteses da pesquisa. Evidencia-se a seguir os modelos utilizados para as análises de regressões multivariadas. Vale citar ainda que todos os modelos, a seguir apresentados, foram duplamente regredidos visando à robustez da pesquisa por duas técnicas estatísticas distintas de regressão, a saber: regressões por MQO (mínimos quadrados ordinários com erros-padrão robustos - estimação dos parâmetros por *Hubber-White Sandwich*) e regressões utilizando a técnica estatística de *resampling Bootstrap,* que enrobustece também a estimação dos parâmetros das regressões, conforme já abordado anteriormente.

Referente à construção dos modelos de regressão, a seguir evidenciados, salienta-se que foram baseados na literatura apresentada na fundamentação teórica própria. Reporta-se ainda que a variável propriedade concentrada, que tem três classificações quanto ao grau de propriedade, e também tem um teste de robustez com outras três classificações, foi definido um modelo para cada classificação de grau de propriedade para a mitigação de problema de multicolinearidade.

Outrossim, aborda-se que, para responder às hipóteses de pesquisa, foram estabelecidos modelos específicos para empresas familiares, inserindo variáveis como primeira e segunda gerações familiares e família na administração.

Evidencia-se também o modelo 13, que insere a variável *stake* dos controladores (empresa familiar e não familiar), para a verificação da relação da variável nível de propriedade acionária como um todo, ou seja, não estratificada por grau de concentração acionária. Por motivos de mitigação de multicolinearidade, também foi definido um modelo de regressão para a variável mencionada. Apenas se informa que o modelo 13 não é reportado para as regressões das variáveis de robustez de concentração de propriedade acionária, pois os resultados encontrados são idênticos aos da regressão com as variáveis originais, de classificação de concentração de propriedade acionária.

Por fim, salienta-se ainda que foram estabelecidos modelos distintos para determinadas variáveis de controles que evidenciaram importância tanto na literatura, abordada propriamente na fundamentação teórica, quanto na análise estatística, trazendo melhor especificação e maior poder de explicação aos modelos de regressão, a saber: i) Poder dos controladores no conselho; ii) Índice de *stake* dos controladores / *stake* dos demais *Blockholders*; e iii) Índice de remuneração variável e por ações / remuneração total.

Informa-se ainda que essas variáveis de controles supracitadas foram inseridas em modelos distintos, para melhor visualização de seus resultados e, sobretudo, para mitigar possíveis problemas de análises das regressões, devido aos *missings values*, pois com este procedimento de definição, de distintos modelos de regressão com a inclusão de variáveis, permite-se observar, em especial, os resultados obtidos sobre diferentes modelos e visualização da melhoria do poder explicativo da regressão, medido pelo coeficiente de determinação do modelo (R^2).

Dessa forma, resultaram-se em 13 modelos utilizados nesta pesquisa, nas regressões multivariadas. É relevante a observação de que para esses 13 modelos citados, também foram regredidos testando-se as variáveis específicas para as empresas familiares, e não obstante ainda, do teste de robustez de retorno de mercado – IBRX50, do teste de robustez da classificação do grau de propriedade concentrada dos acionistas controladores, e dos testes estatísticos MQO com erros-padrão robusto e *Bootstrap*. Em resumo, para os 13 modelos foram ainda realizados os seguintes testes:

Benchmark do retorno de Mercado, utilizado para todos os 13 modelos evidenciados a seguir: Ibovespa e IBRX50;

Métodos e técnicas estatíscas, utilizadas para todos os 13 modelos evidenciados a seguir: MQO com erros-padrão robusto *e Bootstrap;*

Teste de classificação de grau de concentração acionária do acionista controlador: teste original conforme legislação societária vigente e teste de robustez;

Geral e específico, em que o geral é para todas as empresas, e o denominado específico, são variáveis utilizadas somente para empresas familiares, conforme explicado anteriormente.

Assim, evidenciam-se os 13 modelos utilizados:

5.3.1 Modelos Gerais – Regressão com todas as empresas (com teste de robustez para grau de concentração acionária, *benchmark* de retorno de mercado e técnicas de análises estatísticas mencionadas anteriormente).

Modelo 1 – Conta com as variáveis explicativas Empresas Familiares, Propriedade Concentrada Superior a 50% (ou seu teste de robustez correspondente) e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 1 – Modelo Geral: (3)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ *(Empresas Familiares)i* $+ \beta_2$ *(Propriedade Familiar>50% ou seu teste de robustez correspondente)i* $+ \beta_3$ *(Q de Tobin)i* $+ \beta_4$ *(Indústria)i* $+ \beta_5$ *(Idade)i* $+ \beta_6$ *(Tamanho)i* $+ \beta_7$ *(Investidores Institucionais)i* $+ \beta_8$ (Alavancagem Financeira)*i* $+ \beta_9$ *(Folga Financeira)i* $+ \beta_{10}$ *(LN(CAPEX))i* $+ \beta_{11}$ (Novo Mercado e Nível 2)*i* $+ \beta_{12}$ (Adquirente Serial)*i* $+ \beta_{13}$ (Aquisição Internacional)*i* $+ \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 2 – Conta com as variáveis explicativas Empresas Familiares, Propriedade Concentrada Superior a 50% (ou seu teste de robustez correspondente), Poder dos Controladores no Conselho e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 2 – Modelo Geral: (4)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ *(Empresas Familiares)*$i + \beta_2$ *(Propriedade Familiar>50% ou seu teste de robustez correspondente)*$i + \beta_3$ *(Poder dos Controladores no Conselho)*$i + \beta_4$ *(Q de Tobin)*$i + \beta_5$ *(Indústria)*$i + \beta_6$ *(Idade)*$i + \beta_7$ *(Tamanho)*$i + \beta_8$ *(Investidores Institucionais)*$i + \beta_9$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_{10}$ *(Folga Financeira)*$i + \beta_{11}$ *(LN(CAPEX))*$i + \beta_{12}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{13}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{14}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 3 – Conta com as variáveis explicativas Empresas Familiares, Propriedade Concentrada Superior a 50% (ou seu teste de robustez correspondente), Poder dos Controladores no Conselho, Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders* e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 3 – Modelo Geral: (5)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ *(Empresas Familiares)*$i + \beta_2$ *(Propriedade Familiar>50% ou seu teste de robustez correspondente)*$i + \beta_3$ *(Poder dos Controladores no Conselho)*$i + \beta_4$ (Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders*)$i + \beta_5$ *(Q de Tobin)*$i + \beta_6$ *(Indústria)*$i + \beta_7$ *(Idade)*$i + \beta_8$ *(Tamanho)*$i + \beta_9$ *(Investidores Institucionais)*$i + \beta_{10}$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_{11}$ *(Folga Financeira)*$i + \beta_{12}$ *(LN(CAPEX))*$i + \beta_{13}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{14}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{15}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 4 – Conta com as variáveis explicativas Empresas Familiares, Propriedade Concentrada Superior a 50% (ou seu teste de robustez correspondente), Poder dos Controladores no Conselho, Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders*, Índice de remuneração variável e por ações / remuneração Total e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 4 – Modelo Geral: (6)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ *(Empresas Familiares)i* $+ \beta_2$ *(Propriedade Familiar>50% ou seu teste de robustez correspondente)i* $+ \beta_3$ *(Poder dos Controladores no Conselho)i* $+ \beta_4$ (Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders*)*i* $+ \beta_5$ (Índice de remuneração variável e por ações / remuneração Total)*i* $+ \beta_6$ *(Q de Tobin)i* $+ \beta_7$ *(Indústria)i* $+ \beta_8$ *(Idade)i* $+ \beta_9$ *(Tamanho)i* $+ \beta_{10}$ *(Investidores Institucionais)i* $+ \beta_{11}$ (Alavancagem Financeira)*i* $+ \beta_{12}$ *(Folga Financeira)i* $+ \beta_{13}$ *(LN(CAPEX))i* $+ \beta_{14}$ (Novo Mercado e Nível 2)*i* $+ \beta_{15}$ (Adquirente Serial)*i* $+ \beta_{16}$ (Aquisição Internacional)*i* $+ \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 5 – Conta com as variáveis explicativas Empresas Familiares, Propriedade Concentrada Superior a 20% (ou seu teste de robustez correspondente) e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 5 – Modelo Geral: (7)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ *(Empresas Familiares)*$i + \beta_2$ *(Propriedade Familiar>20% ou seu teste de robustez correspondente)*$i + \beta_3$ *(Q de Tobin)*$i + \beta_4$ *(Indústria)*$i + \beta_5$ *(Idade)*$i + \beta_6$ *(Tamanho)*$i + \beta_7$ *(Investidores Institucionais)*$i + \beta_8$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_9$ *(Folga Financeira)*$i + \beta_{10}$ *(LN(CAPEX))*$i + \beta_{11}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{12}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{13}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 6 – Conta com as variáveis explicativas Empresas Familiares, Propriedade Concentrada Superior a 20% (ou seu teste de robustez correspondente), Poder dos Controladores no Conselho e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 6 – Modelo Geral: (8)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ *(Empresas Familiares)*$i + \beta_2$ *(Propriedade Familiar>20% ou seu teste de robustez correspondente)*$i + \beta_3$ *(Poder dos Controladores no Conselho)*$i + \beta_4$ *(Q de Tobin)*$i + \beta_5$ *(Indústria)*$i + \beta_6$ *(Idade)*$i + \beta_7$ *(Tamanho)*$i + \beta_8$ *(Investidores Institucionais)*$i + \beta_9$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_{10}$ *(Folga Financeira)*$i + \beta_{11}$ *(LN(CAPEX))*$i + \beta_{12}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{13}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{14}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 7 – Conta com as variáveis explicativas Empresas Familiares, Propriedade Concentrada Superior a 20% (ou seu teste de robustez correspondente), Poder dos Controladores no Conselho, Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders* e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 7 – Modelo Geral: (9)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ *(Empresas Familiares)i* $+ \beta_2$ *(Propriedade Familiar>20% ou seu teste de robustez correspondente)i* $+ \beta_3$ *(Poder dos Controladores no Conselho)i* $+ \beta_4$ (Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders*)*i* $+ \beta_5$ *(Q de Tobin)i* $+ \beta_6$ *(Indústria)i* $+ \beta_7$ *(Idade)i* $+ \beta_8$ *(Tamanho)i* $+ \beta_9$ *(Investidores Institucionais)i* $+ \beta_{10}$ (Alavancagem Financeira)*i* $+ \beta_{11}$ *(Folga Financeira)i* $+ \beta_{12}$ *(LN(CAPEX))i* $+ \beta_{13}$ (Novo Mercado e Nível 2)*i* $+ \beta_{14}$ (Adquirente Serial)*i* $+ \beta_{15}$ (Aquisição Internacional)*i* $+ \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#}i$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 8 – Conta com as variáveis explicativas Empresas Familiares, Propriedade Concentrada Superior a 20% (ou seu teste de robustez correspondente), Poder dos Controladores no Conselho, Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders*, Índice de remuneração variável e por ações / remuneração Total e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 8 – Modelo Geral: (10)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ *(Empresas Familiares)i* $+ \beta_2$ *(Propriedade Familiar>20% ou seu teste de robustez correspondente)i* $+ \beta_3$ *(Poder dos Controladores no Conselho)i* $+ \beta_4$ (Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders*)*i* $+ \beta_5$ (Índice de remuneração variável e por ações / remuneração Total)*i* $+ \beta_6$ *(Q de Tobin)i* $+ \beta_7$ *(Indústria)i* $+ \beta_8$ *(Idade)i* $+ \beta_9$ *(Tamanho)i* $+ \beta_{10}$ *(Investidores Institucionais)i* $+ \beta_{11}$ (Alavancagem Financeira)*i* $+ \beta_{12}$ *(Folga Financeira)i* $+ \beta_{13}$ *(LN(CAPEX))i* $+ \beta_{14}$ (Novo Mercado e Nível 2)*i* $+ \beta_{15}$ (Adquirente Serial)*i* $+ \beta_{16}$ (Aquisição Internacional)*i* $+ \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 9 – Conta com as variáveis explicativas Empresas Familiares, Propriedade Concentrada Superior a 10% (ou seu teste de robustez correspondente) e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 9 – Modelo Geral: (11)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ *(Empresas Familiares)*$i + \beta_2$ *(Propriedade Familiar>10% ou seu teste de robustez correspondente)*$i + \beta_3$ *(Q de Tobin)*$i + \beta_4$ *(Indústria)*$i + \beta_5$ *(Idade)*$i + \beta_6$ *(Tamanho)*$i + \beta_7$ *(Investidores Institucionais)*$i + \beta_8$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_9$ *(Folga Financeira)*$i + \beta_{10}$ *(LN(CAPEX))*$i + \beta_{11}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{12}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{13}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 10 – Conta com as variáveis explicativas Empresas Familiares, Propriedade Concentrada Superior a 10% (ou seu teste de robustez correspondente), Poder dos Controladores no Conselho e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 10 – Modelo Geral: (12)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ *(Empresas Familiares)*$i + \beta_2$ *(Propriedade Familiar>10% ou seu teste de robustez correspondente)*$i + \beta_3$ *(Poder dos Controladores no Conselho)*$i + \beta_4$ *(Q de Tobin)*$i + \beta_5$ *(Indústria)*$i + \beta_6$ *(Idade)*$i + \beta_7$ *(Tamanho)*$i + \beta_8$ *(Investidores Institucionais)*$i + \beta_9$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_{10}$ *(Folga Financeira)*$i + \beta_{11}$ *(LN(CAPEX))*$i + \beta_{12}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{13}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{14}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 11 – Conta com as variáveis explicativas Empresas Familiares, Propriedade Concentrada Superior a 10% (ou seu teste de robustez correspondente), Poder dos Controladores no Conselho, Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders* e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 11 – Modelo Geral: (13)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ *(Empresas Familiares)*$i + \beta_2$ *(Propriedade Familiar>10% ou seu teste de robustez correspondente)*$i + \beta_3$ *(Poder dos Controladores no Conselho)*$i + \beta_4$ (Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders*)$i + \beta_5$ *(Q de Tobin)*$i + \beta_6$ *(Indústria)*$i + \beta_7$ *(Idade)*$i + \beta_8$ *(Tamanho)*$i + \beta_9$ *(Investidores Institucionais)*$i + \beta_{10}$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_{11}$ *(Folga Financeira)*$i + \beta_{12}$ *(LN(CAPEX))*$i + \beta_{13}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{14}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{15}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 12 – Conta com as variáveis explicativas Empresas Familiares, Propriedade Concentrada Superior a 10% (ou seu teste de robustez correspondente), Poder dos Controladores no Conselho, Índice de *Stake* dos Controladores / demais Blockholders, Índice de remuneração variável e por ações / remuneração Total e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 12 – Modelo Geral: (14)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ *(Empresas Familiares)i* $+ \beta_2$ *(Propriedade Familiar>10% ou seu teste de robustez correspondente)i* $+ \beta_3$ *(Poder dos Controladores no Conselho)i* $+ \beta_4$ (Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders*)$i + \beta_5$ (Índice de remuneração variável e por ações / remuneração Total)$i + \beta_6$ *(Q de Tobin)i* $+ \beta_7$ *(Indústria)i* $+ \beta_8$ *(Idade)i* $+ \beta_9$ *(Tamanho)i* $+ \beta_{10}$ *(Investidores Institucionais)i* $+ \beta_{11}$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_{12}$ *(Folga Financeira)i* $+ \beta_{13}$ *(LN(CAPEX))i* $+ \beta_{14}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{15}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{16}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 13 – Conta com as variáveis explicativas Empresas Familiares, *Stake* dos Acionistas Controladores (empresa familiar ou não) e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos):

Modelo de regressão múltipla 13 – Modelo Geral: (15)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ *(Empresas Familiares)i* $+ \beta_2$ *(stake dos acionistas controladores)i* $+ \beta_3$ *(Poder dos Controladores no Conselho)i* $+ \beta_4$ (Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders)i* $+ \beta_5$ (Índice de remuneração variável e por ações / remuneração Total)*i* $+ \beta_6$ *(Q de Tobin)i* $+ \beta_7$ *(Indústria)i* $+ \beta_8$ *(Idade)i* $+ \beta_9$ *(Tamanho)i* $+ \beta_{10}$ *(Investidores Institucionais)i* $+ \beta_{11}$ (Alavancagem Financeira)*i* $+ \beta_{12}$ *(Folga Financeira)i* $+ \beta_{13}$ *(LN(CAPEX))i* $+ \beta_{14}$ (Novo Mercado e Nível 2)*i* $+ \beta_{15}$ (Adquirente Serial)*i* $+ \beta_{16}$ (Aquisição Internacional)*i* $+ \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

5.3.2 Modelos Específicos – Regressão apenas com empresas familiares para medir relação de variáveis específicas das empresas familiares (com teste de robustez para grau de concentração acionária, benchmark de retorno de mercado e técnicas de análises estatísticas mencionadas anteriormente).

Modelo 1 – Conta com as variáveis explicativas Primeira e Segunda Gerações Familiares, Família na Administração, Propriedade Concentrada Superior a 50% (ou seu teste de robustez correspondente) e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 14 – Modelo Específico: (16)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ (Primeira e Segunda Gerações Familiares)$i + \beta_2$ (Família na Administração)$i + \beta_3$ *(Propriedade Familiar>50% ou seu teste de robustez correspondente)*$i + \beta_4$ *(Q de Tobin)*$i + \beta_5$ *(Indústria)*$i + \beta_6$ *(Idade)*$i + \beta_7$ *(Tamanho)*$i + \beta_8$ *(Investidores Institucionais)*$i + \beta_9$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_{10}$ *(Folga Financeira)*$i + \beta_{11}$ *(LN(CAPEX))*$i + \beta_{12}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{13}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{14}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 2 – Conta com as variáveis explicativas Primeira e Segunda Gerações Familiares, Família na Administração, Propriedade Concentrada Superior a 50% (ou seu teste de robustez correspondente), Poder dos Controladores no Conselho e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 15 – Modelo Específico: (17)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ (Primeira e Segunda Gerações Familiares)$i + \beta_2$ (Família na Administração)$i + \beta_3$ *(Propriedade Familiar>50% ou seu teste de robustez correspondente)*$i + \beta_4$ *(Poder dos Controladores no Conselho)*$i + \beta_5$ *(Q de Tobin)*$i + \beta_6$ *(Indústria)*$i + \beta_7$ *(Idade)*$i + \beta_8$ *(Tamanho)*$i + \beta_9$ *(Investidores Institucionais)*$i + \beta_{10}$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_{11}$ *(Folga Financeira)*$i + \beta_{12}$ *(LN(CAPEX))*$i + \beta_{13}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{14}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{15}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 3 – Conta com as variáveis explicativas Primeira e Segunda Gerações Familiares, Família na Administração, Propriedade Concentrada Superior a 50% (ou seu teste de robustez correspondente), Poder dos Controladores no Conselho, Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders* e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 16 – Modelo Específico: (18)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ (Primeira e Segunda Gerações Familiares)$i + \beta_2$ (Família na Administração)$i + \beta_3$ *(Propriedade Familiar>50% ou seu teste de robustez correspondente)*$i + \beta_4$ *(Poder dos Controladores no Conselho)*$i + \beta_5$ (Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders*)$i + \beta_6$ *(Q de Tobin)*$i + \beta_7$ *(Indústria)*$i + \beta_8$ *(Idade)*$i + \beta_9$ *(Tamanho)*$i + \beta_{10}$ *(Investidores Institucionais)*$i + \beta_{11}$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_{12}$ *(Folga Financeira)*$i + \beta_{13}$ *(LN(CAPEX))*$i + \beta_{14}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{15}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{16}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 4 – Conta com as variáveis explicativas Primeira e Segunda Gerações Familiares, Família na Administração, Propriedade Concentrada Superior a 50% (ou seu teste de robustez correspondente), Poder dos Controladores no Conselho, Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders*, Índice de remuneração variável e por ações / remuneração Total e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 17 – Modelo Específico: (19)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ (Primeira e Segunda Gerações Familiares)$i + \beta_2$ (Família na Administração)$i + \beta_3$ *(Propriedade Familiar>50% ou seu teste de robustez correspondente)*$i + \beta_4$ *(Poder dos Controladores no Conselho)*$i + \beta_5$ (Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders*)$i + \beta_6$ (Índice de remuneração variável e por ações / remuneração Total)$i + \beta_7$ *(Q de Tobin)*$i + \beta_8$ *(Indústria)*$i + \beta_9$ *(Idade)*$i + \beta_{10}$ *(Tamanho)*$i + \beta_{11}$ *(Investidores Institucionais)*$i + \beta_{12}$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_{13}$ *(Folga Financeira)*$i + \beta_{14}$ *(LN(CAPEX))*$i + \beta_{15}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{16}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{17}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 5 – Conta com as variáveis explicativas Primeira e Segunda Gerações Familiares, Família na Administração, Propriedade Concentrada Superior a 20% (ou seu teste de robustez correspondente) e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 18 – Modelo Específico: (20)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ (Primeira e Segunda Gerações Familiares)$i + \beta_2$ (Família na Administração)$i + \beta_3$ *(Propriedade Familiar>20% ou seu teste de robustez correspondente)*$i + \beta_4$ *(Q de Tobin)*$i + \beta_5$ *(Indústria)*$i + \beta_6$ *(Idade)*$i + \beta_7$ *(Tamanho)*$i + \beta_8$ *(Investidores Institucionais)*$i + \beta_9$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_{10}$ *(Folga Financeira)*$i + \beta_{11}$ *(LN(CAPEX))*$i + \beta_{12}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{13}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{14}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 6 – Conta com as variáveis explicativas Primeira e Segunda Gerações Familiares, Família na Administração, Propriedade Concentrada Superior a 20% (ou seu teste de robustez correspondente), Poder dos Controladores no Conselho e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 19 – Modelo Específico: (21)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ (Primeira e Segunda Gerações Familiares)$i + \beta_2$ (Família na Administração)$i + \beta_3$ *(Propriedade Familiar>20% ou seu teste de robustez correspondente)*$i + \beta_4$ *(Poder dos Controladores no Conselho)*$i + \beta_5$ *(Q de Tobin)*$i + \beta_6$ *(Indústria)*$i + \beta_7$ *(Idade)*$i + \beta_8$ *(Tamanho)*$i + \beta_9$ *(Investidores Institucionais)*$i + \beta_{10}$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_{11}$ *(Folga Financeira)*$i + \beta_{12}$ *(LN(CAPEX))*$i + \beta_{13}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{14}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{15}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento (i) em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento (i) em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento (i) em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento (i) em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 7 – Conta com as variáveis explicativas Primeira e Segunda Gerações Familiares, Família na Administração, Propriedade Concentrada Superior a 20% (ou seu teste de robustez correspondente), Poder dos Controladores no Conselho, Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders* e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 20 – Modelo Específico: (22)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ (Primeira e Segunda Gerações Familiares)$i + \beta_2$ (Família na Administração)$i + \beta_3$ *(Propriedade Familiar>20% ou seu teste de robustez correspondente)*$i + \beta_4$ *(Poder dos Controladores no Conselho)*$i + \beta_5$ (Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders*)$i + \beta_6$ *(Q de Tobin)*$i + \beta_7$ *(Indústria)*$i + \beta_8$ *(Idade)*$i + \beta_9$ *(Tamanho)*$i + \beta_{10}$ *(Investidores Institucionais)*$i + \beta_{11}$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_{12}$ *(Folga Financeira)*$i + \beta_{13}$ *(LN(CAPEX))*$i + \beta_{14}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{15}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{16}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 8 – Conta com as variáveis explicativas Primeira e Segunda Gerações Familiares, Família na Administração, Propriedade Concentrada Superior a 20% (ou seu teste de robustez correspondente), Poder dos Controladores no Conselho, Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders*, Índice de remuneração variável e por ações / remuneração Total e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 21 – Modelo Específico: (23)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ (Primeira e Segunda Gerações Familiares)$i + \beta_2$ (Família na Administração)$i + \beta_3$ *(Propriedade Familiar>20% ou seu teste de robustez correspondente)*$i + \beta_4$ *(Poder dos Controladores no Conselho)*$i + \beta_5$ (Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders*)$i + \beta_6$ (Índice de remuneração variável e por ações / remuneração Total)$i + \beta_7$ *(Q de Tobin)*$i + \beta_8$ *(Indústria)*$i + \beta_9$ *(Idade)*$i + \beta_{10}$ *(Tamanho)*$i + \beta_{11}$ *(Investidores Institucionais)*$i + \beta_{12}$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_{13}$ *(Folga Financeira)*$i + \beta_{14}$ *(LN(CAPEX))*$i + \beta_{15}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{16}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{17}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 9 – Conta com as variáveis explicativas Primeira e Segunda Gerações Familiares, Família na Administração, Propriedade Concentrada Superior a 10% (ou seu teste de robustez correspondente) e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 22 – Modelo Específico: (24)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ (Primeira e Segunda Gerações Familiares)$i + \beta_2$ (Família na Administração)$i + \beta_3$ *(Propriedade Familiar>10% ou seu teste de robustez correspondente)*$i + \beta_4$ *(Q de Tobin)*$i + \beta_5$ *(Indústria)*$i + \beta_6$ *(Idade)*$i + \beta_7$ *(Tamanho)*$i + \beta_8$ *(Investidores Institucionais)*$i + \beta_9$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_{10}$ *(Folga Financeira)*$i + \beta_{11}$ *(LN(CAPEX))*$i + \beta_{12}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{13}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{14}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 10 – Conta com as variáveis explicativas Primeira e Segunda Gerações Familiares, Família na Administração, Propriedade Concentrada Superior a 10% (ou seu teste de robustez correspondente), Poder dos Controladores no Conselho e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 23 – Modelo Específico: (25)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ (Primeira e Segunda Gerações Familiares)$i + \beta_2$ (Família na Administração)$i + \beta_3$ *(Propriedade Familiar>10% ou seu teste de robustez correspondente)*$i + \beta_4$ *(Poder dos Controladores no Conselho)*$i + \beta_5$ *(Q de Tobin)*$i + \beta_6$ *(Indústria)*$i + \beta_7$ *(Idade)*$i + \beta_8$ *(Tamanho)*$i + \beta_9$ *(Investidores Institucionais)*$i + \beta_{10}$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_{11}$ *(Folga Financeira)*$i + \beta_{12}$ *(LN(CAPEX))*$i + \beta_{13}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{14}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{15}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 11 – Conta com as variáveis explicativas Primeira e Segunda Gerações Familiares, Família na Administração, Propriedade Concentrada Superior a 10% (ou seu teste de robustez correspondente), Poder dos Controladores no Conselho, Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders* e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 24 – Modelo Específico: (26)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ (Primeira e Segunda Gerações Familiares)$i + \beta_2$ (Família na Administração)$i + \beta_3$ *(Propriedade Familiar>10% ou seu teste de robustez correspondente)*$i + \beta_4$ *(Poder dos Controladores no Conselho)*$i + \beta_5$ (Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders*)$i + \beta_6$ *(Q de Tobin)*$i + \beta_7$ *(Indústria)*$i + \beta_8$ *(Idade)*$i + \beta_9$ *(Tamanho)*$i + \beta_{10}$ *(Investidores Institucionais)*$i + \beta_{11}$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_{12}$ *(Folga Financeira)*$i + \beta_{13}$ *(LN(CAPEX))*$i + \beta_{14}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{15}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{16}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 12 – Conta com as variáveis explicativas Primeira e Segunda Gerações Familiares, Família na Administração, Propriedade Concentrada Superior a 10% (ou seu teste de robustez correspondente), Poder dos Controladores no Conselho, Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders*, Índice de remuneração variável e por ações / remuneração Total e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 25 – Modelo Específico: (27)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ (Primeira e Segunda Gerações Familiares)$i + \beta_2$ (Família na Administração)$i + \beta_3$ *(Propriedade Familiar>10% ou seu teste de robustez correspondente)*$i + \beta_4$ *(Poder dos Controladores no Conselho)*$i + \beta_5$ (Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders*)$i + \beta_6$ (Índice de remuneração variável e por ações / remuneração Total)$i + \beta_7$ *(Q de Tobin)*$i + \beta_8$ *(Indústria)*$i + \beta_9$ *(Idade)*$i + \beta_{10}$ *(Tamanho)*$i + \beta_{11}$ *(Investidores Institucionais)*$i + \beta_{12}$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_{13}$ *(Folga Financeira)*$i + \beta_{14}$ *(LN(CAPEX))*$i + \beta_{15}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{16}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{17}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

Modelo 13 – Conta com as variáveis explicativas Primeira e Segunda Gerações Familiares, Família na Administração, *Stake* dos Acionistas Controladores (empresa familiar ou não) e variáveis de controle, regressadas sobre as variáveis dependentes CAR (*cumulative abnormal return* – 1, 3, 11 e 21 dias de janelas de eventos);

Modelo de regressão múltipla 26 – Modelo Específico: (28)

$CAR(J_1;J_2)i = \alpha i + \beta_1$ (Primeira e Segunda Gerações Familiares)$i + \beta_2$ (Família na Administração)$i + \beta_3$ *(stake dos acionistas controladores)*$i + \beta_4$ *(Poder dos Controladores no Conselho)*$i + \beta_5$ (Índice de *Stake* dos Controladores / demais *Blockholders*)$i + \beta_6$ (Índice de remuneração variável e por ações / remuneração Total)$i + \beta_7$ *(Q de Tobin)*$i + \beta_8$ *(Indústria)*$i + \beta_9$ *(Idade)*$i + \beta_{10}$ *(Tamanho)*$i + \beta_{11}$ *(Investidores Institucionais)*$i + \beta_{12}$ (Alavancagem Financeira)$i + \beta_{13}$ *(Folga Financeira)*$i + \beta_{14}$ *(LN(CAPEX))*$i + \beta_{15}$ (Novo Mercado e Nível 2)$i + \beta_{16}$ (Adquirente Serial)$i + \beta_{17}$ (Aquisição Internacional)$i + \varepsilon i$

Onde:

$CAR(J_1;J_2)i$ é o retorno anormal acumulado de determinada janela de evento (1, 3, 11 e 21 dias) e janela de estimação *[-210;-31]* (J_1), em que este último é único para todos os *CARs* analisados, por isso não foi evidenciado; e *Benchmark* de retorno de mercado (J_2), de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

αi é o intercepto da regressão de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

$\beta_{\#i}$ é o coeficiente angular para determinada variável (#), anteriormente definida, na seção variáveis de determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa;

εi é o termo de erro aleatório para um determinado evento *(i)* em aquisição de empresas familiares e não familiares da amostra da pesquisa.

As tabelas a seguir, inicialmente, apresentarão os resultados das regressões por MQO (mínimos quadrados ordinários com erros-padrão robustos - estimação dos parâmetros por Hubber-White Sandwich), para cada janela de eventos analisados, outrossim, para os trezes modelos de regressões anteriormente definidos, para ambos os *benchmark* de mercados (Ibovespa e IBRX50). Informa-se, ainda, que foi criado uma subamostra (empresas familiares), com o objetivo de regredir variáveis intrínsecas das empresas familiares, tornando possível a aferição das relações entre os CARs, e variáveis como, 1ª e 2ª geração familiares e família na administração.

5.3.3 Resultados das regressões pelo método de mínimos quadrados ordinários (MQO) utilizando erros-padrão robustos - *Hubber-White Sandwich* – *Benchmark* - Ibovespa.

Tabela. 36 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_1_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12			Modelo 13		
Variáveis	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**
Empresas Familiares	0,48		1,29	0,52		1,19	-0,21		-0,37	-0,18		-0,28	0,35		1,00	0,50		1,13	-0,18		-0,31	-0,16		-0,26	0,27		0,88	0,55		1,26	-0,12		-0,21	-0,15		-0,25	-0,22		-0,36
Stake Controladores																																					-0,01		-0,74
Propriedade Concentrada>50%	-0,89	**	-2,37	-1,15	***	-2,82	-0,61		-1,34	-0,83		-1,59																											
Propriedade Concentrada>20%													0,00		0,00	0,00		0,00	0,05		0,05	-0,09		-0,09															
Propriedade Concentrada>10%																									-9,40		-1,40	-9,58		-1,40	-10,28		-1,53	-10,72		-1,61			
Poder_Controladores_ Conselho				0,30		0,43	0,31		0,30	0,14		0,13				0,06		0,09	0,23		0,22	0,00		0,00				0,56		0,86	0,93		1,07	0,73		0,81	-0,03		-0,03
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*							-0,01		-0,22	0,00		-0,10							-0,01		-0,55	-0,01		-0,45							-0,01		-0,37	-0,01		-0,22	0,00		0,12
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										0,80		0,82										0,55		0,49										1,12		1,09	0,79		0,76
Q de Tobin	0,02		0,13	0,17		0,85	-0,03		-0,14	-0,05		-0,19	-0,03		-0,17	0,06		0,32	-0,08		-0,34	-0,11		-0,41	0,01		0,05	0,11		0,63	-0,08		-0,35	-0,13		-0,54	-0,10		-0,39
Indústria Manufatureira	0,31		0,98	0,44		1,21	0,24		0,46	-0,03		-0,05	0,27		0,83	0,50		1,30	0,21		0,40	0,01		0,01	0,18		0,53	0,33		0,85	-0,16		-0,28	-0,60		-0,85	0,01		0,02
Idade	0,01	**	2,21	0,01	**	2,39	0,02	***	2,57	0,02	**	2,10	0,01		1,53	0,01	*	1,73	0,02	***	2,69	0,02	**	2,26	0,01	*	1,66	0,01	*	1,95	0,03	***	3,39	0,02	***	3,00	0,02	**	1,98
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,08		0,95	0,07		0,72	0,16		1,01	0,23		1,24	0,06		0,65	0,03		0,29	0,17		0,94	0,24		1,13	0,07		0,83	0,04		0,46	0,32	*	1,71	0,41	*	1,84	0,25		1,29
Investidores Institucionais	-0,53		-0,97	-0,42		-0,70	-1,51		-1,63	-1,95	**	-2,12	-0,29		-0,53	-0,12		-0,19	-1,53		-1,61	-1,87	*	-1,90	-0,51		-0,96	-0,28		-0,48	-1,52	*	-1,67	-2,16	**	-2,32	-2,17	**	-2,12
Alavancagem Financeira	-2,96	*	-1,73	-3,13	*	-1,70	-3,54		-1,08	-3,39		-0,98	-2,70		-1,63	-3,00	*	-1,80	-3,44		-1,09	-3,24		-1,01	-2,95	*	-1,91	-3,23	*	-1,93	-4,09		-1,45	-3,57		-1,29	-3,21		-0,96
Folga Financeira	-0,15	***	-2,76	-0,12	**	-2,06	-0,13	**	-2,21	-0,14	**	-2,38	-0,15	**	-2,47	-0,11	**	-2,01	-0,13	**	-2,07	-0,13	**	-2,08	-0,13	**	-2,28	-0,09		-1,51	-0,09		-1,31	-0,10		-1,51	-0,11	*	-1,65
LN(CAPEX)	-0,03		-1,36	-0,02		-0,68	-0,03		-0,98	-0,04		-0,92	-0,02		-0,99	-0,01		-0,28	-0,02		-0,66	-0,03		-0,61	-0,02		-1,13	0,00		-0,23	-0,02		-0,74	-0,01		-0,35	-0,03		-0,74
Novo Mercado e Nível 2	0,09		0,27	-0,16		-0,39	0,59		1,01	0,52		0,76	0,39		1,12	0,30		0,74	0,84		1,49	0,87		1,38	0,25		0,72	0,09		0,23	0,58		0,99	0,64		0,98	0,68		0,92
Adquirente Serial	-0,38		-0,86	-0,41		-0,87	-0,67		-1,13	-0,78		-1,10	-0,32		-0,68	-0,40		-0,76	-0,72		-1,10	-0,77		-0,96	-0,03		-0,09	-0,10		-0,26	-0,20		-0,40	-0,30		-0,58	-0,84		-1,07
Aquisição Internacional	-1,13	***	-3,05	-1,03	**	-2,49	-1,53	**	-2,56	-1,45	**	-2,33	-0,99	***	-2,68	-0,86	**	-2,07	-1,41	**	-2,39	-1,34	**	-2,14	-1,11	***	-2,77	-0,99	**	-2,19	-1,85	***	-2,70	-1,71	**	-2,47	-1,39	**	-2,22
_cons	0,77		0,48	0,60		0,32	0,69		0,19	-0,03		-0,01	0,35		0,21	0,20		0,11	0,15		0,04	-0,67		-0,18	9,70		1,38	9,28		1,31	7,61		1,07	6,75		0,95	0,20		0,04
N		355			290			187			175			355			290			187			175			355			290			187			175			175		
F		2,16			2,09			2,82			2,53			1,79			1,70			2,87			2,51			1,79			1,80			2,72			2,48			2,45	
R^2		0,07			0,08			0,14			0,15			0,05			0,05			0,14			0,14			0,14			0,15			0,28			0,29			0,14	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do t de *student* e os níveis de significância estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por *Hubber-White Sandwich*; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Evidencia-se que, na tabela 36, são regredidas todas as empresas da amostra por mínimos quadrados ordinários, utilizando erros-padrão robustos, e tem como variável dependente o CAR_1_Ibovespa [*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 1 dia (data do anúncio)], e, como *benchmark* de retorno de mercado, o Ibovespa.

Encontrou-se que a variável propriedade concentrada superior a 50%, tem relação negativa com o CAR_1_Ibovespa, e significantes estatisticamente nos modelos 1 e 2 ($p<0.05$ e $p<0.01$, respectivamente).

Reporta-se ainda que referente à variável empresa familiar, nesta tabela, não se pode concluir sobre sua relação com o CAR_1_Ibovespa, pois não foi encontrada significância estatística em nenhum dos modelos analisados.

É possível observar também que as variáveis folga financeira, aquisição internacional, alavancagem financeira e investidores institucionais têm relação negativa com o CAR_1_Ibovespa e, sobretudo, apresentam significâncias estatísticas reiteradas em modelos diversos analisados.

Por fim, como análise desta tabela, evidencia-se que as variáveis idade e tamanho da empresa têm relação positiva em relação ao CAR_1_Ibovespa e, sobretudo, apresentam significâncias estatísticas reiteradas em modelos diversos analisados.

A seguir, apresentam-se as regressões com estratificação da amostra, utilizando apenas empresas familiares, com o intuito de mensurar a relação entre o CAR_1_Ibovespa e variáveis específicas, da subamostra a seguir apresentada.

Tabela. 37 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_1_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12			Modelo 13		
Variáveis	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**
1ª e 2ª Geração Familiar	0,79		1,34	0,88		1,42	0,41		0,64	0,08		0,12	0,85		1,43	0,97		1,54	0,50		0,76	0,30		0,42	0,81		1,32	0,90		1,39	0,28		0,39	-0,14		-0,17	0,11		0,15
Família na Administração	0,11		0,24	0,11		0,25	0,51		0,71	0,60		0,78	0,34		0,84	0,36		0,87	0,55		0,86	0,58		0,85	0,34		0,84	0,39		0,93	0,56		0,93	0,67		1,01	0,57		0,76
Stake Controladores																																					-0,02		-0,67
Propriedade Concentrada>50%	-0,87	*	-1,75	-0,98	**	-2,03	-0,70		-1,27	-1,06		-1,22																											
Propriedade Concentrada>20%													0,20		0,21	0,12		0,13	0,00		0,00	-0,05		-0,05															
Propriedade Concentrada>10%																									-9,47		-1,40	-9,64		-1,40	-10,32		-1,55	-10,63		-1,59			
Poder_Controladores_ Conselho				-0,39		-0,49	-0,13		-0,11	-0,20		-0,17				-0,49		-0,57	-0,08		-0,07	-0,22		-0,18				0,24		0,30	0,70		0,74	0,68		0,69	-0,33		-0,26
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*							0,00		-0,11	0,00		0,02							-0,01		-0,44	-0,01		-0,44							-0,01		-0,33	0,00		-0,19	0,01		0,21
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										0,85		0,61										0,01		0,01										0,68		0,54	0,53		0,37
Q de Tobin	-0,20		-0,79	-0,15		-0,62	-0,26		-0,82	-0,26		-0,78	-0,25		-1,00	-0,22		-0,86	-0,29		-0,88	-0,28		-0,79	-0,19		-0,78	-0,14		-0,59	-0,25		-0,85	-0,25		-0,81	-0,30		-0,84
Indústria Manufatureira	0,23		0,46	0,40		0,81	0,81		1,15	0,56		0,66	0,29		0,59	0,49		0,96	0,85		1,16	0,82		0,98	0,09		0,18	0,20		0,40	0,27		0,39	-0,16		-0,17	0,68		0,83
Idade	0,02	***	2,90	0,02	***	2,94	0,02	*	1,84	0,01		0,87	0,02	***	2,93	0,02	***	2,98	0,02	**	2,05	0,02		1,34	0,02	***	3,34	0,03	***	3,40	0,03	***	3,07	0,02	**	2,05	0,02		0,92
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,12		1,06	0,13		1,04	0,17		0,98	0,21		1,02	0,09		0,73	0,10		0,76	0,19		0,96	0,23		1,00	0,13		1,08	0,13		1,06	0,34	*	1,72	0,39	*	1,69	0,23		1,13
Investidores Institucionais	-0,44		-0,70	-0,45		-0,68	-0,88		-0,81	-1,52		-1,33	-0,12		-0,20	-0,12		-0,19	-0,78		-0,71	-0,95		-0,81	-0,41		-0,71	-0,29		-0,45	-0,89		-0,84	-1,59		-1,35	-1,57		-1,14
Alavancagem Financeira	-3,20		-1,48	-2,93		-1,33	-4,32		-1,18	-4,23		-1,12	-3,02		-1,50	-2,76		-1,34	-4,26		-1,20	-4,40		-1,18	-3,20	*	-1,71	-3,06		-1,56	-4,70		-1,57	-4,27		-1,44	-4,09		-1,17
Folga Financeira	-0,16	**	-2,39	-0,17	**	-2,23	-0,11		-1,25	-0,10		-1,08	-0,15	**	-2,12	-0,16	**	-2,14	-0,10		-1,07	-0,09		-0,86	-0,15	**	-2,21	-0,13	*	-1,67	-0,06		-0,62	-0,04		-0,45	-0,06		-0,52
LN(CAPEX)	0,00		-0,11	-0,01		-0,37	-0,03		-0,81	-0,04		-0,91	0,01		0,23	0,00		-0,02	-0,02		-0,56	-0,04		-0,75	0,00		0,15	0,00		0,09	-0,02		-0,65	-0,02		-0,49	-0,04		-0,80
Novo Mercado e Nível 2	0,28		0,49	0,14		0,24	0,26		0,35	0,13		0,13	0,66		1,21	0,56		1,01	0,60		0,92	0,66		0,87	0,45		0,85	0,35		0,65	0,25		0,36	0,38		0,48	0,41		0,42
Adquirente Serial	-0,59		-1,09	-0,49		-0,86	-0,65		-0,87	-0,99		-0,96	-0,57		-0,90	-0,48		-0,75	-0,71		-0,87	-0,80		-0,77	-0,21		-0,48	-0,11		-0,24	-0,02		-0,03	-0,25		-0,39	-0,94		-0,85
Aquisição Internacional	-1,13	**	-2,40	-1,16	**	-2,47	-1,58	**	-2,48	-1,44	**	-2,07	-1,03	**	-2,17	-1,04	**	-2,21	-1,44	**	-2,26	-1,39	**	-2,01	-1,21	**	-2,35	-1,21	**	-2,35	-1,96	***	-2,63	-1,77	**	-2,34	-1,43	**	-2,03
_cons	-0,62		-0,24	-0,60		-0,22	-0,04		-0,01	0,69		0,14	-1,59		-0,63	-1,69		-0,63	-1,10		-0,27	-1,02		-0,24	7,57		1,04	7,18		0,97	6,64		0,88	6,88		0,90	0,42		0,07
N	226			222			160			150			226			222			160			150			226			222			160			150			150		
F	1,96			1,93			2,66			2,42			1,93			1,89			2,76			2,41			1,91			1,85			2,53			2,35			2,40		
R^2	0,11			0,11			0,15			0,16			0,09			0,09			0,15			0,15			0,20			0,21			0,29			0,30			0,15		

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do t de *student* e os níveis de significância estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por *Hubber-White Sandwich*; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Evidencia-se que, na tabela 37, são realizadas regressões da subamostra empresas familiares, cujas regressões por mínimos quadrados ordinários utilizam erros-padrão robustos, e têm como variável dependente o CAR_1_Ibovespa [*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 1 dia (data do anúncio)], e, como *benchmark* de retorno de mercado, o Ibovespa.

Reporta-se que não foi encontrada significância estatística para as variáveis específicas das empresas familiares, em relação ao CAR_1_Ibovespa, nos modelos analisados nesta tabela.

Quanto as demais variáveis, salienta-se que permanecem os mesmos achados relatados para CAR_1_Ibovespa quando regredido sobre toda a amostra.

A seguir, apresentam-se as regressões do CAR_1_Ibovespa sobre toda a amostra, entretanto, utilizando o teste de robustez da variável concentração acionária.

Tabela. 38 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_1_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
Variáveis	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**
Empresas Familiares	0,34	1,03	0,49	1,11	-0,16	-0,28	-0,16	-0,25	0,39	1,16	0,56	1,27	-0,15	-0,25	-0,12	-0,19	0,46	1,25	0,56	1,28	-0,19	-0,32	-0,13	-0,20
Propriedade Concentrada_Alta																	-1,00 *	-1,91	-0,99 *	-1,64	-0,27	-0,37	-0,37	-0,42
Propriedade Concentrada_Média									0,26	0,86	0,37	1,17	0,12	0,22	0,05	0,07								
Propriedade Concentrada_Baixa	0,16	0,35	0,09	0,16	-0,08	-0,11	0,04	0,06																
Poder_Controladores_Conselho			0,06	0,08	0,24	0,22	-0,01	-0,01			0,01	0,02	0,24	0,23	0,00	0,00			-0,15	-0,20	0,22	0,21	-0,03	-0,02
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*					-0,01	-0,58	-0,01	-0,45					-0,01	-0,48	-0,01	-0,42					-0,01	-0,32	-0,01	-0,20
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							0,52	0,54							0,51	0,53							0,57	0,61
Q de Tobin	-0,02	-0,13	0,06	0,31	-0,08	-0,32	-0,11	-0,41	-0,04	-0,24	0,06	0,31	-0,08	-0,31	-0,11	-0,40	-0,05	-0,27	0,05	0,27	-0,09	-0,35	-0,11	-0,44
Indústria Manufatureira	0,28	0,88	0,51	1,40	0,21	0,41	0,00	0,00	0,23	0,74	0,44	1,22	0,21	0,41	0,01	0,01	0,17	0,54	0,39	1,04	0,22	0,43	0,02	0,03
Idade	0,01	1,58	0,01 *	1,72	0,02 ***	2,58	0,02 **	2,17	0,01	1,29	0,01	1,47	0,02 **	2,52	0,02 **	2,14	0,01	1,35	0,01	1,60	0,02 **	2,46	0,02 **	1,96
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,06	0,72	0,03	0,35	0,17	1,04	0,23	1,20	0,06	0,71	0,03	0,34	0,17	1,03	0,23	1,20	0,09	0,96	0,06	0,66	0,17	1,08	0,23	1,27
Investidores Institucionais	-0,34	-0,61	-0,14	-0,24	-1,51	-1,57	-1,87 *	-1,87	-0,28	-0,49	-0,10	-0,16	-1,51	-1,60	-1,84 *	-1,91	-0,49	-0,91	-0,36	-0,61	-1,56	-1,61	-1,91 *	-1,95
Alavancagem Financeira	-2,72	-1,59	-2,98 *	-1,66	-3,42	-1,01	-3,27	-0,93	-2,75 *	-1,64	-3,17 *	-1,73	-3,38	-0,99	-3,24	-0,91	-2,98 *	-1,71	-3,27 *	-1,70	-3,38	-1,05	-3,18	-0,95
Folga Financeira	-0,14 **	-2,45	-0,11 **	-2,08	-0,13 **	-2,25	-0,13 **	-2,26	-0,15 ***	-2,70	-0,13 **	-2,26	-0,13 **	-2,29	-0,13 **	-2,37	-0,13 ***	-2,57	-0,11 **	-2,06	-0,12 **	-2,12	-0,13 **	-2,14
LN(CAPEX)	-0,02	-1,02	-0,01	-0,31	-0,02	-0,65	-0,03	-0,62	-0,02	-0,97	0,00	-0,23	-0,02	-0,63	-0,02	-0,57	-0,03	-1,16	-0,01	-0,49	-0,02	-0,70	-0,02	-0,56
Novo Mercado e Nível 2	0,35	0,97	0,28	0,69	0,85	1,46	0,87	1,32	0,37	1,03	0,23	0,55	0,83	1,50	0,87	1,38	0,07	0,19	-0,07	-0,16	0,79	1,33	0,81	1,17
Adquirente Serial	-0,32	-0,73	-0,40	-0,85	-0,73	-1,27	-0,76	-1,11	-0,36	-0,84	-0,47	-1,01	-0,75	-1,33	-0,77	-1,18	-0,48	-1,03	-0,57	-1,09	-0,76	-1,16	-0,83	-1,05
Aquisição Internacional	-0,98 ***	-2,60	-0,86 **	-2,04	-1,42 **	-2,39	-1,34 **	-2,10	-1,01 ***	-2,72	-0,87 **	-2,11	-1,43 **	-2,35	-1,35 **	-2,07	-0,99 ***	-2,66	-0,86 **	-2,05	-1,44 **	-2,39	-1,37 **	-2,18
_cons	0,31	0,19	0,17	0,09	0,13	0,04	-0,64	-0,17	0,24	0,15	0,14	0,07	0,05	0,01	-0,66	-0,17	0,71	0,45	0,67	0,35	0,21	0,06	-0,57	-0,15
N	355		290		187		175		355		290		187		175		355		290		187		175	
F	1,76		1,70		2,89		2,54		1,91		1,92		2,85		2,51		2,20		1,99		2,90		2,53	
R^2	0,05		0,05		0,14		0,14		0,05		0,05		0,14		0,14		0,06		0,06		0,14		0,14	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do t de *student* e os níveis de significância estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por *Hubber-White Sandwich*; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Evidencia-se que, na tabela 38, são realizados testes de robustez da variável concentração acionária, para todas as empresas da amostra, utilizando o método mínimos quadrados ordinários com erros-padrão robustos, e têm como variável dependente o CAR_1_Ibovespa [*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 1 dia (data do anúncio)], e como *benchmark* de retorno de mercado, o Ibovespa.

Encontrou-se que a variável propriedade concentrada alta tem relação negativa com o CAR_1_Ibovespa, e significantes estatisticamente nos modelos 9 e 10 (ambos p<0.10).

Os resultados das demais variáveis coadunam com os achados já reportados anteriormente.

A seguir, apresentam-se as regressões do CAR_1_Ibovespa sobre a subamostra e variáveis específicas das empresas familiares, entretanto, utilizando o teste de robustez da variável concentração acionária.

Tabela. 39 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_1_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12		
Variáveis	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**
1ª e 2ª Geração Familiar	0,84		1,40	0,96		1,52	0,49		0,75	0,27		0,36	0,79		1,29	0,92		1,45	0,50		0,76	0,31		0,42	0,65		1,09	0,77		1,23	0,41		0,61	0,22		0,29
Família na Administração	0,32		0,73	0,34		0,77	0,56		0,75	0,61		0,74	0,34		0,78	0,37		0,82	0,55		0,78	0,59		0,76	0,38		0,83	0,40		0,86	0,70		0,84	0,77		0,81
Propriedade Concentrada_Alta																									-0,76		-1,05	-0,79		-0,98	-0,92		-0,75	-1,12		-0,72
Propriedade Concentrada_Média													0,18		0,41	0,18		0,42	0,00		0,00	-0,03		-0,04												
Propriedade Concentrada_Baixa	0,13		0,21	0,15		0,24	0,17		0,23	0,23		0,28																								
Poder_Controladores_Conselho				-0,49		-0,60	-0,11		-0,09	-0,24		-0,20				-0,53		-0,66	-0,08		-0,07	-0,21		-0,18				-0,68		-0,76	-0,21		-0,18	-0,36		-0,29
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*							-0,01		-0,38	-0,01		-0,35							-0,01		-0,42	-0,01		-0,43							0,00		0,12	0,01		0,19
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										0,05		0,04										-0,01		-0,01										0,25		0,21
Q de Tobin	-0,25		-0,98	-0,22		-0,86	-0,30		-0,87	-0,29		-0,81	-0,25		-0,98	-0,21		-0,86	-0,29		-0,87	-0,28		-0,82	-0,25		-0,99	-0,22		-0,90	-0,30		-0,92	-0,30		-0,87
Indústria Manufatureira	0,32		0,67	0,51		1,04	0,87		1,22	0,81		0,97	0,29		0,61	0,49		1,00	0,85		1,21	0,81		0,97	0,25		0,51	0,45		0,91	0,92		1,28	0,86		1,02
Idade	0,02	***	2,94	0,02	***	2,99	0,02	**	1,97	0,02		1,24	0,02	***	2,77	0,02	***	2,79	0,02	*	1,94	0,02		1,29	0,02	***	2,61	0,02	***	2,60	0,02		1,56	0,01		0,90
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,11		0,92	0,11		0,93	0,20		1,08	0,24		1,12	0,11		0,93	0,11		0,94	0,19		1,05	0,23		1,08	0,14		1,13	0,15		1,14	0,19		1,08	0,22		1,12
Investidores Institucionais	-0,19		-0,31	-0,19		-0,28	-0,82		-0,74	-1,04		-0,86	-0,14		-0,22	-0,14		-0,20	-0,78		-0,70	-0,94		-0,80	-0,30		-0,51	-0,34		-0,53	-0,87		-0,76	-1,14		-0,94
Alavancagem Financeira	-3,00		-1,39	-2,73		-1,25	-4,31		-1,14	-4,45		-1,11	-3,02		-1,43	-2,77		-1,29	-4,26		-1,12	-4,43		-1,08	-3,17		-1,44	-2,90		-1,29	-4,11		-1,15	-4,14		-1,12
Folga Financeira	-0,14	**	-2,10	-0,15	**	-2,14	-0,09		-0,97	-0,08		-0,71	-0,15	**	-2,30	-0,16	**	-2,25	-0,10		-1,12	-0,09		-0,90	-0,14	**	-2,05	-0,15	**	-2,09	-0,08		-0,82	-0,06		-0,55
LN(CAPEX)	0,00		0,15	0,00		-0,09	-0,03		-0,62	-0,04		-0,79	0,01		0,25	0,00		0,00	-0,02		-0,55	-0,04		-0,73	0,00		0,18	0,00		-0,09	-0,02		-0,51	-0,03		-0,59
Novo Mercado e Nível 2	0,63		1,17	0,54		0,98	0,57		0,80	0,62		0,75	0,61		1,07	0,52		0,89	0,60		0,92	0,66		0,87	0,36		0,62	0,26		0,43	0,41		0,54	0,39		0,40
Adquirente Serial	-0,61		-1,10	-0,50		-0,88	-0,69		-0,94	-0,79		-0,84	-0,63		-1,19	-0,52		-0,95	-0,71		-0,98	-0,79		-0,89	-0,70		-1,21	-0,60		-0,98	-0,82		-0,95	-1,01		-0,88
Aquisição Internacional	-1,02	**	-2,12	-1,03	**	-2,16	-1,44	**	-2,25	-1,38	*	-1,92	-1,04	**	-2,18	-1,05	**	-2,22	-1,44	**	-2,19	-1,39	*	-1,90	-1,06	**	-2,24	-1,08	**	-2,29	-1,53	**	-2,30	-1,47	**	-2,08
_cons	-1,61		-0,65	-1,73		-0,66	-1,14		-0,28	-1,05		-0,24	-1,60		-0,63	-1,71		-0,64	-1,10		-0,25	-0,98		-0,22	-1,32		-0,53	-1,33		-0,50	-0,78		-0,18	-0,53		-0,11
N		226			222			160			150			226			222			160			150			226			222			160			150		
F		1,87			1,84			2,76			2,45			1,90			1,85			2,76			2,42			1,90			1,85			2,76			2,44	
R^2		0,09			0,09			0,15			0,15			0,09			0,09			0,15			0,15			0,10			0,10			0,15			0,15	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do t de *student* e os níveis de significância estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por *Hubber-White Sandwich*; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Evidencia-se que, na tabela 39, são realizados testes de robustez da variável concentração acionária, na subamostra empresas familiares, cujas regressões por mínimos quadrados ordinários utilizam erros-padrão robustos, e têm como variável dependente o CAR_1_Ibovespa [*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 1 dia (data do anúncio)], e como *benchmark* de retorno de mercado, o Ibovespa.

Reporta-se que não foi encontrada significância estatística para as variáveis específicas das empresas familiares, em relação ao CAR_1_Ibovespa, nos modelos analisados nesta tabela, e que os resultados das demais variáveis coadunam com os achados já reportados anteriormente.

A seguir, apresenta-se os resultados para os CAR_3_Ibovespa. Reporta-se, primeiramente, a regressão sobre a amostra de todas as empresas, utilizando a classificação legal de grau de concentração acionária.

Tabela. 40 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_3_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12			Modelo 13		
Variáveis	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**
Empresas Familiares	0,30		0,53	0,30		0,40	-0,50		-0,40	-0,13		-0,15	0,13		0,25	0,27		0,36	-0,47		-0,37	-0,14		-0,15	0,04		0,08	0,33		0,44	-0,40		-0,32	-0,09		-0,11	-0,18		-0,20
Stake Controladores																																					-0,02		-0,72
Propriedade Concentrada>50%	-1,24	**	-2,09	-1,47	**	-2,20	-0,71		-0,86	-0,92		-1,27																											
Propriedade Concentrada>20%													-0,12		-0,15	0,17		0,15	-0,01		-0,01	-0,27		-0,20															
Propriedade Concentrada>10%																									-10,01		-1,34	-10,47		-1,41	-11,50		-1,55	-12,43	*	-1,72			
Poder_Controladores_Conselho				1,34		1,31	0,66		0,43	-0,47		-0,32				1,06		1,00	0,57		0,37	-0,64		-0,43				1,58		1,62	1,35		0,97	0,22		0,16	-0,67		-0,45
Índice_*Stake*_Controladores/*Block holders*							0,05		1,31	0,05		1,45							0,04		1,14	0,04		1,26							0,04		1,16	0,05		1,31	0,06		1,53
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										3,90	***	2,58										3,69	**	2,26										4,29	***	2,80	3,92	**	2,45
Q de Tobin	-0,10		-0,40	0,05		0,18	-0,23		-0,68	-0,40		-1,24	-0,17		-0,70	-0,09		-0,37	-0,29		-0,83	-0,48		-1,35	-0,13		-0,56	-0,03		-0,14	-0,29		-0,86	-0,49		-1,53	-0,46		-1,36
Indústria Manufatureira	-0,20		-0,36	-0,32		-0,54	0,06		0,07	-0,44		-0,50	-0,24		-0,44	-0,27		-0,44	0,04		0,04	-0,39		-0,43	-0,36		-0,64	-0,44		-0,71	-0,38		-0,37	-1,11		-1,09	-0,39		-0,44
Idade	0,00		-0,07	0,00		0,03	0,01		0,95	0,02	*	1,65	0,00		-0,60	0,00		-0,51	0,01		0,93	0,02	*	1,73	0,00		-0,53	0,00		-0,33	0,02		1,29	0,03	**	2,15	0,02		1,57
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,31	**	2,22	0,29	**	2,06	0,57	**	2,23	0,54	**	2,08	0,28	*	1,92	0,23		1,48	0,58	**	2,10	0,57	**	1,97	0,28	**	2,02	0,25	*	1,76	0,74	***	2,73	0,75	***	2,62	0,56	**	2,12
Investidores Institucionais	-1,83	**	-2,53	-1,61	**	-2,09	-1,90		-1,59	-3,38	***	-2,70	-1,52	**	-2,06	-1,20		-1,50	-1,93		-1,57	-3,33	**	-2,47	-1,73	**	-2,43	-1,41	*	-1,84	-1,92		-1,61	-3,64	***	-2,82	-3,66	***	-2,70
Alavancagem Financeira	-2,86		-1,22	-3,40		-1,35	-4,81		-1,09	-1,97		-0,43	-2,50		-1,09	-3,30		-1,38	-1,93		-1,10	-1,76		-0,40	-2,78		-1,30	-3,49		-1,52	-5,42		-1,45	-2,20		-0,60	-1,77		-0,40
Folga Financeira	-0,31	***	-2,61	-0,24	**	-2,19	-0,16		-1,29	-0,26	**	-2,06	-0,30	**	-2,31	-0,24	**	-2,03	-0,15		-1,26	-0,24	*	-1,93	-0,29	**	-2,25	-0,20	*	-1,74	-0,11		-0,85	-0,21		-1,57	-0,22	*	-1,72
LN(CAPEX)	-0,06		-1,47	-0,03		-0,86	-0,08		-1,43	-0,10	*	-1,86	-0,05		-1,22	-0,02		-0,50	-0,07		-1,23	-0,09		-1,58	-0,05		-1,28	-0,02		-0,49	-0,07		-1,32	-0,07		-1,37	-0,09	*	-1,67
Novo Mercado e Nível 2	0,58		1,01	0,41		0,57	1,87	*	1,65	1,86	**	2,01	0,98	*	1,71	1,01		1,50	2,15	**	2,09	2,25	**	2,44	0,85		1,49	0,77		1,15	1,86	*	1,77	1,98	**	2,13	2,01	**	2,08
Adquirente Serial	-0,19		-0,28	-0,44		-0,58	-0,32		-0,32	-0,20		-0,20	-0,12		-0,17	-0,40		-0,52	-0,37		-0,37	-0,22		-0,20	0,20		0,31	-0,10		-0,14	0,22		0,23	0,35		0,42	-0,27		-0,26
Aquisição Internacional	-1,24	**	-2,10	-1,07	*	-1,68	-2,42	***	-2,78	-2,66	***	-3,23	-1,04	*	-1,79	-0,85		-1,35	-2,28	***	-2,70	-2,54	***	-3,09	-1,17	**	-1,97	-0,99		-1,54	-2,77	***	-3,14	-2,96	***	-3,50	-2,60	***	-3,17
_cons	-0,71		-0,30	-1,28		-0,50	-4,84		-0,92	-5,29		-1,01	-1,27		-0,52	-1,81		-0,69	-5,49		-1,07	-6,07		-1,22	8,66		1,09	8,13		1,03	2,88		0,34	2,60		0,32	-4,96		-0,86
N		355			290			187			175			355			290			187			175			355			290			187			175			175	
F		1,98			1,83			2,04			2,33			1,63			1,42			1,99			2,28			1,76			1,59			2,21			2,49			2,28	
R^2		0,06			0,06			0,11			0,15			0,04			0,05			0,10			0,15			0,09			0,10			0,18			0,25			0,15	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do t de *student* e os níveis de significância estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por *Hubber-White Sandwich*; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Evidencia-se que, na tabela 40, são regredidas todas as empresas da amostra por mínimos quadrados ordinários utilizando erros-padrão robustos, e têm como variável dependente o CAR_3_Ibovespa (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 3 dias), e como *benchmark* de retorno de mercado, o Ibovespa.
Reporta-se que mantiveram grande parte dos resultados do CAR_1_Ibovespa, com exceção das variáveis índice de remuneração variável e por ações / remuneração total, e, Novo mercado e Nível 2 de governança corporativa, que tiveram relações positivas com o CAR_3_Ibovespa e significantes estatisticamente em modelos diversos.
Outrossim, evidencia-se que a variável CAPEX tem relação negativa com o CAR_3_Ibovespa, e significante estatisticamente em modelos diversos analisados.
A seguir, apresentam-se as regressões do CAR_3_Ibovespa sobre a subamostra empresas familiares, com o intuito de mensurar a relação entre o CAR e variáveis específicas da referida subamostra.

Tabela. 41 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_3_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12			Modelo 13		
Variáveis	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**
1ª e 2ª Geração Familiar	0,16		0,14	0,32		0,28	-0,20		-0,14	0,68		0,42	0,24		0,22	0,42		0,38	-0,09		-0,06	0,81		0,53	0,16		0,15	0,32		0,29	-0,36		-0,26	0,28		0,18	0,67		0,41
Família na Administração	1,37	**	2,20	1,54	**	2,40	1,89	*	1,91	1,44		1,40	1,66	***	2,72	1,85	***	2,91	1,97	**	2,03	1,45		1,47	1,61	***	2,71	1,82	***	2,95	1,95	**	2,19	1,52	*	1,67	1,42		1,40
Stake Controladores																																					-0,01		-0,38
Propriedade Concentrada>50%	-0,87		-1,22	-0,91		-1,28	-0,78		-0,94	-0,56		-0,49																											
Propriedade Concentrada>20%													0,64		0,53	0,67		0,55	0,15		0,12	0,10		0,08															
Propriedade Concentrada>10%																									-10,35		-1,40	-11,28		-1,55	-12,25	*	-1,74	-12,35	*	-1,73			
Poder_Controladores_Conselho				1,25		1,03	0,24		0,15	-0,43		-0,27				1,20		0,97	0,32		0,19	-0,42		-0,25				2,02	*	1,69	1,23		0,84	0,60		0,41	-0,52		-0,31
Índice_*Stake* _Controladores/*Block holders*							0,05		1,31	0,05		1,38							0,04		1,09	0,04		1,23							0,04		1,10	0,05		1,34	0,06		1,26
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										3,44	*	1,77										2,96	*	1,65										3,79	**	2,07	3,36	*	1,67
Q de Tobin	-0,10		-0,33	0,05		0,17	-0,27		-0,68	-0,61		-1,61	-0,15		-0,51	0,00		0,00	-0,29		-0,72	-0,61		-1,53	-0,08		-0,27	0,08		0,28	-0,25		-0,68	-0,58	*	-1,66	-0,64		-1,55
Indústria Manufatureira	-0,08		-0,11	0,05		0,07	0,79		0,67	0,81		0,59	-0,06		-0,09	0,08		0,10	0,83		0,68	0,94		0,71	-0,24		-0,32	-0,20		-0,26	0,15		0,13	-0,20		-0,14	0,85		0,63
Idade	0,01		0,84	0,01		0,79	0,02		0,93	0,02		1,01	0,01		0,80	0,01		0,73	0,02		0,95	0,02		1,26	0,01		1,09	0,01		1,07	0,02		1,52	0,03	*	1,69	0,02		1,04
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,28		1,52	0,30	*	1,67	0,56	**	2,00	0,47	*	1,66	0,22		1,13	0,25		1,25	0,56	*	1,88	0,46		1,54	0,28		1,51	0,31	*	1,70	0,74	***	2,67	0,66	**	2,26	0,48	*	1,73
Investidores Institucionais	-1,75	**	-2,17	-1,40	*	-1,70	-0,86		-0,54	-1,81		-1,00	-1,37	*	-1,73	-1,00		-1,21	-0,73		-0,45	-1,47		-0,82	-1,75	**	-2,27	-1,28		-1,60	-0,88		-0,56	-2,27		-1,27	-1,94		-0,96
Alavancagem Financeira	-1,58		-0,57	-2,14		-0,75	-5,41		-1,17	-3,09		-0,64	-1,48		-0,57	-2,10		-0,78	-5,37		-1,18	-3,22		-0,67	-1,59		-0,67	-2,34		-0,95	-5,87		-1,61	-3,02		-0,80	-2,96		-0,65
Folga Financeira	-0,21	*	-1,67	-0,14		-1,12	-0,04		-0,28	-0,16		-1,03	-0,21		-1,57	-0,14		-1,08	-0,03		-0,22	-0,15		-0,99	-0,20		-1,45	-0,10		-0,71	0,01		0,09	-0,10		-0,65	-0,13		-0,80
LN(CAPEX)	-0,03		-0,74	-0,02		-0,63	-0,11	*	-1,71	-0,11	*	-1,71	-0,02		-0,48	-0,01		-0,37	-0,10		-1,51	-0,11		-1,61	-0,02		-0,56	-0,01		-0,34	-0,10	*	-1,64	-0,09		-1,43	-0,11	*	-1,65
Novo Mercado e Nível 2	0,51		0,57	0,36		0,40	0,98		0,85	1,82		1,37	0,90		1,01	0,76		0,85	1,35		1,27	2,09	*	1,92	0,66		0,75	0,50		0,57	0,95		0,87	1,77		1,60	1,92		1,54
Adquirente Serial	-0,47		-0,62	-0,46		-0,58	-0,13		-0,12	-0,29		-0,21	-0,39		-0,47	-0,38		-0,44	-0,18		-0,16	-0,17		-0,13	-0,06		-0,09	-0,01		-0,02	0,62		0,68	0,44		0,44	-0,29		-0,21
Aquisição Internacional	-1,59	**	-2,39	-1,57	**	-2,36	-2,66	***	-3,05	-2,59	***	-2,93	-1,49	**	-2,25	-1,47	**	-2,23	-2,49	***	-2,91	-2,56	***	-2,91	-1,69	**	-2,48	-1,66	**	-2,47	-3,12	***	-3,55	-3,00	***	-3,33	-2,59	***	-2,94
_cons	-1,99		-0,47	-3,56		-0,83	-5,84		-0,83	-6,51		-0,87	-3,04		-0,76	-4,65		-1,16	-6,94		-1,09	-7,33		-1,17	7,05		0,83	5,80		0,70	2,17		0,24	1,76		0,20	-6,42		-0,81
N		226			222			160			150			226			222			160			150			226			222			160			150			150		
F		1,72			1,72			1,83			2,01			1,57			1,55			1,75			2,00			1,69			1,76			2,16			2,27			2,00	
R^2		0,09			0,10			0,15			0,17			0,09			0,10			0,15			0,17			0,15			0,17			0,25			0,28			0,17	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do t de *student* e os níveis de significância estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por *Hubber-White Sandwich*; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Evidencia-se que, na tabela 41, são realizadas regressões da subamostra empresas familiares, cujas regressões por mínimos quadrados ordinários utilizam erros-padrão robustos, e têm como variável dependente o CAR_3_Ibovespa (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 3 dias), e como *benchmark* de retorno de mercado, o Ibovespa.
Encontrou-se que a variável família na administração tem relação positiva, e significante, reiteradamente, para modelos diversos analisados.
Foi encontrado também que as variáveis propriedade concentrada superior a 10%, investidores institucionais, CAPEX e aquisição internacional são negativamente relacionadas ao CAR_3_Ibovespa, e significantes estatisticamente para modelos diversos analisados.
Outrossim, as variáveis índice de remuneração variável e por ações / remuneração total e tamanho da empresa são positivamente relacionadas ao CAR_3_Ibovespa, e significantes estatisticamente para modelos diversos analisados.
A seguir, apresentam-se as regressões do CAR_3_Ibovespa sobre toda a amostra, entretanto, utilizando o teste de robustez da variável concentração acionária.

Tabela. 42 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_3_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12		
Variáveis	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**
Empresas Familiares	0,10		0,19	0,27		0,36	-0,45		-0,36	-0,09		-0,09	0,13		0,24	0,33		0,43	-0,39		-0,31	-0,01		-0,01	0,22		0,40	0,32		0,42	-0,48		-0,38	-0,05		-0,06
Propriedade Concentrada_Alta																									-0,88		-1,12	-0,78		-0,86	-0,91		-0,63	-0,90		-0,60
Propriedade Concentrada_Média													0,00		-0,01	0,33		0,59	0,26		0,29	0,18		0,20												
Propriedade Concentrada_Baixa	0,48		0,68	0,00		0,00	-0,06		-0,06	0,02		0,02																								
Poder_Controladores_Conselho				1,04		1,00	0,58		0,36	-0,63		-0,41				0,99		0,99	0,59		0,38	-0,62		-0,41				0,87		0,82	0,52		0,34	-0,69		-0,48
Índice_*Stake* _Controladores/*Block holders*							0,04		1,10	0,04		1,23							0,04		1,15	0,04		1,21							0,05		1,31	0,05		1,37
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										3,59	**	2,36										3,58	**	2,43										3,73	**	2,51
Q de Tobin	-0,16		-0,65	-0,09		-0,36	-0,29		-0,79	-0,47		-1,28	-0,17		-0,70	-0,09		-0,36	-0,28		-0,78	-0,46		-1,30	-0,19		-0,76	-0,10		-0,38	-0,29		-0,84	-0,48		-1,38
Indústria Manufatureira	-0,23		-0,43	-0,25		-0,41	0,03		0,03	-0,41		-0,44	-0,26		-0,48	-0,30		-0,51	0,03		0,03	-0,39		-0,42	-0,34		-0,60	-0,33		-0,53	0,06		0,06	-0,37		-0,41
Idade	0,00		-0,46	0,00		-0,46	0,01		0,90	0,02	*	1,66	0,00		-0,60	0,00		-0,54	0,01		0,86	0,02		1,62	0,00		-0,68	0,00		-0,49	0,01		0,88	0,02		1,54
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,28	**	2,00	0,24	*	1,65	0,58	**	2,19	0,54	**	2,01	0,27	*	1,94	0,24	*	1,69	0,57	**	2,19	0,53	**	2,02	0,29	**	2,10	0,27	*	1,80	0,58	**	2,27	0,55	**	2,12
Investidores Institucionais	-1,63	**	-2,18	-1,23		-1,50	-1,91		-1,51	-3,28	**	-2,33	-1,50	**	-2,02	-1,21		-1,53	-1,88		-1,52	-3,23	**	-2,40	-1,68	**	-2,35	-1,42	*	-1,84	-2,04	*	-1,69	-3,42	***	-2,65
Alavancagem Financeira	-2,57		-1,10	-3,24		-1,31	-4,68		-1,04	-1,84		-0,39	-2,51		-1,09	-3,39		-1,35	-4,57		-1,01	-1,76		-0,37	-2,75		-1,16	-3,45		-1,33	-4,51		-1,04	-1,64		-0,36
Folga Financeira	-0,29	**	-2,25	-0,23	**	-2,04	-0,16		-1,34	-0,25	**	-2,05	-0,31	**	-2,36	-0,24	**	-2,09	-0,16		-1,37	-0,25	**	-2,08	-0,29	**	-2,41	-0,23	**	-2,03	-0,15		-1,20	-0,24	*	-1,90
LN(CAPEX)	-0,05		-1,25	-0,02		-0,53	-0,07		-1,21	-0,09		-1,56	-0,05		-1,20	-0,02		-0,51	-0,06		-1,15	-0,08		-1,46	-0,05		-1,32	-0,02		-0,65	-0,07		-1,28	-0,08		-1,51
Novo Mercado e Nível 2	0,88		1,50	1,00		1,43	2,16	**	2,05	2,25	**	2,40	1,00	*	1,74	0,93		1,38	2,15	**	2,10	2,24	**	2,45	0,71		1,18	0,71		0,96	2,01	*	1,92	2,10	**	2,18
Adquirente Serial	-0,11		-0,16	-0,42		-0,56	-0,38		-0,39	-0,18		-0,18	-0,10		-0,15	-0,48		-0,62	-0,43		-0,43	-0,22		-0,23	-0,25		-0,34	-0,55		-0,69	-0,50		-0,47	-0,34		-0,32
Aquisição Internacional	-1,00	*	-1,71	-0,85		-1,34	-2,28	***	-2,68	-2,54	***	-3,02	-1,04	*	-1,78	-0,86		-1,36	-2,31	***	-2,65	-2,56	***	-2,98	-1,04	*	-1,79	-0,85		-1,34	-2,37	***	-2,70	-2,61	***	-3,08
_cons	-1,41		-0,59	-1,79		-0,71	-5,48		-1,05	-5,96		-1,17	-1,30		-0,54	-1,85		-0,71	-5,66		-1,05	-6,06		-1,14	-0,97		-0,41	-1,42		-0,54	-5,23		-1,00	-5,80		-1,14
N		355			290			187			175			355			290			187			175			355			290			187			175	
F		1,64			1,42			1,99			2,30			1,65			1,45			2,00			2,33			1,74			1,46			1,97			2,29	
R^2		0,05			0,05			0,10			0,15			0,04			0,05			0,10			0,15			0,05			0,05			0,11			0,15	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do t de *student* e os níveis de significância estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por *Hubber-White Sandwich*; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Evidencia-se que, na tabela 42, são realizados testes de robustez da variável concentração acionária, para todas as empresas da amostra, utilizando o método mínimos quadrados ordinários com erros-padrão robustos, e têm como variável dependente o CAR_3_Ibovespa (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 3 dias), e como *benchmark* de retorno de mercado, o Ibovespa. Informa-se que os resultados encontrados, nessa tabela, coadunam com os achados já reportados anteriormente.
A seguir, apresentam-se as regressões do CAR_3_Ibovespa sobre a subamostra empresas familiares, entretanto, utilizando o teste de robustez da variável concentração acionária.

Tabela. 43 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_3_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em ranqueamento da amostra - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12		
Variáveis	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**
1ª e 2ª Geração Familiar	0,21		0,19	0,39		0,35	-0,12		-0,08	0,74		0,48	0,14		0,13	0,34		0,30	-0,10		-0,07	0,81		0,52	-0,07		-0,06	0,20		0,17	-0,32		-0,23	0,59		0,38
Família na Administração	1,58	**	2,56	1,75	***	2,77	1,97	*	1,93	1,47		1,37	1,61	***	2,62	1,78	***	2,82	1,93	**	1,97	1,44		1,41	1,67	***	2,68	1,81	***	2,82	2,28	**	2,09	1,85		1,56
Propriedade Concentrada_Alta																									-1,07		-1,00	-0,79		-0,69	-2,23		-1,09	-2,58		-1,16
Propriedade Concentrada_Média													0,21		0,31	0,20		0,30	-0,09		-0,09	0,12		0,13												
Propriedade Concentrada_Baixa	0,26		0,30	0,12		0,14	0,52		0,51	0,32		0,28																								
Poder_Controladores_Conselho				1,16		0,96	0,21		0,12	-0,48		-0,29				1,12		0,94	0,30		0,18	-0,44		-0,27				0,98		0,77	-0,02		-0,01	-0,79		-0,49
Índice_*Stake* _Controladores/*Block holders*							0,04		1,17	0,05		1,28							0,04		1,05	0,04		1,21							0,07		1,46	0,08		1,59
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										3,07	*	1,76										2,99	*	1,78										3,57	**	2,02
Q de Tobin	-0,15		-0,51	-0,01		-0,05	-0,34		-0,79	-0,64		-1,52	-0,14		-0,48	0,00		-0,01	-0,30		-0,74	-0,61		-1,55	-0,14		-0,47	-0,01		-0,03	-0,32		-0,79	-0,68	*	-1,70
Indústria Manufatureira	0,02		0,02	0,15		0,20	0,89		0,76	0,92		0,69	-0,02		-0,03	0,13		0,17	0,84		0,71	0,95		0,71	-0,09		-0,12	0,09		0,12	1,01		0,86	1,03		0,78
Idade	0,01		0,87	0,01		0,79	0,02		1,01	0,02		1,23	0,01		0,76	0,01		0,71	0,02		0,97	0,02		1,23	0,01		0,67	0,01		0,66	0,01		0,71	0,02		0,88
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,26		1,44	0,29		1,58	0,59	**	2,11	0,49	*	1,72	0,26		1,42	0,29		1,59	0,57	**	2,07	0,47	*	1,68	0,31		1,62	0,33	*	1,68	0,58	**	2,18	0,47	*	1,79
Investidores Institucionais	-1,54	*	-1,87	-1,15		-1,34	-0,88		-0,54	-1,65		-0,89	-1,45	*	-1,77	-1,11		-1,32	-0,77		-0,46	-1,46		-0,81	-1,67	**	-2,12	-1,31		-1,59	-0,97		-0,61	-1,98		-1,15
Alavancagem Financeira	-1,38		-0,51	-1,95		-0,70	-5,49		-1,16	-3,24		-0,64	-1,40		-0,52	-1,99		-0,72	-5,39		-1,12	-3,14		-0,61	-1,62		-0,58	-2,12		-0,74	-4,97		-1,10	-2,56		-0,53
Folga Financeira	-0,19		-1,43	-0,12		-0,98	-0,01		-0,07	-0,14		-0,86	-0,20		-1,52	-0,13		-1,02	-0,03		-0,19	-0,16		-1,00	-0,18		-1,39	-0,12		-0,94	0,02		0,10	-0,10		-0,57
LN(CAPEX)	-0,02		-0,60	-0,02		-0,47	-0,11		-1,61	-0,11	*	-1,64	-0,02		-0,51	-0,02		-0,42	-0,10		-1,52	-0,11		-1,54	-0,02		-0,57	-0,02		-0,49	-0,09		-1,48	-0,09		-1,39
Novo Mercado e Nível 2	0,84		0,96	0,73		0,82	1,26		1,15	2,04	*	1,80	0,84		0,92	0,70		0,77	1,36		1,27	2,08	*	1,92	0,47		0,50	0,44		0,48	0,91		0,78	1,48		1,19
Adquirente Serial	-0,49		-0,64	-0,47		-0,59	-0,15		-0,14	-0,19		-0,15	-0,51		-0,67	-0,50		-0,62	-0,18		-0,16	-0,21		-0,18	-0,62		-0,77	-0,57		-0,66	-0,46		-0,39	-0,68		-0,47
Aquisição Internacional	-1,47	**	-2,20	-1,45	**	-2,19	-2,52	***	-2,90	-2,55	***	-2,81	-1,50	**	-2,24	-1,48	**	-2,22	-2,49	***	-2,80	-2,58	***	-2,78	-1,53	**	-2,28	-1,50	**	-2,25	-2,74	***	-2,92	-2,75	***	-2,94
_cons	-3,04		-0,77	-4,60		-1,16	-7,16		-1,11	-7,47		-1,17	-2,97		-0,75	-4,59		-1,14	-6,99		-1,05	-7,43		-1,13	-2,59		-0,65	-4,22		-1,04	-6,25		-0,97	-6,32		-0,98
N		226			222			160			150			226			222			160			150			226			222			160			150		
F		1,56			1,55			1,74			2,00			1,57			1,56			1,74			2,04			1,64			1,62			1,75			2,01	
R^2		0,09			0,10			0,15			0,17			0,09			0,10			0,15			0,17			0,09			0,10			0,16			0,18	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do t de *student* e os níveis de significância estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por *Hubber-White Sandwich*; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Evidencia-se que, na tabela 43, são realizados testes de robustez da variável concentração acionária, na subamostra empresas familiares, cujas regressões por mínimos quadrados ordinários utilizam erros-padrão robustos, e têm como variável dependente o CAR_3_Ibovespa (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 3 dias), e como *benchmark* de retorno de mercado, o Ibovespa.

Informa-se que os resultados encontrados, nessa tabela, coadunam com os achados já reportados anteriormente. Entretanto, salienta-se que a variável família na administração tem relação positiva e significante ao CAR_3_Ibovespa, reiteradamente, em modelos diversos analisados.

A seguir, apresentam-se os resultados para os CAR_11_Ibovespa. Reporta-se, primeiramente, a regressão sobre a amostra de todas as empresas, utilizando a classificação legal de grau de concentração acionária.

Tabela. 44 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_11_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1		Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12			Modelo 13		
Variáveis	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**
Empresas Familiares	-0,07		-0,08	0,98		0,91	0,00		0,00	1,32		0,86	-0,26		-0,29	0,93		0,87	-0,26		-0,13	1,06		0,65	-0,39		-0,45	1,02		0,94	0,16		0,08	1,43		0,89	1,09		0,69
Stake Controladores																																					-0,06		-1,55
Propriedade Concentrada>50%	-1,62		-1,61	-1,80		-1,62	-2,09		-1,39	-2,38		-1,56																										
Propriedade Concentrada>20%													-0,95		-0,74	-1,67		-1,01	-2,33		-1,20	-1,86		-0,93														
Propriedade Concentrada>10%																									-10,48		-1,08	-11,27		-1,15	-10,79		-1,04	-10,74		-1,01		
Poder_Controladores_Conselho				3,52	**	2,44	3,97	*	1,80	3,23		1,50				2,98	**	2,06	3,61		1,62	2,75		1,27				3,74	***	2,69	4,44	**	2,13	3,56	*	1,76	2,69		1,25
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*							0,06		1,07	0,05		0,82							0,05		0,84	0,03		0,54							0,04		0,77	0,03		0,51	0,08		1,32
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										-0,22		-0,10										-0,32		-0,14										-0,42		-0,18	0,18		0,08
Q de Tobin	0,35		0,80	0,43		0,95	0,42		0,72	0,47		0,82	0,29		0,68	0,28		0,64	0,23		0,40	0,25		0,44	0,29		0,68	0,32		0,73	0,25		0,42	0,27		0,47	0,33		0,58
Indústria Manufatureira	-1,01		-1,28	-0,48		-0,56	0,70		0,50	0,63		0,46	-0,96		-1,16	-0,17		-0,19	0,90		0,62	0,81		0,58	-1,20		-1,48	-0,60		-0,68	0,22		0,15	0,12		0,08	0,77		0,56
Idade	0,00		0,42	0,00		0,29	0,01		0,55	0,03		1,48	0,00		0,12	0,00		0,07	0,02		0,68	0,04		1,62	0,00		0,04	0,00		-0,01	0,02		0,68	0,04	*	1,73	0,03		1,36
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,15		0,68	0,19		0,81	-0,10		-0,25	-0,25		-0,60	0,15		0,62	0,22		0,85	0,14		0,32	-0,08		-0,18	0,12		0,54	0,14		0,61	0,09		0,22	-0,08		-0,19	-0,20		-0,47
Investidores Institucionais	-1,13		-1,03	-0,32		-0,27	1,60		0,85	1,98		0,95	-0,81		-0,78	-0,13		-0,11	1,42		0,74	1,85		0,86	-0,94		-0,93	-0,04		-0,04	1,55		0,82	1,95		0,92	0,87		0,40
Alavancagem Financeira	-2,89		-0,92	-3,56		-1,06	-4,40		-0,79	-3,38		-0,57	-2,37		-0,76	-2,73		-0,85	-3,81		-0,70	-2,52		-0,45	-2,71		-0,90	-3,62		-1,14	-4,75		-0,91	-3,33		-0,63	-2,78		-0,49
Folga Financeira	-0,07		-0,37	0,16		0,96	0,22		1,38	0,13		0,85	-0,04		-0,18	0,20		1,06	0,30	*	1,67	0,19		1,14	-0,05		-0,23	0,21		1,15	0,28	*	1,68	0,18		1,17	0,26		1,45
LN(CAPEX)	-0,08		-1,08	-0,03		-0,49	-0,09		-1,08	-0,16	*	-1,75	-0,06		-0,95	-0,02		-0,38	-0,08		-1,01	-0,13		-1,55	-0,06		-0,93	-0,01		-0,24	-0,06		-0,77	-0,11		-1,31	-0,15	*	-1,66
Novo Mercado e Nível 2	-1,98	**	-2,08	-1,71		-1,54	-0,13		-0,08	-1,36		-0,87	-1,55	*	-1,76	-1,13		-1,15	0,62		0,41	-0,35		-0,26	-1,59	*	-1,84	-1,24		-1,29	0,42		0,27	-0,58		-0,41	-1,20		-0,77
Adquirente Serial	-0,84		-0,85	-1,35		-1,30	-1,87		-1,36	-1,19		-0,88	-0,84		-0,82	-1,54		-1,41	-2,21		-1,59	-1,41		-0,98	-0,41		-0,43	-0,98		-1,00	-1,49		-1,14	-0,68		-0,57	-1,48		-1,04
Aquisição Internacional	0,19		0,21	0,38		0,43	0,60		0,44	-0,26		-0,19	0,48		0,56	0,68		0,77	0,88		0,69	0,06		0,04	0,31		0,35	0,50		0,56	0,54		0,39	-0,31		-0,23	-0,16		-0,12
_cons	2,99		0,72	-1,55		-0,37	0,79		0,10	2,73		0,34	2,45		0,59	-1,96		-0,47	-1,89		-0,25	0,20		0,03	12,63		1,19	8,51		0,80	6,72		0,56	8,41		0,69	4,62		0,55
N		355			290			187			175			355			290			187			175			355			290			187			175			175	
F		0,88			0,91			1,08			1,26			0,73			0,82			1,07			1,19			0,81			0,92			1,15			1,27			1,14	
R^2		0,03			0,05			0,07			0,08			0,03			0,04			0,07			0,07			0,04			0,06			0,09			0,10			0,09	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do t de *student* e os níveis de significância estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por *Hubber-White Sandwich*; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Evidencia-se que, na tabela 44, são regredidas todas as empresas da amostra por mínimos quadrados ordinários utilizando erros-padrão robustos, e têm como variável dependente o CAR_11_Ibovespa (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 11 dias), e como *benchmark* de retorno de mercado, o Ibovespa.

Reporta-se que se mantiveram os resultados já obtidos anteriormente, nos outros CARs analisados, com exceção da variável poder dos controladores no conselho, que tem relação positiva e significante estatisticamente, em modelos diversos analisados.

A seguir, apresentam-se as regressões do CAR_11_Ibovespa sobre a subamostra empresas familiares, com o intuito de mensurar a relação entre o CAR e variáveis específicas da referida subamostra.

Tabela. 45 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_11_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12		Modelo 13	
Variáveis	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**
1ª e 2ª Geração Familiar	-0,80	-0,52	-1,26	-0,79	-2,26	-1,12	-0,58	-0,25	-0,83	-0,55	-1,18	-0,75	-2,14	-1,09	-0,46	-0,21	-0,75	-0,50	-1,19	-0,76	-2,21	-1,14	-0,71	-0,32	-0,86	-0,37
Família na Administração	0,41	0,41	0,39	0,38	1,39	1,00	0,73	0,51	0,56	0,58	0,59	0,61	1,09	0,78	0,41	0,29	0,80	0,89	0,89	0,98	1,56	1,21	0,79	0,59	0,66	0,47
Stake Controladores																									-0,05	-1,09
Propriedade Concentrada>50%	-1,52	-1,20	-1,81	-1,43	-2,54	-1,57	-1,59	-0,77																		
Propriedade Concentrada>20%									-1,80	-0,93	-1,79	-0,92	-2,42	-1,13	-1,79	-0,81										
Propriedade Concentrada>10%																	-10,25	-1,02	-12,28	-1,25	-12,46	-1,26	-11,18	-1,03		
Poder_Controladores_Conselho			3,95 **	2,36	4,26 *	1,87	3,70	1,63			3,67 **	2,20	4,10 *	1,73	3,46	1,47			4,71 ***	2,84	5,38 **	2,50	4,62 **	2,19	3,29	1,40
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*					0,07	1,26	0,05	0,85					0,05	0,93	0,04	0,69					0,05	0,88	0,04	0,71	0,09	1,25
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							-1,57	-0,58							-2,29	-0,87							-2,12	-0,73	-1,12	-0,40
Q de Tobin	0,33	0,65	0,38	0,71	0,44	0,63	0,22	0,31	0,24	0,48	0,24	0,45	0,26	0,37	0,12	0,17	0,31	0,61	0,36	0,67	0,38	0,54	0,22	0,32	0,11	0,15
Indústria Manufatureira	-1,02	-1,04	-1,53	-1,45	-0,10	-0,07	1,20	0,66	-0,68	-0,66	-1,15	-1,07	0,26	0,17	1,59	0,87	-1,12	-1,11	-1,72	-1,60	-0,65	-0,45	0,56	0,29	1,15	0,64
Idade	0,02	1,13	0,02	1,16	0,02	0,92	0,04	1,38	0,02	1,23	0,02	1,28	0,03	1,24	0,05 *	1,83	0,02	1,30	0,03	1,38	0,03	1,38	0,05 **	2,00	0,04	1,33
Tamanho_LN(Ativo Total)	-0,12	-0,41	-0,17	-0,57	-0,31	-0,69	-0,36	-0,82	-0,05	-0,16	-0,09	-0,28	0,01	0,02	-0,14	-0,28	-0,13	-0,46	-0,17	-0,60	-0,08	-0,17	-0,17	-0,38	-0,31	-0,70
Investidores Institucionais	-1,58	-1,21	-1,16	-0,88	0,91	0,37	3,03	1,02	-1,37	-1,12	-0,90	-0,72	0,94	0,39	3,34	1,20	-1,37	-1,18	-0,77	-0,65	1,15	0,48	3,22	1,16	1,85	0,58
Alavancagem Financeira	-0,32	-0,09	-0,57	-0,15	-2,89	-0,48	-3,83	-0,59	0,37	0,11	0,18	0,05	-2,35	-0,40	-3,58	-0,57	-0,18	-0,05	-0,63	-0,18	-3,21	-0,61	-3,95	-0,70	-3,06	-0,50
Folga Financeira	0,07	0,41	0,22	1,29	0,31 *	1,82	0,20	1,09	0,14	0,76	0,28	1,54	0,39 **	2,09	0,24	1,24	0,09	0,56	0,28	1,61	0,40 **	2,21	0,26	1,34	0,30	1,36
LN(CAPEX)	-0,08	-1,26	-0,06	-0,93	-0,17 *	-1,95	-0,18 *	-1,88	-0,07	-1,18	-0,05	-0,82	-0,16 *	-1,83	-0,19 *	-1,87	-0,07	-1,09	-0,04	-0,63	-0,13 *	-1,68	-0,16 *	-1,66	-0,18 *	-1,84
Novo Mercado e Nível 2	-1,62	-1,23	-1,66	-1,28	-0,58	-0,34	-0,33	-0,17	-1,00	-0,80	-0,92	-0,74	0,67	0,43	0,52	0,32	-1,18	-0,96	-1,15	-0,94	0,22	0,14	0,17	0,10	-0,32	-0,17
Adquirente Serial	-1,25	-1,18	-1,34	-1,22	-1,68	-1,14	-0,98	-0,53	-1,55	-1,29	-1,61	-1,33	-2,05	-1,34	-0,96	-0,53	-0,85	-0,86	-0,87	-0,87	-1,05	-0,78	-0,12	-0,08	-1,14	-0,61
Aquisição Internacional	-0,05	-0,05	-0,03	-0,03	-0,27	-0,19	-0,86	-0,59	0,16	0,17	0,22	0,22	0,02	0,02	-0,85	-0,60	-0,06	-0,06	-0,03	-0,03	-0,38	-0,27	-1,17	-0,79	-0,89	-0,62
_cons	6,46	1,07	5,35	0,84	6,36	0,65	4,35	0,42	5,16	0,88	3,62	0,59	1,23	0,14	0,89	0,10	14,71	1,26	14,64	1,28	11,87	0,93	10,11	0,76	6,37	0,60
N	226		222		160		150		226		222		160		150		226		222		160		150		150	
F	0,76		1,07		1,46		1,32		0,71		1,03		1,39		1,28		0,75		1,19		1,52		1,46		1,17	
R^2	0,05		0,07		0,11		0,10		0,04		0,06		0,10		0,10		0,07		0,10		0,13		0,13		0,11	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do t de *student* e os níveis de significância estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por *Hubber-White Sandwich*; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Evidencia-se que, na tabela 45, são realizadas regressões da subamostra empresas familiares, cujas regressões por mínimos quadrados ordinários utilizam erros-padrão robustos, e têm como variável dependente o CAR_11_Ibovespa (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 11 dias), e como *benchmark* de retorno de mercado, o Ibovespa.
Informa-se que os resultados coadunam-se com os resultados já evidenciados anteriormente, pela análise dos outros CARs. Apenas se salienta a relação positiva e significante da variável poder dos controladores no conselho com a variável CAR_11_Ibovespa.
A seguir, apresentam-se as regressões do CAR_11_Ibovespa sobre toda a amostra, entretanto, utilizando o teste de robustez da variável concentração acionária.

Tabela. 46 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_11_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em ranqueamento da amostra - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
Variáveis	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**	**ß**	**t**
Empresas Familiares	-0,37	-0,41	0,76	0,71	-0,60	-0,30	0,74	0,43	-0,31	-0,35	0,84	0,77	-0,25	-0,13	0,98	0,55	-0,09	-0,10	1,01	0,94	0,07	0,04	1,51	0,94
Propriedade Concentrada_Alta																	-1,88	-1,61	-1,01	-0,79	-2,50	-1,27	-1,88	-0,92
Propriedade Concentrada_Média									-0,10	-0,12	-0,61	-0,67	-1,14	-0,82	-1,12	-0,78								
Propriedade Concentrada_Baixa	1,16	1,07	1,61	1,28	2,19	1,42	1,85	1,18																
Poder_Controladores_Conselho			3,02 **	2,13	3,43	1,54	2,60	1,20			3,24 **	2,28	3,63	1,63	2,77	1,28			2,94 **	2,00	3,56 *	1,64	2,70	1,27
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*					0,06	1,04	0,04	0,74					0,03	0,58	0,02	0,31					0,08	1,31	0,05	0,93
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							-0,68	-0,31							-0,99	-0,45							-0,73	-0,32
Q de Tobin	0,29	0,67	0,25	0,58	0,14	0,24	0,19	0,33	0,25	0,59	0,26	0,60	0,19	0,32	0,25	0,42	0,21	0,48	0,25	0,56	0,23	0,40	0,28	0,47
Indústria Manufatureira	-1,04	-1,30	-0,29	-0,34	0,74	0,53	0,64	0,46	-1,08	-1,33	-0,28	-0,32	0,64	0,46	0,63	0,46	-1,27	-1,53	-0,50	-0,56	0,69	0,49	0,80	0,58
Idade	0,00	0,21	0,00	0,13	0,01	0,63	0,03	1,57	0,00	0,00	0,00	-0,01	0,01	0,56	0,03	1,55	0,00	-0,11	0,00	-0,13	0,01	0,40	0,03	1,33
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,13	0,57	0,18	0,76	0,02	0,04	-0,16	-0,36	0,11	0,47	0,13	0,55	-0,02	-0,06	-0,20	-0,47	0,16	0,69	0,16	0,68	-0,06	-0,15	-0,25	-0,62
Investidores Institucionais	-1,00	-0,94	-0,34	-0,29	0,92	0,47	1,50	0,69	-0,70	-0,68	0,11	0,10	1,36	0,69	1,98	0,91	-1,07	-1,07	-0,10	-0,09	1,23	0,67	1,96	0,94
Alavancagem Financeira	-2,57	-0,81	-3,03	-0,92	-4,64	-0,82	-3,38	-0,57	-2,42	-0,77	-3,06	-0,91	-4,60	-0,80	-3,48	-0,57	-2,95	-0,93	-3,63	-1,05	-3,56	-0,64	-2,62	-0,45
Folga Financeira	-0,02	-0,09	0,22	1,19	0,31 *	1,77	0,21	1,23	-0,06	-0,28	0,19	1,01	0,27	1,54	0,17	1,04	-0,03	-0,18	0,17	0,97	0,26	1,54	0,17	1,10
LN(CAPEX)	-0,06	-0,93	-0,03	-0,46	-0,09	-1,13	-0,15 *	-1,66	-0,06	-0,87	-0,02	-0,29	-0,08	-0,92	-0,14	-1,56	-0,07	-1,02	-0,02	-0,35	-0,06	-0,75	-0,11	-1,30
Novo Mercado e Nível 2	-1,71 *	-1,89	-1,29	-1,28	0,36	0,23	-0,58	-0,41	-1,43	-1,63	-0,89	-0,90	0,69	0,46	-0,30	-0,22	-2,04 **	-2,21	-1,37	-1,31	0,30	0,20	-0,66	-0,44
Adquirente Serial	-0,75	-0,75	-1,32	-1,28	-1,83	-1,36	-1,03	-0,78	-0,71	-0,72	-1,23	-1,18	-1,77	-1,30	-0,87	-0,67	-1,04	-0,98	-1,50	-1,36	-2,38 *	-1,64	-1,48	-1,01
Aquisição Internacional	0,54	0,61	0,72	0,80	0,98	0,75	0,15	0,11	0,45	0,52	0,68	0,77	1,10	0,83	0,20	0,15	0,44	0,51	0,65	0,75	0,76	0,58	-0,10	-0,08
_cons	1,95	0,47	-2,74	-0,66	-1,24	-0,16	0,56	0,07	2,25	0,54	-2,07	-0,49	-0,37	-0,05	1,67	0,21	2,91	0,72	-1,69	-0,41	-0,42	-0,06	1,34	0,18
N	355		290		187		175		355		290		187		175		355		290		187		175	
F	0,74		0,81		1,08		1,17		0,73		0,78		1,14		1,19		0,87		0,82		1,17		1,31	
R^2	0,03		0,04		0,07		0,08		0,02		0,04		0,06		0,07		0,03		0,04		0,06		0,07	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do t de *student* e os níveis de significância estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por *Hubber-White Sandwich*; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Evidencia-se que, na tabela 46, são realizados testes de robustez da variável concentração acionária, para todas as empresas da amostra, utilizando o método mínimos quadrados ordinários com erros-padrão robustos, e têm como variável dependente o CAR_11_Ibovespa (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 11 dias), e como *benchmark* de retorno de mercado, o Ibovespa. Informa-se que os resultados encontrados, nessa tabela, coadunam com os achados já reportados anteriormente.
A seguir, apresentam-se as regressões do CAR_11_Ibovespa sobre a subamostra empresas familiares, entretanto, utilizando o teste de robustez da variável concentração acionária.

Tabela. 47 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_11_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em ranqueamento da amostra - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12		
Variáveis	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**
1ª e 2ª Geração Familiar	-0,67		-0,44	-1,09		-0,70	-2,02		-1,06	-0,62		-0,29	-0,40		-0,27	-0,70		-0,45	-1,79		-0,92	-0,38		-0,18	-0,94		-0,61	-1,12		-0,71	-2,17		-1,12	-0,38		-0,18
Família na Administração	0,73		0,79	0,74		0,79	1,70		1,23	0,94		0,65	0,66		0,71	0,66		0,70	1,33		0,97	0,62		0,44	0,85		0,91	0,84		0,89	1,91		1,24	1,00		0,60
Propriedade Concentrada_Alta																									-0,86		-0,53	-0,04		-0,03	-2,32		-0,86	-1,78		-0,57
Propriedade Concentrada_Média													-1,13		-1,01	-1,61		-1,41	-2,15		-1,46	-1,57		-1,00												
Propriedade Concentrada_Baixa	1,97		1,45	2,17		1,59	2,98	*	1,89	2,19		1,29																								
Poder_Controladores_Conselho				3,77	**	2,29	3,93	*	1,71	3,38		1,46				4,14	**	2,48	4,37	*	1,93	3,68		1,63				3,76	**	2,19	4,10	*	1,77	3,44		1,49
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*							0,07		1,25	0,06		0,95							0,03		0,59	0,03		0,48							0,08		1,26	0,06		0,90
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										-2,34		-0,89										-2,84		-1,07										-2,44		-0,82
Q de Tobin	0,21		0,41	0,18		0,34	0,10		0,13	0,04		0,05	0,21		0,42	0,20		0,38	0,19		0,26	0,12		0,17	0,25		0,48	0,26		0,49	0,31		0,43	0,15		0,20
Indústria Manufatureira	-0,78		-0,80	-1,30		-1,26	0,33		0,23	1,48		0,84	-0,72		-0,74	-1,19		-1,16	0,09		0,07	1,45		0,82	-0,95		-0,94	-1,34		-1,27	0,22		0,16	1,65		0,93
Idade	0,02		1,31	0,03		1,37	0,03		1,21	0,05	*	1,69	0,02		1,31	0,03		1,45	0,03		1,28	0,05	*	1,82	0,02		1,02	0,02		1,14	0,02		0,80	0,04		1,46
Tamanho_LN(Ativo Total)	-0,09		-0,29	-0,13		-0,44	-0,15		-0,34	-0,24		-0,51	-0,17		-0,59	-0,23		-0,77	-0,18		-0,40	-0,26		-0,57	-0,11		-0,37	-0,20		-0,63	-0,25		-0,59	-0,34		-0,82
Investidores Institucionais	-1,63		-1,30	-1,23		-0,96	0,52		0,21	2,85		1,00	-1,18		-0,96	-0,67		-0,55	0,94		0,37	3,44		1,20	-1,25		-1,10	-0,60		-0,53	1,06		0,45	3,58		1,29
Alavancagem Financeira	-0,09		-0,02	-0,18		-0,05	-3,49		-0,57	-4,44		-0,67	0,23		0,06	0,15		0,04	-3,63		-0,58	-4,73		-0,69	-0,16		-0,04	-0,21		-0,05	-2,29		-0,39	-3,67		-0,57
Folga Financeira	0,17		0,95	0,31	*	1,77	0,46	**	2,35	0,31		1,44	0,12		0,68	0,28		1,59	0,39	**	2,04	0,25		1,25	0,11		0,68	0,24		1,43	0,40	**	2,21	0,25		1,29
LN(CAPEX)	-0,08		-1,28	-0,06		-0,94	-0,18	**	-2,03	-0,20	*	-1,95	-0,08		-1,17	-0,05		-0,83	-0,18	*	-1,92	-0,21	*	-1,91	-0,07		-1,10	-0,04		-0,72	-0,13		-1,59	-0,16	*	-1,64
Novo Mercado e Nível 2	-1,28		-1,04	-1,21		-0,99	0,09		0,05	0,12		0,07	-0,71		-0,54	-0,51		-0,40	0,67		0,43	0,59		0,36	-1,30		-0,94	-0,90		-0,68	0,17		0,10	0,04		0,02
Adquirente Serial	-1,28		-1,21	-1,35		-1,25	-1,60		-1,12	-0,68		-0,41	-1,14		-1,10	-1,15		-1,08	-1,43		-0,99	-0,39		-0,23	-1,38		-1,25	-1,37		-1,18	-2,16		-1,39	-1,03		-0,53
Aquisição Internacional	0,23		0,23	0,29		0,29	0,14		0,10	-0,68		-0,47	0,24		0,24	0,35		0,36	0,40		0,29	-0,59		-0,40	0,10		0,10	0,19		0,19	0,01		0,00	-0,91		-0,63
_cons	3,96		0,67	2,55		0,42	1,74		0,19	1,26		0,14	5,12		0,87	3,67		0,60	3,37		0,35	2,35		0,26	5,10		0,89	3,38		0,57	3,32		0,38	2,57		0,30
N	226			222			160			150			226			222			160			150			226			222			160			150		
F	0,77			1,06			1,42			1,25			0,69			1,01			1,50			1,33			0,74			0,99			1,40			1,31		
R^2	0,05			0,07			0,12			0,11			0,04			0,07			0,11			0,11			0,04			0,06			0,09			0,10		

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do t de *student* e os níveis de significância estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por *Hubber-White Sandwich*; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Evidencia-se que, na tabela 47, são realizados testes de robustez da variável concentração acionária na subamostra empresas familiares, cujas regressões por mínimos quadrados ordinários utilizam erros-padrão robustos, e têm como variável dependente o CAR_11_Ibovespa (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 11 dias), e como *benchmark* de retorno de mercado, o Ibovespa. Informa-se que os resultados encontrados, nessa tabela, coadunam com os achados já reportados anteriormente.
A seguir, apresentam-se os resultados para os CAR_21_Ibovespa. Reporta-se, primeiramente, a regressão sobre a amostra de todas as empresas, utilizando a classificação legal de grau de concentração acionária.

Tabela. 48 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_21_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12			Modelo 13		
Variáveis	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**
Empresas Familiares	0,76		0,60	3,61	***	2,62	2,34		1,04	3,49	*	1,78	0,65		0,52	3,61	***	2,62	2,35		1,04	3,50	*	1,73	0,54		0,44	3,69	***	2,66	2,41		1,06	3,51	*	1,80	3,30	*	1,67
Stake Controladores																																							
Propriedade Concentrada>50%	-0,76		-0,61	-0,28		-0,21	-0,02		-0,01	-0,64		-0,35																										-0,04		-0,86
Propriedade Concentrada>20%													0,08		0,05	0,17		0,08	0,05		0,02	-0,09		-0,04															
Propriedade Concentrada>10%																									-12,73		-1,43	-13,97		-1,53	-11,80		-1,20	-12,81		-1,33			
Poder_Controladores_Conselho				3,65	*	1,75	4,82	*	1,70	3,96		1,38				3,61	*	1,70	4,82	*	1,67	3,85		1,33				4,31	**	2,07	5,62	**	2,02	4,73	*	1,67	3,76		1,31
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*							0,02		0,23	0,01		0,07							0,02		0,23	0,00		-0,01							0,02		0,27	0,00		0,07	0,04		0,48
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										3,59		1,07										3,41		0,97										4,10		1,17	4,16		1,21
Q de Tobin	-0,07		-0,11	0,18		0,25	0,13		0,15	0,03		0,04	-0,12		-0,18	0,15		0,21	0,13		0,14	-0,02		-0,02	-0,07		-0,10	0,23		0,32	0,14		0,15	-0,04		-0,04	0,01		0,01
Indústria Manufatureira	-0,23		-0,21	1,01		0,80	2,59		1,48	1,79		0,96	-0,28		-0,25	1,00		0,78	2,58		1,44	1,82		0,97	-0,40		-0,36	0,76		0,60	2,16		1,19	1,10		0,56	1,85		1,00
Idade	-0,01		-0,60	-0,01		-0,56	-0,03		-0,99	-0,01		-0,53	-0,01		-0,82	-0,01		-0,67	-0,03		-1,01	-0,01		-0,53	-0,01		-0,77	-0,01		-0,56	-0,02		-0,83	-0,01		-0,35	-0,02		-0,58
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,33		1,03	0,56	*	1,80	0,01		0,02	-0,10		-0,17	0,30		0,90	0,55		1,63	0,01		0,01	-0,10		-0,14	0,32		1,01	0,57	*	1,81	0,18		0,32	0,10		0,16	-0,06		-0,10
Investidores Institucionais	-0,16		-0,11	0,89		0,57	3,08	*	1,64	1,79		0,72	0,05		0,03	0,99		0,65	3,08	*	1,64	1,85		0,72	-0,25		-0,18	0,72		0,49	3,09	*	1,67	1,49		0,59	0,97		0,37
Alavancagem Financeira	-5,76		-1,32	-6,37		-1,40	-7,78		-1,06	-5,22		-0,65	-5,56		-1,29	-6,40		-1,44	-7,78		-1,08	-5,10		-0,66	-5,89		-1,42	-6,67		-1,55	-8,52		-1,22	-5,50		-0,74	-4,97		-0,62
Folga Financeira	-0,04		-0,14	0,26		1,06	0,35	*	1,79	0,25		1,26	-0,04		-0,13	0,26		1,03	0,35	*	1,74	0,26		1,24	-0,02		-0,06	0,31		1,23	0,40	**	1,98	0,30		1,44	0,33		1,55
LN(CAPEX)	-0,01		-0,08	0,04		0,40	0,09		0,69	0,08		0,50	0,00		-0,01	0,04		0,44	0,09		0,70	0,09		0,57	-0,01		-0,05	0,04		0,45	0,09		0,69	0,10		0,66	0,07		0,46
Novo Mercado e Nível 2	-0,71		-0,54	-0,18		-0,12	1,87		0,92	0,55		0,28	-0,45		-0,36	-0,05		-0,04	1,88		1,05	0,82		0,46	-0,65		-0,53	-0,37		-0,28	1,58		0,86	0,54		0,30	0,27		0,14
Adquirente Serial	-0,90		-0,67	-1,64		-1,17	-3,17	*	-1,78	-3,17	*	-1,73	-0,84		-0,61	-1,62		-1,11	-3,17	*	-1,80	-3,17	*	-1,67	-0,46		-0,35	-1,20		-0,87	-2,57		-1,49	-2,61		-1,50	-3,38	*	-1,82
Aquisição Internacional	0,94		0,69	1,13		0,79	3,52	**	2,06	3,01	*	1,73	1,05		0,80	1,17		0,85	3,52	**	2,12	3,09	*	1,80	0,89		0,67	0,98		0,70	3,02	*	1,74	2,65		1,52	2,95	*	1,70
_cons	-2,25		-0,36	-12,96	**	-2,14	-6,97		-0,68	-5,66		-0,52	-2,63		-0,42	-13,08	**	-2,18	-6,97		-0,71	-6,16		-0,59	10,05		0,92	0,18		0,02	1,59		0,12	2,70		0,20	-3,79		-0,33
N		355			290			187			175			355			290			187			175			355			290			187			175			175	
F		0,39			1,26			1,28			1,37			0,37			1,22			1,27			1,29			0,51			1,38			1,33			1,35			1,36	
R^2		0,01			0,05			0,08			0,07			0,01			0,05			0,08			0,07			0,03			0,07			0,10			0,10			0,08	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do t de *student* e os níveis de significância estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por *Hubber-White Sandwich*; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Evidencia-se que, na tabela 48, são regredidas todas as empresas da amostra por mínimos quadrados ordinários, utilizando erros-padrão robustos, e têm como variável dependente o CAR_21_Ibovespa (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 21 dias), e como *benchmark* de retorno de mercado, o Ibovespa.
Reporta-se que a variável empresas familiares tem relação positiva e significante estatisticamente ao CAR_21_Ibovespa, reiteradamente, em modelos diversos analisados.
Encontrou-se também que as variáveis poder dos controladores no conselho, tamanho da empresa, investidores institucionais, folga financeira e aquisição internacional têm relação positiva e significante ao CAR_21_Ibovespa.
Outrossim, que a variável adquirente serial tem relação negativa e significante ao CAR_21_Ibovespa.
A seguir, apresentam-se as regressões do CAR_21_Ibovespa sobre a subamostra empresas familiares, com o intuito de mensurar a relação entre o CAR e variáveis específicas da referida subamostra.

Tabela. 49 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_21_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12			Modelo 13		
Variáveis	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**
1ª e 2ª Geração Familiar	-3,06	*	-1,68	-3,34	*	-1,78	-4,18	*	-1,86	-3,21		-1,20	-3,09	*	-1,69	-3,33	*	-1,78	-4,21	*	-1,88	-3,39		-1,29	-3,10	*	-1,71	-3,41	*	-1,84	-4,49	**	-2,05	-3,96		-1,54	-3,88		-1,44
Família na Administração	0,57		0,43	0,64		0,47	1,48		0,84	1,05		0,56	0,53		0,41	0,66		0,50	1,42		0,80	1,03		0,56	0,63		0,51	0,81		0,65	1,49		0,89	1,16		0,66	1,02		0,56
Stake Controladores																																					-0,04		-0,78
Propriedade Concentrada>50%	-0,09		-0,06	-0,35		-0,24	0,02		0,01	0,71		0,31																											
Propriedade Concentrada>20%													-0,54		-0,22	-0,52		-0,21	-0,36		-0,13	-0,16		-0,06															
Propriedade Concentrada>10%																									-13,25		-1,39	-15,67	*	-1,69	-14,27		-1,51	-14,07		-1,44			
Poder_Controladores_Conselho				4,42	*	1,78	4,96		1,63	4,39		1,41				4,36	*	1,74	4,91		1,57	4,38		1,37				5,59	**	2,22	6,04	**	2,06	5,58	*	1,83	4,07		1,28
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*							0,00		0,04	-0,01		-0,18							0,00		0,05	0,00		-0,07							0,01		0,08	0,00		0,03	0,04		0,47
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										-0,70		-0,17										-0,08		-0,02										0,78		0,18	1,28		0,30
Q de Tobin	0,52		0,61	0,65		0,72	0,57		0,50	0,39		0,32	0,51		0,60	0,62		0,68	0,56		0,48	0,39		0,32	0,60		0,70	0,74		0,81	0,62		0,54	0,44		0,36	0,33		0,27
Indústria Manufatureira	1,10		0,84	0,69		0,49	2,00		1,08	2,49		1,05	1,17		0,89	0,78		0,55	2,03		1,07	2,31		0,99	0,80		0,62	0,24		0,17	1,20		0,65	1,02		0,42	1,96		0,85
Idade	-0,01		-0,36	-0,01		-0,35	-0,02		-0,71	-0,01		-0,27	-0,01		-0,34	-0,01		-0,32	-0,02		-0,68	-0,01		-0,36	0,00		-0,21	0,00		-0,15	-0,01		-0,43	-0,01		-0,22	-0,02		-0,51
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,17		0,44	0,17		0,41	-0,04		-0,07	-0,05		-0,08	0,20		0,49	0,20		0,45	-0,01		-0,01	-0,04		-0,06	0,20		0,51	0,20		0,47	0,16		0,24	0,15		0,22	-0,04		-0,05
Investidores Institucionais	-0,61		-0,35	-0,06		-0,03	2,00		0,69	2,99		0,78	-0,66		-0,39	-0,04		-0,02	1,95		0,68	2,54		0,67	-0,94		-0,57	-0,18		-0,11	1,85		0,65	1,72		0,46	0,90		0,22
Alavancagem Financeira	-1,88		-0,36	-2,65		-0,49	-5,45		-0,68	-5,94		-0,67	-1,76		-0,35	-2,47		-0,47	-5,40		-0,69	-5,77		-0,66	-2,15		-0,44	-3,12		-0,62	-6,06		-0,83	-5,63		-0,69	-4,96		-0,57
Folga Financeira	0,28		0,99	0,46		1,60	0,53	**	2,06	0,45		1,61	0,29		1,03	0,47	*	1,66	0,53	**	2,07	0,45		1,54	0,28		0,99	0,51	*	1,77	0,58	**	2,20	0,50	*	1,71	0,51	*	1,72
LN(CAPEX)	-0,03		-0,32	-0,01		-0,06	-0,01		-0,08	0,00		-0,03	-0,03		-0,34	0,00		-0,05	-0,01		-0,11	-0,01		-0,07	-0,03		-0,33	0,00		0,03	-0,01		-0,10	0,01		0,05	-0,02		-0,11
Novo Mercado e Nível 2	-0,31		-0,17	-0,38		-0,21	1,71		0,83	1,78		0,72	-0,28		-0,16	-0,24		-0,14	1,70		0,91	1,43		0,68	-0,55		-0,32	-0,56		-0,33	1,23		0,64	1,06		0,50	0,79		0,33
Adquirente Serial	-0,94		-0,64	-1,07		-0,70	-2,70		-1,41	-2,39		-1,02	-1,02		-0,65	-1,14		-0,71	-2,73		-1,41	-2,55		-1,08	-0,39		-0,28	-0,43		-0,30	-1,75		-0,96	-1,80		-0,86	-2,89		-1,23
Aquisição Internacional	0,22		0,14	0,24		0,15	2,12		1,23	1,85		1,02	0,23		0,16	0,29		0,19	2,08		1,23	1,81		1,00	-0,04		-0,02	0,00		0,00	1,40		0,81	1,32		0,73	1,73		0,95
_cons	0,52		0,06	-1,79		-0,20	-0,43		-0,03	-1,64		-0,12	0,52		0,06	-2,11		-0,24	-0,59		-0,05	-0,59		-0,05	13,18		1,04	12,20		0,97	10,30		0,70	9,92		0,66	3,20		0,22
N		226			222			160			150			226			222			160			150			226			222			160			150			150	
F		0,52			0,73			1,11			0,89			0,53			0,73			1,11			0,86			0,71			1,04			1,33			1,06			0,90	
R^2		0,03			0,04			0,08			0,07			0,03			0,04			0,08			0,07			0,05			0,08			0,12			0,10			0,07	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do t de *student* e os níveis de significância estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por *Hubber-White Sandwich*; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Evidencia-se que, na tabela 49, são realizadas regressões da subamostra empresas familiares, cujas regressões por mínimos quadrados ordinários utilizam erros-padrão robustos, e têm como variável dependente o CAR_21_Ibovespa (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 21 dias), e como *benchmark* de retorno de mercado, o Ibovespa.
Encontrou-se que a variável 1ª e 2ª geração familiar é negativamente relacionada ao CAR_21_Ibovespa, e é significante estatisticamente, em modelos diversos analisados. Evidencia-se também que as variáveis poder dos controladores no conselho e folga financeira têm relação positiva e significante com o CAR_21_Ibovespa, em modelos diversos analisados.
A seguir, apresentam-se as regressões do CAR_21_Ibovespa sobre toda a amostra, entretanto, utilizando o teste de robustez da variável concentração acionária.

Tabela. 50 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_21_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em ranqueamento da amostra - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12		
Variáveis	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**
Empresas Familiares	0,64		0,53	3,58	***	2,60	2,30		1,00	3,48	*	1,66	0,75		0,62	3,66	***	2,65	2,55		1,12	3,83	*	1,81	0,86		0,68	3,67	***	2,65	2,30		1,03	3,67	*	1,87
Propriedade Concentrada_Alta																									-1,90		-1,17	-1,00		-0,58	-3,38		-1,33	-3,82		-1,28
Propriedade Concentrada_Média													0,58		0,53	0,31		0,26	0,68		0,39	0,76		0,40												
Propriedade Concentrada_Baixa	0,18		0,13	0,19		0,12	0,13		0,07	0,10		0,05																								
Poder_Controladores_Conselho				3,57	*	1,69	4,81		1,64	3,84		1,31				3,55	*	1,70	4,87	*	1,67	3,90		1,34				3,37		1,58	4,62	*	1,64	3,59		1,27
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*							0,02		0,24	0,00		0,00							0,02		0,29	0,00		0,04							0,07		0,81	0,05		0,66
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										3,40		1,01										3,36		0,99										3,98		1,14
Q de Tobin	-0,11		-0,17	0,15		0,21	0,12		0,13	-0,02		-0,02	-0,15		-0,22	0,15		0,21	0,16		0,18	0,02		0,02	-0,16		-0,24	0,14		0,20	0,12		0,14	-0,05		-0,06
Indústria Manufatureira	-0,26		-0,24	1,03		0,83	2,59		1,49	1,81		0,97	-0,36		-0,32	0,97		0,77	2,57		1,47	1,88		1,00	-0,45		-0,40	0,91		0,71	2,69		1,55	1,97		1,07
Idade	-0,01		-0,77	-0,01		-0,62	-0,03		-0,99	-0,01		-0,53	-0,01		-0,90	-0,01		-0,69	-0,03		-1,04	-0,02		-0,59	-0,01		-0,90	-0,01		-0,68	-0,03		-1,07	-0,02		-0,68
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,31		0,96	0,56	*	1,77	0,02		0,03	-0,10		-0,16	0,31		0,98	0,56	*	1,76	-0,01		-0,02	-0,14		-0,23	0,36		1,11	0,59	*	1,82	0,02		0,03	-0,09		-0,15
Investidores Institucionais	-0,01		-0,01	0,90		0,57	3,04		1,55	1,83		0,70	0,08		0,05	0,98		0,65	3,19	*	1,69	2,06		0,81	-0,33		-0,25	0,72		0,50	2,66		1,45	1,25		0,50
Alavancagem Financeira	-5,57		-1,28	-6,30		-1,40	-7,81		-1,05	-5,15		-0,63	-5,64		-1,31	-6,48		-1,44	-7,46		-0,99	-4,82		-0,59	-6,07		-1,40	-6,61		-1,46	-7,08		-0,97	-4,31		-0,54
Folga Financeira	-0,03		-0,10	0,27		1,08	0,36	*	1,84	0,26		1,28	-0,05		-0,17	0,26		1,03	0,34	*	1,74	0,25		1,21	-0,01		-0,02	0,27		1,08	0,38	*	1,93	0,31		1,49
LN(CAPEX)	0,00		-0,02	0,04		0,41	0,09		0,68	0,08		0,56	0,00		-0,01	0,04		0,44	0,10		0,79	0,10		0,67	-0,01		-0,09	0,03		0,38	0,09		0,78	0,11		0,77
Novo Mercado e Nível 2	-0,50		-0,39	-0,10		-0,07	1,86		1,01	0,81		0,45	-0,51		-0,41	-0,12		-0,09	1,88		1,05	0,79		0,45	-1,07		-0,81	-0,43		-0,30	1,36		0,71	0,18		0,09
Adquirente Serial	-0,85		-0,63	-1,64		-1,16	-3,16	*	-1,80	-3,15	*	-1,72	-0,94		-0,69	-1,69		-1,19	-3,33	*	-1,85	-3,34	*	-1,78	-1,16		-0,82	-1,81		-1,25	-3,64	**	-1,98	-3,84	*	-1,95
Aquisição Internacional	1,07		0,81	1,18		0,85	3,52	**	2,11	3,10	*	1,79	1,01		0,76	1,16		0,84	3,46	**	2,07	2,99	*	1,72	1,05		0,80	1,17		0,85	3,20	*	1,88	2,78		1,59
_cons	-2,65		-0,42	-13,12	**	-2,20	-7,00		-0,71	-6,15		-0,58	-2,85		-0,46	-13,11	**	-2,18	-7,44		-0,75	-6,57		-0,62	-1,92		-0,31	-12,58	**	-2,11	-6,03		-0,63	-5,47		-0,54
N		355			290			187			175			355			290			187			175			355			290			187			175		
F		0,36			1,22			1,25			1,30			0,41			1,24			1,28			1,30			0,46			1,34			1,56			1,37	
R^2		0,01			0,05			0,08			0,07			0,01			0,05			0,08			0,08			0,02			0,05			0,09			0,08	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do t de *student* e os níveis de significância estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por *Hubber-White Sandwich*; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Evidencia-se que, na tabela 50, são realizados testes de robustez da variável concentração acionária, para todas as empresas por mínimos quadrados ordinários, utilizando erros-padrão robustos, e têm como variável dependente o CAR_21_Ibovespa (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 21 dias), e como *benchmark* de retorno de mercado, o Ibovespa.
Informa-se que os resultados encontrados, nessa tabela, coadunam com os achados já reportados anteriormente. Apenas se salienta que a variável empresas familiares é positivamente relacionada ao CAR_21_Ibovespa, e significante estatisticamente, em modelos diversos analisados.
A seguir, apresentam-se as regressões do CAR_21_Ibovespa sobre a subamostra empresas familiares, entretanto, utilizando o teste de robustez da variável concentração acionária.

Tabela. 51 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_21_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em ranqueamento da amostra - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12		
Variáveis	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**	**ß**		**t**
1ª e 2ª Geração Familiar	-3,03	*	-1,67	-3,30	*	-1,77	-4,21	*	-1,89	-3,47		-1,31	-3,25	*	-1,81	-3,40	*	-1,83	-4,20	*	-1,89	-3,30		-1,25	-3,99	**	-2,25	-4,03	**	-2,20	-4,84	**	-2,33	-4,02	*	-1,66
Família na Administração	0,57		0,46	0,69		0,54	1,53		0,86	1,12		0,58	0,67		0,54	0,77		0,60	1,51		0,86	1,10		0,60	0,89		0,71	0,92		0,73	2,51		1,35	2,34		1,17
Propriedade Concentrada_Alta																									-3,70	*	-1,67	-2,95		-1,29	-6,71	**	-2,05	-7,94	**	-2,03
Propriedade Concentrada_Média													0,70		0,47	0,35		0,23	0,24		0,13	0,69		0,34												
Propriedade Concentrada_Baixa	0,91		0,53	0,96		0,56	0,97		0,48	0,60		0,28																								
Poder_Controladores_Conselho				4,39	*	1,77	4,80		1,55	4,31		1,36				4,31	*	1,72	4,97		1,63	4,40		1,41				3,71		1,43	4,00		1,34	3,31		1,09
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*							0,01		0,17	0,00		0,01							0,00		0,06	0,00		-0,03							0,10		1,31	0,11		1,30
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										0,01		0,00										-0,13		-0,03										1,66		0,37
Q de Tobin	0,49		0,58	0,59		0,64	0,50		0,42	0,35		0,29	0,53		0,61	0,64		0,69	0,59		0,50	0,43		0,35	0,54		0,63	0,63		0,69	0,51		0,44	0,20		0,17
Indústria Manufatureira	1,15		0,91	0,75		0,54	2,10		1,13	2,28		0,99	1,01		0,78	0,70		0,50	2,00		1,07	2,37		1,02	0,79		0,61	0,51		0,37	2,50		1,41	2,59		1,17
Idade	-0,01		-0,30	-0,01		-0,27	-0,02		-0,65	-0,01		-0,36	-0,01		-0,45	-0,01		-0,39	-0,02		-0,72	-0,01		-0,40	-0,02		-0,64	-0,01		-0,58	-0,03		-1,11	-0,03		-0,84
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,20		0,51	0,19		0,47	-0,01		-0,02	-0,03		-0,05	0,18		0,46	0,17		0,41	-0,05		-0,08	-0,09		-0,14	0,35		0,82	0,31		0,70	-0,03		-0,05	-0,07		-0,11
Investidores Institucionais	-0,83		-0,47	-0,23		-0,13	1,75		0,60	2,30		0,60	-0,52		-0,30	0,07		0,04	2,04		0,70	2,80		0,74	-1,29		-0,83	-0,66		-0,42	1,36		0,52	1,10		0,31
Alavancagem Financeira	-1,92		-0,37	-2,57		-0,47	-5,72		-0,70	-5,91		-0,65	-1,98		-0,39	-2,66		-0,50	-5,34		-0,65	-5,55		-0,60	-2,73		-0,53	-3,19		-0,60	-4,32		-0,55	-3,88		-0,44
Folga Financeira	0,31		1,11	0,50	*	1,76	0,56	**	2,16	0,47		1,55	0,27		0,96	0,45		1,61	0,52	**	2,05	0,43		1,48	0,34		1,27	0,48	*	1,74	0,66	***	2,62	0,62	**	2,15
LN(CAPEX)	-0,03		-0,39	-0,01		-0,11	-0,03		-0,20	-0,02		-0,11	-0,02		-0,25	0,00		0,00	-0,01		-0,05	0,01		0,03	-0,03		-0,33	-0,01		-0,08	0,01		0,09	0,05		0,31
Novo Mercado e Nível 2	-0,41		-0,24	-0,37		-0,21	1,52		0,79	1,33		0,62	-0,43		-0,24	-0,31		-0,17	1,70		0,91	1,36		0,66	-1,71		-0,88	-1,35		-0,72	0,35		0,16	-0,46		-0,18
Adquirente Serial	-0,94		-0,64	-1,06		-0,70	-2,61		-1,38	-2,52		-1,11	-1,02		-0,71	-1,12		-0,74	-2,75		-1,45	-2,65		-1,17	-1,40		-0,95	-1,45		-0,94	-3,49	*	-1,84	-4,02	*	-1,65
Aquisição Internacional	0,27		0,18	0,33		0,21	2,08		1,22	1,84		1,00	0,16		0,11	0,25		0,16	2,10		1,24	1,74		0,95	0,05		0,03	0,12		0,08	1,41		0,82	1,24		0,67
_cons	0,02		0,00	-2,54		-0,29	-0,65		-0,05	-0,66		-0,05	0,25		0,03	-2,25		-0,26	-0,49		-0,04	-0,73		-0,06	1,55		0,19	-0,91		-0,11	1,91		0,17	2,78		0,24
N		226			222			160			150			226			222			160			150			226			222			160			150	
F		0,55			0,77			1,14			0,87			0,55			0,71			1,11			0,87			0,87			0,96			1,95			1,57	
R^2		0,03			0,04			0,08			0,07			0,03			0,04			0,08			0,07			0,04			0,05			0,09			0,09	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do t de *student* e os níveis de significância estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por *Hubber-White Sandwich*; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.
Fonte: Elaborado pelo autor.

Evidencia-se que, na tabela 51, são realizados testes de robustez da variável concentração acionária na subamostra empresas familiares, cujas regressões por mínimos quadrados ordinários utilizam erros-padrão robustos, e têm como variável dependente o CAR_21_Ibovespa (*cumulative abnormal return*, da janela de evento de 21 dias), e como *benchmark* de retorno de mercado, o Ibovespa.
Informa-se que os resultados encontrados, nessa tabela, coadunam com os achados já reportados anteriormente. Apenas se salienta que as variáveis 1ª e 2ª geração familiar e adquirente serial são negativamente relacionadas ao CAR_21_Ibovespa, e são significantes estatisticamente em modelos diversos analisados.
Outrossim, que as variáveis poder dos controladores no conselho e folga financeira têm relação positiva e significante com o CAR_21_Ibovespa, em modelos diversos analisados.
Dessa forma, como já foram evidenciados os resultados obtidos, pelas análises multivariadas, dos modelos de regressões por MQO (mínimos quadrados ordinários), com erros-padrão robustos por *Hubber-White Sandwich*, por meio das tabelas reportadas anteriormente, já se torna possível responder às hipóteses faltantes da pesquisa.
Logo, seguem.

Hipótese 3. Retornos anormais em aquisições de empresas estão relacionados positivamente às empresas familiares cujo gestor é membro da familia controladora.

Foram encontrados para os modelos analisados, que os retornos anormais estão relacionados positivamente à empresa familiar, cujo gestor é membro da família controladora. Entretanto, evidencia-se que, somente para o CAR_3 (três dias - janela de eventos), encontrou-se que é altamente significante a referida relação. Portanto, existem evidências de que há relação positiva entre o retorno anormal em eventos de aquisições e empresas familiares, quando o gestor é membro da família controladora.

Hipótese 4. Retornos anormais em aquisições de empresas estão relacionados positivamente às empresas familiares de primeira e segunda gerações.

Foram encontrados, para os modelos estatisticamente significantes, neste trabalho analisados, que os retornos anormais em eventos de aquisições de empresas estão relacionados negativamente à variável empresas familiares de primeira e segunda gerações. Portanto, pode-se afirmar que não há evidências de relação positiva entre o retorno anormal em eventos de aquisições de empresas familiares, e empresas de primeira e segunda gerações familiares.

É importante ressaltar que não se encontraram diferenças significativas, nos resultados do teste de robustez para o *benchmark* de retorno de mercado – IBRX50, para ambas técnicas estatísticas utilizadas, MQO com erros-padrão robustos e *Bootstrap*.

Igualmente, evidencia-se que não houve diferenças significativas, aos resultados dos modelos, e que estes, se coadunam, ao utilizar a técnica estatística de *resampling Bootstrap*. Dessa forma, não se reportarão os resultados obtidos pelo teste de robustez para o *benchmark* de retorno de mercado – IBRX50, no corpo de desenvolvimento do texto dessa dissertação, bem como os resultados obtidos pela técnica estatística de *resampling*, *Bootstrap*. Entretanto, informa-se que serão inseridos como apêndice no presente trabalho.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo geral investigar os impactos oriundos da variável propriedade familiar sobre os retornos anormais em eventos de aquisições de empresas. Analisou-se ainda a relação entre variáveis específicas pertinentes à propriedade familiar em relação aos retornos anormais mensurados.

Reporta-se também que foram comparados os retornos anormais entre empresas familiares e empresas não familiares em eventos de aquisições de empresas, a fim de verificar e analisar a existência de possível diferença de desempenho em aquisições de empresas entre as referidas classificações de empresas mensuradas pelos retornos anormais acumulados (CAR – *cumulative abnormal return*).

Esta pesquisa, em conformidade com a literatura apresentada, no capítulo Fundamentação Teórica, estabeleceu ainda as seguintes hipóteses testadas pela presente pesquisa:

Hipótese 1. Empresas familiares geram valor em eventos de aquisições de empresas.

Hipótese 2. Empresas familiares têm maiores retornos anormais em aquisições de empresas do que empresas não familiares;

Hipótese 3. Retornos anormais em aquisições de empresas estão relacionados positivamente às empresas familiares cujo gestor é membro da familia controladora;

Hipótese 4. Retornos anormais em aquisições de empresas estão relacionados positivamente às empresas familiares de primeira e segunda gerações;

Hipótese 5. Retornos anormais em aquisições de empresas estão relacionados positivamente ao grau de concentração acionária detido pela família controladora.

Como conclusão final do trabalho, reportam-se sucintamente os principais achados globais da pesquisa, respondendo novamente às hipóteses e arguições estabelecidas, para atingir o objetivo desta pesquisa.

Dessa forma, evidencia-se que foram realizadas análises univariadas, bivariadas e multivariadas, com a utilização dos devidos instrumentais estatísticos informados em seção própria, a fim de testar as hipóteses de pesquisa. Como fechamento global da hipótese 1, conclue-se que há evidências de que empresas familiares geram valor em eventos de

aquisições de empresas, pois em análise univariada do CAR (*cumulative abnormal return*), foi encontrado que, no dia dos anúncios dos eventos de aquisições de empresas (CAR_1), resultaram retornos anormais positivos e significantes estatisticamente ($p<0.10$). Corroboram-se a essa conclusão mencionada os resultados encontrados nas análises multivariadas, em que empresas familiares têm relação positiva e significante reiteradamente em técnicas estatísticas e modelos diversos, utilizados e analisados para o (CAR_21).

Como conclusão global da hipótese 2, reporta-se que, quando analisados apenas univariadamente, os CAR das subamostras empresas familiares e não familiares, a tendência pode ser aceitar a referida hipótese, pois apesar de, em geral, ambas subamostras terem ACAR positivos, empresas familiares têm maiores ACARs e, em (CAR_1), é significante estatisticamente. Entretanto, quando analisadas estatisticamente as diferenças entre as médias dos CARs, das empresas familiares e não familiares, há evidências de que não se confirma a referida hipótese, segundo reportado na tabela 15. Portanto, a conclusão final da hipótese 2 é que não há evidências de que empresas familiares tenham maiores retornos anormais positivos do que empresas não familiares.

As hipóteses 3, 4 e 5 são oriundas da literatura de empresas familiares, fundamentadas em capítulo próprio, onde se visou mensurar o impacto dessas características específicas em eventos de aquisições de empresas. Dessa forma, quanto à hipótese 3, foram encontrados, para todos os modelos e CARs analisados, que o retorno anormal está relacionado positivamente à empresa familiar, cujo gestor é membro da família controladora. Entretanto, evidencia-se que somente para o CAR_3 (três dias - janela de eventos), encontrou-se que é altamente significante a referida relação. Portanto, existem evidências de que há relação positiva entre o retorno anormal em eventos de aquisições de empresas familiares, quando o gestor é membro da família controladora.

Por outro lado, quanto à hipótese 4, não existem evidências de que os retornos anormais em aquisições de empresas estão relacionados positivamente às empresas familiares de primeira e segunda gerações.

Referente à última hipótese desta pesquisa, reporta-se que, em análise parcial e univariada, encontrou-se que para o grau de concentração acionária média e superior a 20% de *stake* detido pela família controladora, há evidências de que retornos anormais estão relacionados positivamente e significantemente aos graus de concentração acionária mencionados. Entretanto, como conclusão final, tendo como base também as análises bivariadas e multivariadas, conclue-se que não se pode afirmar a existência de relação positiva entre o grau

de concentração acionária detido pela família controladora, e retornos anormais em aquisições de empresas. Desse modo, para a hipótese 5 de pesquisa, não se confirma que os retornos anormais em aquisições de empresas estão positivamente relacionados ao grau de concentração acionária detido pela família controladora.

Logo, o presente trabalho atendeu plenamente aos objetivos, às arguições, e às hipóteses de pesquisa aqui estabelecidos. Foram testadas as hipóteses, que resultaram nas respostas das arguições e objetivos da pesquisa anteriormente estabelecidos, a saber: i) há evidências de que a propriedade familiar possa resultar em retornos anormais, e que há variáveis que podem influenciar seu desempenho, como por exemplo, família atuante na gestão da empresa, entre outras variáveis; ii) não há evidências de que os retornos anormais sejam distintas entre empresas familiares e empresas não familiares.

Quanto à sugestão para trabalhos futuros, sugere-se o desdobramento da análise da relação entre retornos anormais em eventos de aquisições de empresas e a variável concentração acionária, em que pode ser interessante a investigação mais profunda e exaustiva sobre os efeitos dos retornos anormais e a variável concentração acionária. Outrossim, recomenda-se a extensão do período amostral para verificação dos resultados com um período mais longo, e/ou análise de outro corte no tempo. Por fim, sugere-se ainda a utilização de outras métricas de desempenho para maior robustez na comparação entre resultados de empresas familiares e não familiares.

REFERÊNCIAS

ADAMS, R.B.; ALMEIDA, H.; FERREIRA, D. *Understanding the relationship between founder-CEOs and firm performance.* **Journal of Empirical Finance**. [S.l.], v.16, p.136-150, 2009.

AGRAWAL, A.; JAFFE, J. F.; MANDELKER, G. N. *The post-merger performance of acquiring firms: A reexamination of an anomaly***. The Journal of Finance**. [S.l.], v.47, p.1605-1621, 1992.

ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. *Production, information cost and economic organization.* **The American Economic Review**. [S.l.], v. 62, n.5, p.777-795, 12/1972.

ALVAREZ, S. A.; BUSENITZ, L. W. *The entrepreneurship of resource-based theory.* **Journal of Management,** [S.l.], v.27, n.6, p.755–775, 12/2001.

ANBID. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Merger & Acquisition Report.** Disponível em: <***http://www.anbid.com.br/institucional/CalandraRedirect/?temp=3&proj=ANBID&pub=T&nome=sec_ESTATISTICAS_FINANCAS_fusoes&db***>. Acesso em 29/112012 às 09:00h.

ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. e ZHAO, W. *Family-controlled firms and informed trading: Evidence from short sales.* **The Journal of Finance**. [S.l.], v.67, n.1, 02/2012.

ANDRADE, W. R. A. **Efeitos da diversificação no valor das empresas do mercado de telecomunicações:** teste do modelo de Berger e Ofek. Dissertação de mestrado. Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil, 2002.

ASQUITH, P. *Merger bids, uncertainty, and stockholder returns.* **Journal of Financial Economics**. [S.l.], v.11, p.51-83, 1983

ASQUITH, P.; KIM, E. H. *The impact of merger bids on the participating firms' security holders***. The Journal of Finance**. [S.l.], v.37, p.1209-1228, 1982

ASSOCIAÇÃO DAS EMPRESAS FAMILIARES. **O que é uma Empresa Familiar?** Disponível em: <http://www.empresasfamiliares.pt/o-que-e-uma-empresa-familiar?article=287-o-que-e-uma-ef>. Acesso em 10/11/2013 às 09:00h.

ASTRACHAN, J. H. *Welcome from the Editor.* **Journal of Family Business Strategy**. [S.l.], v.1, 2010.

AYBAR, B.; FICICI, A. *Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals.* **Journal of International Business Studies**. [S.l.], v.40, p.1317-1338, 2009.

BAHGAT, S.; MALHOTRA, S. & ZHU, P. *Emerging country cross-border acquisitions: Characteristics, acquirer returns and cross-sectional determinants*. **Emerging Markets Review**. [S.l.], v.12 , p.250-271, 2011.

BARRETO, A. V. P.; HONORATO, C. de F. **Manual de sobrevivência na Selva Acadêmica.** Rio de Janeiro: Objeto Direto, 1998.

BAZERMAN, M. H.; MOORE, D. A. ***Judgment in managerial decision making***. New York: John Wiley & Sons, Inc. New York, 2010.

BERKOVITCH, E., & NARAYARANAN, M. P. *Motives for takeovers: an empirical investigation.* **Journal of Financial and Quantitative Analysis.** [S.l.]**,** v.28, n.3, p.347-363, 1993.

BERNHOEFT, R. **Empresa familiar**: sucessão profissionalizada ou sobrevivência comprometida. São Paulo: Ibecon (Instituto Brasileiro de Educação Continuada), 1987.

BERTRAND, J. *Theorie Mathematique de la Richesse Sociale.* **Journal des Savants.** [S.l.], pp. 499-508, 1883.

BERTRAND, M.; MULLAINATHAN, S. *Agents with and without principals.* **American Economic Review.** v.90, p.203-208, 2000.

BESANKO, D; DRANOVE, D.; SHANLEY, M.; SCHAEFER, S. **A Economia da Estratégia.** 3ª Edição. Porto Alegre, Bookman, 2006.

BLANCO-MAZAGATOS, V.; de QUEVEDO-PUENTE, E.; CASTRILLO, L. A. *The trade-off between financial resources and agency costs in the family business: An exploratory study.* **Family Business Review**. [S.l.], v.20, n.3, p.199–213, 2007.

BLOOMBERG®. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/>. Acesso em: 1º semestre de 2013.

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em: 15.05.2013 às 07:00h.

BRADLEY, M.; DESAI, A.; KIM, E. H. *Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms.* **Journal of Financial Economics.** [S.l.], 21: 3-40, 1988.

BRASIL. **Lei 6.404**, de 15 de Dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em 10/12/2012 às 09:00h.

BRASIL. **Lei 11.638**, de 28 de Dezembro de 2007. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm>. Acesso em 10/12/2012 às 08:00h.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. *Using daily stock returns: The case of event studies.* **Journal of Financial Economics**. [S.l.], v.14, n.1, p.3–31, 1985.

BRUNER, R. F. *The use of excess cash and debt capacity as a motive for merger*. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. [S.l.], v.23, p.199-217, 1988.

CAMARGOS, M. A., & BARBOSA, F. V. Análise empírica do retorno acionário anormal e da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994 e 2001. **Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, Brasília, DF, Brasil, 29. Setembro, 2005.

CAMARGOS, M. A.; COUTINHO, E. S. A teoria da firma e a fundamentação teórica para fusões e aquisições: um análise de suas interfaces. **RAC-Eletrônica**, Curitiba, v.2, n.2, art. 7, p. 273-295, Maio/Ago, 2008.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. ***The econometrics of financial markets***. 2.ed. New Jersey: Princeton University Press, 1997.

CANO, L. **O recente processo de fusões e aquisições na economia brasileira**. Dissertação de mestrado. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, SP, Brasil, 2002.

CAROW, K.; HERON, R.; SAXTON, T. *Do early birds get the returns? An empirical investigation of early-mover advantages in acquisitions.* **Strategic Management Journal.** [S.l.], v.25, p.563-585, 2004.

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A.. **Metodologia Científica**. 5.ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

CHANDLER, A. D. ***Scale and Scope***. Cambridge: Havard University Press, 1990.

CHATTERJEE, S. *Sources of value in takeovers: Synergy or restructuring implications for target and bidder firms.* **Strategic Management Journal**. [S.l.], v.13, p.267-286, 1992.

CHUA, J. H.; CHRISMAN, J. J. e SHARMA, P. *Defining the Family business by behavior*. **Entrepreneurship Theory and Practice.** v.23, n.4, p.19-39, 1999.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. H. P. *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*. **Journal of Financial Economics**. [S.l.], n.58, p.81-112, 2000.

CNBC. **Asia's Richest Families.** Disponível em: <www.cnbc.com>. Acessado em: 29/04/2013 às 18:00h.

COASE, R. *The nature of the firm.* **Economica**. [S.l.], v.4, p. 386-405, 1937.

COSTA JR., J. V. da. **Retornos anormais versus performances operacionais anormais de firmas brasileiras envolvidas em fusões e aquisições no período de 2002 a 2006**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008.

COURNOT, A. (1838). **Researches into the mathematical principles of the theory of wealth.** London: Macmillan & Co., Ltd., 1897. Disponibilizado gratuitamente no sítio: <http://www.archive.org/stream/researchesintom00fishgoog#page/n8/mode/2up>. Acessado em: 18.10.2012 às 19:00hs.

CREMERS, M.; NAIR, V. B. *Governance mechanisms and equity prices.* **The Journal of Finance**. [S.l.], v.60, p.2859-2894, 2005.

CUERVO-CAZURRA, A.; MALONEY, M. M.; MANRAKHAN, S. *Causes of the difficulties in internationalization.* **Journal of International Business Studies**. [S.l.], v.38, n.5, p.709–725, 2007.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 26.05.2013 às 05:30h.

DATASTREAM DATABASE. Acesso em: FEA USP Biblioteca no 2º semestre de 2012.

DATTA, D. K.; PINCHES, G. E.; NARAYANAN, V. K. *Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions—A meta-analysis.* **Strategic Management Journal**. [S.l.], v.13, p.67-84, 1992.

DAWAR, N.; FROST, T**.** *Competing with giants: Survival strategies for local companies in emerging markets.* **Harvard Business Review.** [S.l.], v.77, n.2, p.119–132, 1999.

DEMSETZ, H. *Toward a theory of property rights.* **American Economic Review**. [S.l.], v.62, n.2, p.347-359, 1967.

DODD, P. *Merger proposals, management discretion and stockholder wealth*. **Journal of Financial Economics**. [S.l.], v.8, p.105-137, 1980.

DONALDSON, T.; PRESTON, L. E. *The stakeholder theory of the Corporation: concepts, evidence, and implications.* **Academy of Management Review**. [S.l.], v.20,n.1, p.65-91, 1995.

DONNELLEY, R. G**.** A empresa familiar**. Revista de Administração de Empresas - RAE**. Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, v. 7, n. 23, p.161-198, 06/1967.

ECONOMÁTICA® *SECURITIES FINANCIAL DATA.* Acesso em: FEA USP Biblioteca 1ºsemestre de 2013.

EDMANS, A. *Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia.* **The Journal of Finance.** [S.l.], v.64, p.2481-2514, 2009.

EDMANS, A.; MANSO, G. *Governance through trading and intervention: a theory of multiple blockholders.* **Review of Financial Studies**. [S.l.], v.24, n.7, p.2395-2428, 2011.

FAHLENBRACH, R. *Founder-CEOs, investment decidions, and stock market performance.* **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. [S.l.], v.44, p.439-466, 2009.

FERNANDEZ, Z. & NIETO, M. J**.** *Internationalization strategy of small and medium-sized family businesses: some influential factors.* **Family Business Review**. [S.l.], v.18, n.1, p.77–89, 2005.

FORBES. *America's richest: America's biggest billionaire moneymakers of 2009.* Disponível em: <www.forbes.com>. Acessado em: 29.04.2013 às 18:00h.

FORBES. *Asia's 20 richest 2012***.** Disponível em: <www.forbes.com>. Acessado em: 29.04.2013 às 18:00h.

FORBES. *The richest people in Brazil***.** Disponível em: <www.forbes.com>. Acessado em: 29.04.2013 às 18:00h.

FORBES, D. P. *Are some entrepreneurs more overconfident than others?* **Journal of Business Venturing.** [S.l.], v.20, p.623-640, 2005.

FREEMAN, R. E. ***Strategic Management:*** *A stakeholder approach.* Marshfield, MA: Pitman Books Limited, 1984.

FREIRE, P. S.; NAKAYAMA, K. M.; SPANHOL, F. J.; TOSTA, K. C. B. T.; TOSTA, H. T.; AMARAL, R. Profissionalização de empresas familiares brasileiras: uma transformação paradigmática**.** *In:* INTERNATIONAL METTING OF THE IBEROAMERICAN ACADEMY OF MANAGEMENT, 2009, Buenos Aires. **Anais**. INTERNATIONAL METTING OF IBEROAMERICAN ACADEMY OF MANAGEMENT, Buenos Aires: 2009b.

FRUGIS, L. F. **As empresas familiares e a continuidade na gestão das terceiras gerações.** São Paulo: EDUC, 2007.

GALLO, M. A.; VILASECA, A. *A financial perspective on structure, conduct and performance in the family firm: an empirical study.* **Family Business Review**. [S.l.], v.11, n1, p.35-47, 1998.

GERA (GLOBAL ENTREPRENEURSHIP RESEARCH ASSOCIATION). **Global entrepreneurship monitor 2010: Global report.** Londres, 2011. Disponível em: <http://www.gemconsortium.org>. Acessado em: 18.08.2012 às 8:00hs.

GERSICK, K. E.; DAVIS, J. A.; HAMPTON, M,; LANSBERG, I. **De geração para geração:** ciclos de vida das empresas familiares**.** São Paulo: Negócios, 1997.

GORGATI, V. **Os determinantes da estrutura de capital de empresas familiares brasileiras durante os processos sucessórios:** Contribuições da Teoria da Firma. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo. São Paulo, 2000.

GUARITA, S. Fusões e aquisições no Brasil**. Revista FAE Business**. [S.l.], n.3, p. 24-26, 09/2002.

GUBBI, S.R. *et al*. *Do international acquisitions by emerging-economy firms create shareholder value? The case of Indian firms.* **Journal of International Business Studies**. [S.l.], v.41, n.397-418, 2010.

GUIMARÃES, E. A. **A decisão de investir na firma.** Rio de Janeiro, Zahar, 1982a.

GUIMARÃES, E. A. **A decisão de investir na firma**. Rio de Janeiro, IEI/UFRJ, 1982b.

HALEBLIAN, J. *et al. Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda.* **Journal of Management**. [S.l.], v. 35 n.3, p.469-502, 06/2009.

HALEBLIAN, J.; FINKELSTEIN, S, *The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance.* **Administrative Science Quarterly.** [S.l.], v.44, p.29-56, 1999.

HANSEN, R. G.; LOTT, J. R**.** *Externalities and corporate objectives in a world with diversified shareholder consumers*. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. [S.l.], v.31, p.43-68, 1996.

HART, O. *An economist's perspective on the theory of the firm. In*: BUCKLEY, P. J., MICHIE, J**.** ***Firms, organizations and contracts***. 1 ed. Oxford University Press, 1996.

HARTZELL, J.; STARKS, L. *Institutional investors and executive compensation.* **The Journal of Finance.** [S.l.], v.58, p.2351-2374, 2003.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G.; RUBACK, R. S. *Does corporate performance improve after mergers.* **Journal of Financial Economics**. [S.l.], v.31, p.135-175, 1992

HÉAU, D. (2001). Mania de fusões. *In*: B. T. Barros (Org.). **Fusões, aquisições e parcerias.** São Paulo: Atlas, 2001.

HOUSTON, J. F.; JAMES, C. M.; RYNGAERT, M. D. *Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders.* **Journal of Financial Economics**. v.60, p.285-331, 2001.

JARRELL, G. A.; POULSEN, A. B**.** *The returns to acquiring firms in tender offers: Evidence from 3 decades.* **Financial Management**. [S.l.], v.18, n.3, p.12-19, 1989.

JENSEN, M. Value maximization, stakeholder, theory, and the corporate objective function. **European Financial Management**. [S.l.], v.7, n.3, p.207-317, 2001a.

JENSEN, M.; MECKLING, W. *Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure.* **Journal of Financial Economics**. [S.l.], v.3, p.305-360, 10/1976.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, *A. Prospect theory: an analysis of decision under risk.* **Econometrica**. [S.l.], v. 47, n. 2, p. 263-292, 03/1979.

KAYO, E. K. **A Estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas:** uma contribuição ao estudo da valoração de empresas. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.

KAYO, E. K.; FAMA, R. Teoria da agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. **Caderno de Pesquisa em Administração**. v.2, n.5, p. 1-8, 2º. Sem/1997.

KAYO, E.K.; PATROCINIO, M.R.; MARTIN, D. M. L. *Intangibilidade e criação de valor em aquisições.* **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, p. 59-69, 2009.

KELLERMANNS, F.W.; EDDLESTON, K.A. Feuding families: When conflict does a family firm good. **Entrepreneurship Theory and Practice**. [S.l.], v.28, n.3, p. 209–228, 2004.

KETS DE VRIES, M. F. *The dynamics of family controlled firms: The good and the bad news.* **Organizational Dynamics**. [S.l.], v.21, n.3, p. 59–71, 1993.

KIM, E. H., LU. Y. *CEO ownership, external governance, and risk-taking.* **Journal of Financial Economics.** [S.l.], v.102, p. 272-292, 2011.

KING, D. R.; DALTON, D. R.; DAILY, C. M.; COVIN, J. G. Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators. **Strategic Management Journal**, v.25, p. 187-200, 2004.

KLEIN, B.; CRAWFORD, R.; ALCHIAN, A**.** *Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process.* **Journal of Law and Economics**. [S.l.], v. 28, p. 297-326, 1978.

KNIGHT, F. ***Risk, uncertainty and profit.*** 1.ed. Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Co., 1921. Livro disponível gratuitamente em: <http://www.econlib.org/library/Knight/knRUP.html>. Acesso em: 12.06.2012 às 18:00hs.

KOZAN, M. K.; OKSOY, D.; OZSOY, O. *Owner sacrifice and small business growth. Journal of World Business.* [S.l.], v.47, p. 409-419, 2012.

KPMG. **Merger and Acquisitions 2012 – 2º quarter**. São Paulo, 07/2012a. Disponível em: <http://www.kpmg.com>. Acessado em: 21.10.2012 às 09:00h.

KPMG. **Merger and Acquisitions 2012 – 4º quarter.** São Paulo, 11/2012b. Disponível em: <http://www.kpmg.com>. Acessado em: 10.02.2013 às 17:00h.

LANZANA, A.; COSTANZI, R. As empresas familiares brasileiras diante do atual panorama econômico mundial. *In.* MARTINS, I. G. S.; MENEZES, P. L. e BERNHOEFT, R. (Org.) **Empresas familiares brasileiras: perfil e perspectivas**. São Paulo: Negócio Editora, 1999.

LANSBERG, I. *et al*. *Editor's notes.* **Family Business Review**, v.1, n.1, 1988.

LA PORTA, R. F.; LÓPEZ, de S. e SHLEIFER, A. *Corporate Ownership Around the World.* **The Journal of Finance.** [S.l.], **v.**54, p. 471-517, 1999.

LEETH, J. D.; BORG, J. R. *The impact of takeovers on shareholder wealth during the 1920s merger wave.* **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 35, p. 217-238, 2000.

LEMELIN, A. *Relatedness in the patterns of interindustry diversification.* **The Review of Economics and Statistics**. [S.l.], v.64, p. 645-657, 1982.

LI, F.; SRINIVASAN, S. *Corporate governance when founders are directors.* **Journal of Financial Economics.** [S.l.], v.102, p. 454-469, 2011.

LODERER, C., & MARTIN, K. *Postacquisition performance of acquiring firms.* **Financial Management**. [S.l.], v.21, n.3, p. 69-79, 1992.

LODI, J. B. **A Empresa familiar.** 5. ed. São Paulo: Pioneira, 1998.

MACDONALD, J.M. *Research & Development and the directions of diversification.* **The Review of Economics and Statistics**. [S.l.], v.4, p. 351-374, 1985.

MACKINLAY, A. C. *Event studies in economics and finance*. **Journal of Economic Literature**. [S.l.], v. 35, n. 1, 03/1997.

MALATESTA, P. H. *The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms.* **Journal of Financial Economics**, v.11, p. 155-181, 1983.

MANNE, H. G. *Mergers and the market for corporate control.* **Journal of Political Economy**. [S.l.], v.73, n.2, p. 110-120, 1965.

MARKIDES, C. C., & ITTNER, C. D. *Shareholder benefits from corporate international diversification: Evidence from US international acquisitions.* **Journal of International Business Studies**. [S.l.], v.25, n.2, p. 343–366, 1994.

MARSHALL, A. **Princípios de economia: tratado introdutório**. São Paulo: Abril Cultural, 1982.

MARTINS, I. G. S.; MENEZES, P. L. e BERNHOEFT, R. (Org.) **Empresas familiares brasileiras:** perfil e perspectivas. São Paulo: Negócio Editora, 1999.

MATTAR, F. N. **Pesquisa de Marketing**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2001.

MAURY, B. *Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations.* **Journal of Corporate Finance**. [S.l.], v.12, p. 321-341, 2006.

MAZZON, J. A. **Formulação de um modelo de avalição e comparação de modelos em marketing.** Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo. São Paulo, 1978.

MCCONAUGHY, D.L.; MATTHEWS, C.H.; FIALKO, A.S. *Founding family controlled firms: Performance, risk, and value.* **Journal of Small Business Management**. [S.l.], v.39, n.1, p. 21-49, 2001.

MCCONAUGHY, D. L.; PHILLIPS, G. M. *Founders versus descendants: The profitability, efficiency, growth characteristics and financing in large, public founding-family-controlled firms.* **Family Business Review.** [S.l.], v.12, n.2, p. 123–131, 1999.

MCCONAUGHY, D. L.; WALKER, M. C.; HENDERSON, G. V.; MISHRA, C. S. *Founding family controlled firms: efficiency and value.* **Review of Financial Economics.** [S.l.], v.7, p. 1-19, 1998.

MCNAMARA, G. M.; HALEBLIAN, J. J.; DYKES, B. J. *The Performance Implications of Participating in an Acquitition Wave***. Academy of Management Journal.** [S.l.], v.51, n.1, p.113-130, 2008.

MCWILLIAMS, A.; SIEGEL, D. *Event studies in management research: Theoretical and empirical issues.* **Academy of Management Journal**. [S.l.], v.40, n.3, p. 626–657, 1997.

MELLO, C. M. de; NEVES, H. L.; BRUNEAU, J.; MATTIELLO, K. Do que estamos falando quando falamos sobre empreendedorismo no Brasil? *In:* Encontro de estudos sobre empreendedorismo e gestão de pequenas empresas. **Anais.** São Paulo: EGEPE, 2008. CD-ROM.

MILMAN, C. D., D'MELLO, J. P., AYBAR, B., & ARBELAEZ, H. *A note using mergers and acquisitions to gain competitive advantage in the United States in the case of Latin American MNCs.* **International Review of Financial Analysis**. [S.l.], v.10, n.3, p. 323-332, 2001.

MIRANDA, J. C., MARTINS, L.. Fusões e aquisições de empresas no Brasil. **Revista Economia e Sociedade.** Campinas, p. 67-88, 06/2000.

MOELLER, S. B.; SCHLINGEMANN, F. P.; STULZ, R. M. *Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions?* **Research Technology Management.** [S.l.], v.46, n.6, 2003.

MOLLY, V.; LAVEREN, E.; JORISSEN, A. *Intergenerational diferences in family firms: Impact on capital structure and growth behavior.* **Entrepreneurship Theory and Practice – ET&P.** [S.l.], v.36, n.4, pp. 703-725. 07/2012.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. *Management ownership and market valuation: an empirical analysis.* **Journal of Financial Economics.** [S.l.], 20, 293-315, 1988.

MUNOZ-BULLON, F.; SANCHEZ-BUENO, M. J. *Do family ties shape the performance consequences of diversification? Evidence from the European Union.* **Journal of World Business**. [S.l.], v.47, p. 469-477, 2012.

MUSSNICH, F. A. M**.** A utilização desleal de informações privilegiadas - insider trading - no Brasil e nos Estados Unidos**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. [S.l.], v.18, n34, p. 31-51, 1979.

NARDI, R. Y. S. **Criação de valor em fusões e aquisições –** A Influência do sentimento de mercado. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo. São Paulo, 2012.

NASH, J. F. Equilibrium Points in n Person Games. **PNAS (Proceedings of the National Academy of Sciences).** [S.l.], v. 36, n.1, p. 48-49, 1950.

NEUBAUER, F.; LANK, A.G. **The Family business:** *its governance for sustainability*. New York: Routledge, 1998.

NORTH, D. *Structure and performance: the task of economic history***. Journal of Economic Literature.** [S.l.], v.16, p. 963-978, 1978.

PALIA, D.; RAVID, S. A. **The Role of Founders in Large Companies**: Entrenchment or Valuable Human Capital? Working Paper**.** Rutgers University, 2003.

PATROCÍNIO, M. R., KAYO, E. K., & KIMURA, H. Intangibilidade e criação de valor nos eventos de fusão e aquisição: uma análise dos retornos anormais do período de 1994 a 2004. **Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração,** Brasília, DF, Brasil, 29, setembro, 2005.

PENROSE, E. ***The Theory of the Growth of the Firm.*** Oxford University Press: New York, 1959.

PÉREZ-GONZÁLEZ, F. *Inherited Control and Firm Performance.* **The American Economic Review**. [S.l.], v. 96, n. 5, p. 1559–1588, 12/2006.

PFIFFER, E. A. **Adequação estratégica dos processos de fusões e aquisições no setor de minério de ferro**: estudo de caso da Companhia Vale do Rio Doce. Dissertação de mestrado. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 2004.

PHILLIPS, R. ***Stakeholder Theory and Organizational Ethics.*** San Francisco, CA: Berrett-Koehler Publishers, 2003.

PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. **Microeconomia**. 6. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil Ltda, 2006.

PRICEWATERHOUSECOOPERS (PWC). **Empresas familiares no Brasil**: Cenários e desafios, 2011. Disponível em: <http://www.pwc.com.br>. Acesso em: 29.04.2013 às 18:00h.

RASMUSSEN, U. W. **Aquisições, fusões e incorporações empresariais**. 1ª ed. São Paulo: Ed. Aduaneiras, 1989.

RICHARDSON, R. J. *et al.* **Pesquisa social:** métodos e técnicas. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ROBBINS, L. ***An essay on the nature and significance of economic science***. 2nd. ed. London: Macmillan and Co., 1945.

ROCHA, F.; IOOTTY, M.; FERRAZ, J.C. Desempenho das fusões e aquisições e rentabilidade na indústria brasileira na década de 90: A ótica das empresas adquiridas**. Revista de Economia Contemporânea**, v.5, p. 69-72, 2001.

ROCHA, T. A. R. da. **Efeitos da propriedade familiar sobre os eventos de fusão e aquisição.** Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo. São Paulo, 2012.

ROLL, R. *The hypothesis of corporate takeovers.* **Journal of Business.** [S.l.], v.59, p. 197–216, 1986.

ROSENBLATT, P. C.; de MIK, L.; ANDERSON, R. M.; JOHNSON, P. A. **The family in business:** Understanding and dealing with the challenges entrepreneurial families face. San Francisco: Jossey-Bass, 1985.

ROSSETTI, J. P. Fusões e aquisições no Brasil: as razões e os impactos. *In*: BARROS, B. T. (Org.). **Fusões, aquisições e parcerias.** São Paulo: Atlas, 2001.

RUSSO, J. E.; SCHOEMAKER, P. J. H. *Decision Traps and How To Avoid Them.* ***Chemical Engineering.*** [S.l.], pp. 181-185, 05/1991.

RUSSO, J. E.; SCHOEMAKER, P. J. H. *Managing Overconfidence.* **Sloan Management Review. Winter.** [S.l.], pp. 7-18, 1992.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. di M. *Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade.* **RAE. Revista de Administração de Empresas**. [S.l.], v. 48, p. 1-20, 2008.

SANTOS, A. R. **Metodologia científica**: a construção do conhecimento. Rio de Janeiro: DP&A, 1999.

SCHUMAN, A.; STUTZ, S; WARD, J. L. ***Family business as paradox***. 1ª ed. New York: Palgrave Macmillan, 2010.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do desenvolvimento econômico:** uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico. São Paulo: Abril Cultural, 1982. (Os Economistas).

SCOTT, J.T. ***Purposive diversification and economic performance***. Cambridge; Cambridge University Press. 1983.

SEBRAE. Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas. Disponível em: <http://www.sebrae.com.br/momento/quero-abrir-um-negocio/que-negocio-abrir/tipos/empresa-familiar>. Acesso em: 10/11/2013 às 16:00h.

SETH, A.. *Value creation in acquisitions: a reexamination of performance issues.* ***Strategic Management Journal,*** v.11, p. 99-115, 1990a.

SETH, A. *Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation.* **Strategic Management Journal**, *v.11*, n.6, p. 431-446, 1990b.

SETH, A., SONG, K. P., & PETTIT, R. R. *Value creation and destruction in cross-border acquisitions: An empirical analysis of foreign acquisitions of US firms.* **Strategic Management Journal**. [S.l.], v.23, n.10, p. 921–940, 2002.

SHAN, W., & SONG, J.. *Foreign direct investment and the sourcing of technological advantage: Evidence from the biotechnology industry.* **Journal of International Business Studies**. [S.l.], v.28, n.2, p. 267–284, 1997.

SHARMA, P. *An overview of the field of business studies: current status and directions for the future.* **Family Business Review**. [S.l.], v.17, n.1, 2004.

SHARMA, P. *et al. Strategic management of the family business: past research and future challenges***. Family Business Review**. [S.l.], v. 10, n.1, 1997.

SHLEIFER, A.; Vishny, R. W**.** *Large shareholders and corporate control*. **Journal of Political Economy**. [S.l.], v.94, n.3, parte 1, p. 461–488, 06/1986.

SILVEIRA, A. D. M. da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil, Saint Paul Editora. São Paulo, 2006.

SILVEIRA, A. D. M. da; BARROS, L. A. B. de C. Concentration of Power and Corporate Performance Variability. *In:* 21th European Financial Management Association – EFMA, 2012, Barcelona. 21th **Annual Meeting of the European Financial Management Association – EFMA**, 2012.

SIMON, H. A. **Models of Man**. John Wiley and Sons. New York, 1957.

SRAER, D.; THESMAR. D. *Performance and behavior of Family firms:Evidence from the french stock market.* **Journal of the European Economic Association.** [S.l.]**,** v.5, n.4, p.709-751, 06/2007.

STIGLER, G. J. *Monopoly and oligopoly by merger.* **The American Economic Review**. [S.l.], V.40, n.1, p. 23-34, 1950.

TAPIES, J.; WARD, J. L**. Family Values and Value Creation**: The fostering of enduring values within Family-owned businesses. New York: Palgrave Macmillan, July 2008.

TEECE, D. *Na economic theory of multiproduct firms.* **Journal of Economic Behavior and Organization.** [S.l.], v.3, p. 39-63, 1982.

THOMSON REUTERS PLATINUM FINANCIAL SECURITIES DATA – Base de dados obtido no dia 27.10.2011 às 16:39h.

THOMSON REUTERS EIKON FINANCIAL DATA – Base de dados obtido em Janeiro de 2013.

THOMSON REUTERS. Acesso em: FEA USP Biblioteca 1º semestre de 2012.

TOFFLER, A. **Criando uma nova civilização** – a política da terceira onda. São Paulo: Record, 1998.

TOFFLER, A. **A terceira onda**. 16 ed. Rio de Janeiro: Record, 1980.

TSANG, E. W. K. *Learnig from overseas venturing experience.* ***Journal of Business Venturing.*** [S.l.], v. 17, 2002.

TVERSKY, A.; KAHNEMAN D.; *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases.* **Science**. [S.l.], v.185, n.4157, p. 1124-1131, 27.09/1974.

UHLENBRUCK, K.; HITT, M.A.; SEMADENI, M. *Market value effects of acquisitions involving internet firms: a resource-based analysis.* **Strategic Management Journal.** [S.l.], v.27, n.10, p. 899-913, 2006.

VEBLEN, T. B. **Absentee ownership business enterprise in recente times**: the case of America. Boston: Beacon Press, 1967.

VERGARA, S. C. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 13ª Ed. São Paulo: Atlas, 2011.

VERMEULEN, F., & BARKEMA, H. *Learning through acquisitions.* **Academy of Management Journal.** [S.l.], v.44, n.3, p. 457–476, 2001.

VIEIRA, *E.* Nova Geração. **Revista Indústria Brasileira**. São Paulo, v. 85, p. 16–21, 03/2008.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. *How do family ownership, control and management affect firm value?* **Journal of Financial Economics.** [S.l.], v.80, p. 385–417, 2006.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. *Family control of firms and industries*. **Financial Management**. [S.l.], v.39, p. 863–904, 2010.

VILLALONGA, B.; MCGAHAM, A.M. *The choice among acquisitions, alliances, and divestitures.* **Strategic Management Journal**. [S.l.], v.26, n.13, 2005.

VISSCHER, F. M. de ; ARONOFF, C. E. ; WARD, J. L. ***Financing transitions****: managing capital and liquidity in the family business.* Marietta, GA: Family Enterprise Publishers, 1995.

VON NEUMANN, J. ; MORGENSTERN, O. ***Theory of games and economic behavior***. Princeton, NJ : Princeton University Press, 1944.

WERNER, R. A. **Família e negócios**: um caminho para o sucesso. Barueri: Manole, 2004.

WILLIAMSON, O. ***Markets and hierarchies****: Analysis and antitrust implications.* 1 ed. New York: **The Free Press**, 1975.

WINTER, M; FITZGERALD, M. A.; HECK, R. K. Z.; HAYNES, G. W. e DANES, S. M. *Revisiting the study of family businesses: Methodological Challenges, Dilemmas, and Alternative Approaches.* **Family Business Review**. [S.l.], v.11, n.3, p. 239-252, 1998.

WOOD, A. **Diversification, merger and research expenditure.** Londres, Macmillan, 1971.

WRIGHT, P.; KROLL, M.; LADO, A.; VAN NESS, B. *The structure of ownership and corporate acquisition strategies.* **Strategic Management Journal**. [S.l.], v.23, p.41-53, 2002.

ZAHRA, S. A. *Entrepreneurial risk taking in Family firms.* **Family Business Review.** [S.l.], v.18, n.1, p. 23-40, 2005.

ZAHRA, S. A.; SHARMA, P. *Family business research: a strategic reflection.* **Family Business Review**. [S.l.], v.17, n.4, 2004.

APÊNDICES

Reportam-se, conforme abordado anteriormente, os resultados encontrados que fundamentaram os testes das hipóteses de pesquisa e consideração final.

Apêndice 1 – Resultados das Regressões Multivariadas obtidos com a técnica estatística não paramétrica de *resampling Bootstrap* utilizando os *Benchmark* de retorno de mercado Ibovespa e IBRX50..... 198

Apêndice 2 – Resultados das Regressões Multivariadas obtidos com o método mínimos quadrados ordinários (MQO) com erros-padrão robustos utilizando o teste de robustez de *Benchmark* de retorno de mercado: IBRX50..... 230

Apêndice 1 – Resultados das Regressões Multivariadas obtidos com a técnica estatística não paramétrica de *resampling Bootstrap* utilizando os *Benchmark* de retorno de mercado Ibovespa e IBRX50.

Tabela. 52 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_1_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel A. Todas Empresas da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8		
Variáveis	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z
Empresas Familiares	0,48		1,31	0,52		1,20	-0,21		-0,37	-0,18		-0,27	0,35		0,98	0,50		1,13	-0,18		-0,31	-0,16		-0,23
Stake Controladores																								
Propriedade Concentrada>50%	-0,89	**	-2,48	-1,15	***	-2,91	-0,61		-1,32	-0,83		-1,45												
Propriedade Concentrada>20%													0,00		0,00	0,00		0,00	0,05		0,05	-0,09		-0,09
Propriedade Concentrada>10%																								
Poder_Controladores_Conselho				0,30		0,44	0,31		0,30	0,14		0,13				0,06		0,09	0,23		0,22	0,00		0,00
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*							-0,01		-0,13	0,00		-0,06							-0,01		-0,36	-0,01		-0,28
Índice_remuneração_variável e por acões/remuneracão total										0,80		0,80										0,55		0,44
Q de Tobin	0,02		0,13	0,17		0,82	-0,03		-0,12	-0,05		-0,17	-0,03		-0,16	0,06		0,29	-0,08		-0,32	-0,11		-0,38
Indústria Manufatureira	0,31		0,96	0,44		1,21	0,24		0,43	-0,03		-0,05	0,27		0,85	0,50		1,29	0,21		0,38	0,01		0,01
Idade	0,01	**	2,11	0,01	**	2,26	0,02	**	2,36	0,02	*	1,92	0,01		1,53	0,01	*	1,70	0,02	***	2,57	0,02	**	2,11
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,08		0,94	0,07		0,70	0,16		0,97	0,23		1,18	0,06		0,61	0,03		0,28	0,17		0,88	0,24		1,04
Investidores Institucionais	-0,53		-0,97	-0,42		-0,72	-1,51		-1,58	-1,95	**	-2,03	-0,29		-0,54	-0,12		-0,20	-1,53		-1,60	-1,87	*	-1,83
Alavancagem Financeira	-2,96	*	-1,72	-3,13	*	-1,68	-3,54		-1,08	-3,39		-0,98	-2,70	*	-1,64	-3,00	*	-1,67	-3,44		-1,08	-3,24		-1,05
Folga Financeira	-0,15		-0,77	-0,12		-0,64	-0,13		-0,27	-0,14		-0,19	-0,15		-0,68	-0,11		-0,50	-0,13		-0,24	-0,13		-0,17
LN(CAPEX)	-0,03		-1,25	-0,02		-0,65	-0,03		-0,82	-0,04		-0,73	-0,02		-0,94	-0,01		-0,25	-0,02		-0,55	-0,03		-0,51
Novo Mercado e Nível 2	0,09		0,27	-0,16		-0,38	0,59		0,99	0,52		0,71	0,39		1,12	0,30		0,73	0,84		1,44	0,87		1,23
Adquirente Serial	-0,38		-0,84	-0,41		-0,86	-0,67		-1,12	-0,78		-1,07	-0,32		-0,65	-0,40		-0,73	-0,72		-1,08	-0,77		-0,95
Aquisição Internacional	-1,13	***	-3,01	-1,03	**	-2,35	-1,53	**	-2,50	-1,45	**	-2,29	-0,99	***	-2,66	-0,86	**	-1,97	-1,41	**	-2,34	-1,34	**	-2,05
_cons	0,77		0,48	0,60		0,32	0,69		0,18	-0,03		-0,01	0,35		0,20	0,20		0,10	0,15		0,04	-0,67		-0,18
N		355			290			187			175			355			290			187			175	
Replicações		1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000	
Wald chi2		18,73			20,00			25,63			22,61			14,91			13,34			25,21			24,13	
R^2		0,07			0,08			0,14			0,15			0,05			0,05			0,14			0,14	

	Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12			Modelo 13		
Variáveis	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z
Empresas Familiares	0,27		0,87	0,55		1,25	-0,12		-0,21	-0,15		-0,23	-0,22		-0,33
Stake Controladores													-0,01		-0,69
Propriedade Concentrada>50%															
Propriedade Concentrada>20%															
Propriedade Concentrada>10%	-9,40		-1,23	-9,58		-1,23	-10,28		-1,35	-10,72		-1,48			
Poder_Controladores_Conselho				0,56		0,86	0,93		1,12	0,73		0,81	-0,03		-0,03
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*							-0,01		-0,25	-0,01		-0,14	0,00		0,06
Índice_remuneração_variável e por acões/remuneracão total										1,12		1,07	0,79		0,71
Q de Tobin	0,01		0,05	0,11		0,58	-0,08		-0,32	-0,13		-0,48	-0,10		-0,35
Indústria Manufatureira	0,18		0,53	0,33		0,88	-0,16		-0,26	-0,60		-0,80	0,01		0,02
Idade	0,01		1,60	0,01	*	1,93	0,03	***	3,15	0,02	***	2,75	0,02	*	1,89
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,07		0,82	0,04		0,42	0,32		1,62	0,41	*	1,73	0,25		1,12
Investidores Institucionais	-0,51		-0,94	-0,28		-0,48	-1,52	*	-1,67	-2,16	**	-2,29	-2,17	**	-2,09
Alavancagem Financeira	-2,95	*	-1,87	-3,23	*	-1,88	-4,09		-1,40	-3,57		-1,21	-3,21		-1,00
Folga Financeira	-0,13		-0,57	-0,09		-0,44	-0,09		-0,16	-0,10		-0,13	-0,11		-0,14
LN(CAPEX)	-0,02		-1,05	0,00		-0,22	-0,02		-0,63	-0,01		-0,28	-0,03		-0,52
Novo Mercado e Nível 2	0,25		0,72	0,09		0,22	0,58		0,97	0,64		0,96	0,68		0,86
Adquirente Serial	-0,03		-0,09	-0,10		-0,25	-0,20		-0,39	-0,30		-0,58	-0,84		-1,01
Aquisição Internacional	-1,11	***	-2,75	-0,99	**	-2,22	-1,85	***	-2,69	-1,71	**	-2,40	-1,39	**	-2,18
_cons	9,70		1,25	9,28		1,16	7,61		0,94	6,75		0,87	0,20		0,04
N		355			290			187			175			175	
Replicações		951			950			956			950			1000	
Wald chi2		14,06			15,19			28,91			27,67			20,24	
R^2		0,14			0,15			0,28			0,29			0,14	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 53 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_1_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12			Modelo 13		
Variáveis	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z
1ª e 2ª Geração Familiar	0,79		1,33	0,88		1,34	0,41		0,53	0,08		0,09	0,85		1,40	0,97		1,55	0,50		0,63	0,30		0,34	0,81		1,27	0,90		1,34	0,28		0,33	-0,14		-0,14	0,11		0,12
Família na Administração	0,11		0,24	0,11		0,25	0,51		0,67	0,60		0,77	0,34		0,83	0,36		0,84	0,55		0,82	0,58		0,82	0,34		0,82	0,39		0,94	0,56		0,89	0,67		0,96	0,57		0,75
Stake Controladores																																					-0,02		-0,70
Propriedade Concentrada>50%	-0,87	*	-1,71	-0,98	**	-2,02	-0,70		-1,20	-1,06		-1,24																											
Propriedade Concentrada>20%													0,20		0,22	0,12		0,13	0,00		0,00	-0,05		-0,06															
Propriedade Concentrada>10%																									-9,47		-1,22	-9,64		-1,23	-10,32		-1,24	-10,63		-1,37			
Poder_Controladores_Conselho				-0,39		-0,48	-0,13		-0,11	-0,20		-0,17				-0,49		-0,58	-0,08		-0,06	-0,22		-0,18				0,24		0,30	0,70		0,74	0,68		0,71	-0,33		-0,26
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholder s*							0,00		-0,06	0,00		0,01							-0,01		-0,23	-0,01		-0,23							-0,01		-0,18	0,00		-0,10	0,01		0,10
Índice_remuneração_variável e por										0,85		0,61										0,01		0,01										0,68		0,50	0,53		0,35
Q de Tobin	-0,20		-0,74	-0,15		-0,61	-0,26		-0,77	-0,26		-0,69	-0,25		-0,94	-0,22		-0,83	-0,29		-0,82	-0,28		-0,73	-0,19		-0,76	-0,14		-0,54	-0,25		-0,77	-0,25		-0,71	-0,30		-0,76
Indústria Manufatureira	0,23		0,44	0,40		0,80	0,81		1,08	0,56		0,61	0,29		0,58	0,49		0,95	0,85		1,06	0,82		0,95	0,09		0,18	0,20		0,40	0,27		0,37	-0,16		-0,16	0,68		0,83
Idade	0,02	***	2,72	0,02	***	2,74	0,02	*	1,64	0,01		0,80	0,02	***	2,88	0,02	***	2,82	0,02	*	1,80	0,02		1,16	0,02	***	3,17	0,03	***	3,19	0,03	***	2,58	0,02	*	1,77	0,02		0,86
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,12		0,99	0,13		1,00	0,17		0,86	0,21		0,90	0,09		0,70	0,10		0,72	0,19		0,81	0,23		0,93	0,13		1,01	0,13		1,01	0,34		1,62	0,39		1,53	0,23		0,99
Investidores Institucionais	-0,44		-0,70	-0,45		-0,66	-0,88		-0,70	-1,52		-1,22	-0,12		-0,19	-0,12		-0,19	-0,78		-0,64	-0,95		-0,75	-0,41		-0,70	-0,29		-0,45	-0,89		-0,82	-1,59		-1,32	-1,57		-1,07
Alavancagem Financeira	-3,20		-1,45	-2,93		-1,34	-4,32		-1,17	-4,23		-1,11	-3,02		-1,51	-2,76		-1,34	-4,26		-1,17	-4,40		-1,21	-3,20	*	-1,70	-3,06		-1,52	-4,70		-1,49	-4,27		-1,32	-4,09		-1,17
Folga Financeira	-0,16		-0,75	-0,17		-0,88	-0,11		-0,19	-0,10		-0,12	-0,15		-0,66	-0,16		-0,77	-0,10		-0,17	-0,09		-0,12	-0,15		-0,60	-0,13		-0,50	-0,06		-0,11	-0,04		-0,07	-0,06		-0,08
LN(CAPEX)	0,00		-0,11	-0,01		-0,34	-0,03		-0,61	-0,04		-0,73	0,01		0,20	0,00		-0,02	-0,02		-0,44	-0,04		-0,65	0,00		0,14	0,00		0,08	-0,02		-0,55	-0,02		-0,42	-0,04		-0,51
Novo Mercado e Nível 2	0,28		0,48	0,14		0,23	0,26		0,34	0,13		0,12	0,66		1,13	0,56		0,96	0,60		0,86	0,66		0,76	0,45		0,83	0,35		0,63	0,25		0,34	0,38		0,44	0,41		0,41
Adquirente Serial	-0,59		-1,08	-0,49		-0,86	-0,65		-0,80	-0,99		-0,91	-0,57		-0,87	-0,48		-0,76	-0,71		-0,82	-0,80		-0,77	-0,21		-0,48	-0,11		-0,23	-0,02		-0,03	-0,25		-0,38	-0,94		-0,84
Aquisição Internacional	-1,13	**	-2,30	-1,16	**	-2,46	-1,58	**	-2,25	-1,44	*	-1,95	-1,03	**	-2,13	-1,04	**	-2,15	-1,44	**	-2,21	-1,39	*	-1,94	-1,21	**	-2,20	-1,21	**	-2,28	-1,96	**	-2,43	-1,77	**	-2,26	-1,43	*	-1,95
_cons	-0,62		-0,23	-0,60		-0,21	-0,04		-0,01	0,69		0,13	-1,59		-0,61	-1,69		-0,62	-1,10		-0,23	-1,02		-0,22	7,57		0,92	7,18		0,88	6,64		0,73	6,88		0,80	0,42		0,07
N	226			222			160			150			226			222			160			150			226			222			160			150			150		
Replicações	1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			947			938			943			950			1000		
Wald chi2	21,24			23,90			25,50			23,87			21,66			20,15			27,64			24,74			20,13			21,24			27,61			25,98			22,56		
R^2	0,11			0,11			0,15			0,16			0,09			0,09			0,15			0,15			0,20			0,21			0,29			0,30			0,15		

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 54 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_1_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel A. Todas Empresas da Amostra - Bootstrap

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12		
Variáveis	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z
Empresas Familiares	0,34		0,98	0,49		1,09	-0,16		-0,27	-0,16		-0,24	0,39		1,14	0,56		1,26	-0,15		-0,26	-0,12		-0,18	0,46		1,25	0,56		1,23	-0,19		-0,30	-0,13		-0,19
Propriedade Concentrada_Alta																									-1,00	*	-1,91	-0,99	*	-1,64	-0,27		-0,31	-0,37		-0,37
Propriedade Concentrada_Média													0,26		0,84	0,37		1,16	0,12		0,22	0,05		0,07												
Propriedade Concentrada_Baixa	0,16		0,35	0,09		0,16	-0,08		-0,11	0,04		0,06																								
Poder_Controladores_Conselho				0,06		0,08	0,24		0,21	-0,01		-0,01				0,01		0,02	0,24		0,23	0,00		0,00				-0,15		-0,20	0,22		0,21	-0,03		-0,02
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholder*							-0,01		-0,36	-0,01		-0,29							-0,01		-0,32	-0,01		-0,28							-0,01		-0,18	-0,01		-0,11
Índice_remuneração_variável e por										0,52		0,49										0,51		0,48										0,57		0,55
Q de Tobin	-0,02		-0,13	0,06		0,29	-0,08		-0,30	-0,11		-0,38	-0,04		-0,23	0,06		0,30	-0,08		-0,28	-0,11		-0,37	-0,05		-0,25	0,05		0,25	-0,09		-0,32	-0,11		-0,41
Indústria Manufatureira	0,28		0,85	0,51		1,40	0,21		0,38	0,00		0,00	0,23		0,75	0,44		1,18	0,21		0,40	0,01		0,01	0,17		0,54	0,39		1,06	0,22		0,41	0,02		0,03
Idade	0,01		1,56	0,01	*	1,74	0,02	**	2,39	0,02	**	2,02	0,01		1,27	0,01		1,40	0,02	**	2,42	0,02	*	1,92	0,01		1,32	0,01		1,46	0,02	**	2,28	0,02	*	1,84
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,06		0,67	0,03		0,34	0,17		0,96	0,23		1,13	0,06		0,69	0,03		0,33	0,17		0,94	0,23		1,06	0,09		0,93	0,06		0,63	0,17		1,00	0,23		1,13
Investidores Institucionais	-0,34		-0,62	-0,14		-0,25	-1,51		-1,56	-1,87	*	-1,85	-0,28		-0,47	-0,10		-0,16	-1,51		-1,51	-1,84	*	-1,82	-0,49		-0,94	-0,36		-0,60	-1,56		-1,52	-1,91	*	-1,79
Alavancagem Financeira	-2,72		-1,63	-2,98	*	-1,65	-3,42		-1,04	-3,27		-0,93	-2,75	*	-1,65	-3,17	*	-1,76	-3,38		-0,98	-3,24		-0,92	-2,98	*	-1,73	-3,27	*	-1,76	-3,38		-1,03	-3,18		-0,96
Folga Financeira	-0,14		-0,66	-0,11		-0,51	-0,13		-0,28	-0,13		-0,16	-0,15		-0,69	-0,13		-0,70	-0,13		-0,25	-0,13		-0,17	-0,13		-0,63	-0,11		-0,56	-0,12		-0,23	-0,13		-0,15
LN(CAPEX)	-0,02		-0,98	-0,01		-0,28	-0,02		-0,53	-0,03		-0,52	-0,02		-0,93	0,00		-0,21	-0,02		-0,49	-0,02		-0,42	-0,03		-1,08	-0,01		-0,44	-0,02		-0,57	-0,02		-0,48
Novo Mercado e Nível 2	0,35		0,93	0,28		0,68	0,85		1,35	0,87		1,23	0,37		1,05	0,23		0,55	0,83		1,50	0,87		1,23	0,07		0,19	-0,07		-0,16	0,79		1,29	0,81		1,11
Adquirente Serial	-0,32		-0,73	-0,40		-0,80	-0,73		-1,26	-0,76		-1,07	-0,36		-0,84	-0,47		-0,99	-0,75		-1,28	-0,77		-1,16	-0,48		-1,02	-0,57		-1,09	-0,76		-1,12	-0,83		-1,05
Aquisição Internacional	-0,98	***	-2,58	-0,86	**	-1,98	-1,42	**	-2,24	-1,34	**	-1,99	-1,01	***	-2,63	-0,87	**	-2,01	-1,43	**	-2,25	-1,35	*	-1,95	-0,99	***	-2,66	-0,86	**	-2,00	-1,44	**	-2,28	-1,37	**	-2,13
_cons	0,31		0,19	0,17		0,09	0,13		0,04	-0,64		-0,16	0,24		0,15	0,14		0,07	0,05		0,01	-0,66		-0,15	0,71		0,45	0,67		0,35	0,21		0,05	-0,57		-0,13
N	355			290			187			175			355			290			187			175			355			290			187			175		
Replicações	1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000		
Wald chi2	13,96			12,84			25,69			24,26			15,51			14,36			25,35			22,54			17,03			16,78			23,24			21,87		
R^2	0,05			0,05			0,14			0,14			0,05			0,05			0,14			0,14			0,06			0,06			0,14			0,14		

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 55 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_1_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12		
Variáveis	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z
1ª e 2ª Geração Familiar	0,84		1,37	0,96		1,58	0,49		0,62	0,27		0,29	0,79		1,26	0,92		1,39	0,50		0,64	0,31		0,33	0,65		1,07	0,77		1,18	0,41		0,50	0,22		0,23
Família na Administração	0,32		0,73	0,34		0,77	0,56		0,76	0,61		0,71	0,34		0,78	0,37		0,81	0,55		0,75	0,59		0,72	0,38		0,83	0,40		0,84	0,70		0,81	0,77		0,77
Propriedade Concentrada_Alta																									-0,76		-1,03	-0,79		-0,94	-0,92		-0,62	-1,12		-0,58
Propriedade Concentrada_Média													0,18		0,40	0,18		0,42	0,00		0,00	-0,03		-0,04												
Propriedade Concentrada_Baixa	0,13		0,20	0,15		0,23	0,17		0,22	0,23		0,29																								
Poder_Controladores_Conselho				-0,49		-0,57	-0,11		-0,09	-0,24		-0,20				-0,53		-0,69	-0,08		-0,07	-0,21		-0,17				-0,68		-0,75	-0,21		-0,17	-0,36		-0,29
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*							-0,01		-0,21	-0,01		-0,18							-0,01		-0,22	-0,01		-0,23							0,00		0,06	0,01		0,09
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										0,05		0,04										-0,01		-0,01										0,25		0,19
Q de Tobin	-0,25		-0,96	-0,22		-0,82	-0,30		-0,76	-0,29		-0,73	-0,25		-0,90	-0,21		-0,80	-0,29		-0,82	-0,28		-0,72	-0,25		-0,94	-0,22		-0,82	-0,30		-0,82	-0,30		-0,75
Indústria Manufatureira	0,32		0,64	0,51		1,02	0,87		1,19	0,81		0,90	0,29		0,58	0,49		0,93	0,85		1,14	0,81		0,90	0,25		0,49	0,45		0,88	0,92		1,22	0,86		0,92
Idade	0,02	***	2,79	0,02	***	2,78	0,02	*	1,71	0,02		1,06	0,02	***	2,65	0,02	**	2,51	0,02	*	1,66	0,02		1,10	0,02	**	2,46	0,02	**	2,54	0,02		1,44	0,01		0,81
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,11		0,85	0,11		0,91	0,20		0,99	0,24		1,01	0,11		0,89	0,11		0,89	0,19		0,93	0,23		0,92	0,14		1,08	0,15		1,08	0,19		0,94	0,22		0,99
Investidores Institucionais	-0,19		-0,31	-0,19		-0,28	-0,82		-0,67	-1,04		-0,79	-0,14		-0,22	-0,14		-0,20	-0,78		-0,62	-0,94		-0,72	-0,30		-0,49	-0,34		-0,53	-0,87		-0,69	-1,14		-0,82
Alavancagem Financeira	-3,00		-1,41	-2,73		-1,21	-4,31		-1,14	-4,45		-1,12	-3,02		-1,37	-2,77		-1,27	-4,26		-1,08	-4,43		-1,04	-3,17		-1,46	-2,90		-1,28	-4,11		-1,18	-4,14		-1,11
Folga Financeira	-0,14		-0,73	-0,15		-0,59	-0,09		-0,17	-0,08		-0,10	-0,15		-0,64	-0,16		-0,75	-0,10		-0,17	-0,09		-0,09	-0,14		-0,68	-0,15		-0,66	-0,08		-0,14	-0,06		-0,05
LN(CAPEX)	0,00		0,14	0,00		-0,08	-0,03		-0,55	-0,04		-0,61	0,01		0,23	0,00		0,00	-0,02		-0,45	-0,04		-0,56	0,00		0,17	0,00		-0,08	-0,02		-0,40	-0,03		-0,45
Novo Mercado e Nível 2	0,63		1,13	0,54		0,95	0,57		0,75	0,62		0,72	0,61		1,03	0,52		0,88	0,60		0,79	0,66		0,75	0,36		0,59	0,26		0,41	0,41		0,52	0,39		0,36
Adquirente Serial	-0,61		-1,09	-0,50		-0,87	-0,69		-0,89	-0,79		-0,81	-0,63		-1,12	-0,52		-0,94	-0,71		-0,92	-0,79		-0,86	-0,70		-1,25	-0,60		-0,99	-0,82		-0,92	-1,01		-0,82
Aquisição Internacional	-1,02	**	-2,03	-1,03	**	-2,07	-1,44	**	-2,16	-1,38	*	-1,83	-1,04	**	-2,13	-1,05	**	-2,17	-1,44	**	-2,05	-1,39	*	-1,84	-1,06	**	-2,18	-1,08	**	-2,15	-1,53	**	-2,05	-1,47	*	-1,89
_cons	-1,61		-0,62	-1,73		-0,66	-1,14		-0,25	-1,05		-0,21	-1,60		-0,62	-1,71		-0,61	-1,10		-0,22	-0,98		-0,18	-1,32		-0,52	-1,33		-0,48	-0,78		-0,16	-0,53		-0,10
N		226			222			160			150			226			222			160			150			226			222			160			150		
Replicações		1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000		
Wald chi2		17,85			19,88			26,16			25,29			18,79			19,53			26,00			21,48			20,31			21,06			24,98			22,19		
R^2		0,09			0,09			0,15			0,15			0,09			0,09			0,15			0,15			0,10			0,10			0,15			0,15		

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela 56 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_1_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel A. Todas Empresas da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12		Modelo 13	
Variáveis	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z
Empresas Familiares	0,37	1,01	0,41	0,95	-0,22	-0,38	-0,22	-0,31	0,26	0,75	0,39	0,89	-0,18	-0,31	-0,19	-0,28	0,17	0,57	0,44	0,97	-0,13	-0,22	-0,18	-0,29	-0,25	-0,38
Stake Controladores																									-0,01	-0,66
Propriedade Concentrada>50%	-0,83	-2,25	-1,08	-2,67	-0,60	-1,19	-0,82	-1,49																		
Propriedade Concentrada>20%									0,02	0,03	0,06	0,08	0,08	0,08	-0,07	-0,06										
Propriedade Concentrada>10%																	-9,38	-1,18	-9,58	-1,24	-10,30	-1,27	-10,76	-1,41		
Poder_Controladores_Conselho			0,35	0,48	0,41	0,39	0,25	0,23			0,14	0,19	0,34	0,31	0,11	0,09			0,63	0,94	1,03	1,16	0,84	0,88	0,08	0,07
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*					-0,01	-0,14	0,00	-0,05					-0,01	-0,35	-0,01	-0,26					-0,01	-0,23	-0,01	-0,14	0,00	0,05
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							0,80	0,76							0,54	0,45							1,13	1,04	0,78	0,69
Q de Tobin	0,02	0,08	0,16	0,74	-0,02	-0,08	-0,04	-0,13	-0,04	-0,19	0,05	0,28	-0,07	-0,27	-0,10	-0,33	0,00	0,01	0,11	0,56	-0,07	-0,26	-0,12	-0,42	-0,09	-0,31
Indústria Manufatureira	0,38	1,16	0,48	1,30	0,29	0,56	0,01	0,02	0,33	1,00	0,53	1,33	0,26	0,47	0,05	0,08	0,24	0,73	0,36	0,90	-0,11	-0,17	-0,56	-0,73	0,06	0,09
Idade	0,01	2,38	0,01	2,44	0,02	2,31	0,02	1,88	0,01	1,70	0,01	1,84	0,02	2,49	0,02	1,95	0,01	1,97	0,01	2,17	0,03	3,10	0,02	2,77	0,02	1,88
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,06	0,66	0,04	0,37	0,15	0,86	0,22	1,09	0,03	0,36	0,00	-0,03	0,15	0,79	0,22	0,89	0,05	0,54	0,01	0,11	0,30	1,53	0,39	1,64	0,23	1,10
Investidores Institucionais	-0,49	-0,89	-0,37	-0,59	-1,47	-1,55	-1,91	-1,89	-0,27	-0,45	-0,08	-0,12	-1,48	-1,48	-1,83	-1,72	-0,48	-0,87	-0,25	-0,40	-1,48	-1,51	-2,13	-2,34	-2,12	-1,97
Alavancagem Financeira	-2,79	-1,62	-2,96	-1,59	-3,61	-1,06	-3,43	-1,01	-2,56	-1,59	-2,86	-1,75	-3,53	-1,11	-3,29	-1,01	-2,80	-1,75	-3,07	-1,71	-4,17	-1,41	-3,62	-1,22	-3,26	-1,00
Folga Financeira	-0,17	-0,87	-0,13	-0,65	-0,14	-0,28	-0,15	-0,22	-0,16	-0,64	-0,13	-0,62	-0,14	-0,29	-0,14	-0,22	-0,15	-0,71	-0,10	-0,44	-0,10	-0,17	-0,11	-0,16	-0,12	-0,15
LN(CAPEX)	-0,03	-1,40	-0,02	-0,64	-0,03	-0,87	-0,04	-0,76	-0,03	-0,98	-0,01	-0,27	-0,02	-0,58	-0,03	-0,49	-0,03	-1,14	-0,01	-0,25	-0,03	-0,68	-0,02	-0,33	-0,03	-0,57
Novo Mercado e Nível 2	0,15	0,43	-0,10	-0,24	0,60	0,93	0,54	0,76	0,43	1,23	0,33	0,83	0,84	1,39	0,89	1,28	0,28	0,80	0,12	0,29	0,58	0,95	0,66	0,92	0,70	0,89
Adquirente Serial	-0,30	-0,69	-0,35	-0,72	-0,64	-1,05	-0,74	-0,99	-0,24	-0,51	-0,33	-0,62	-0,68	-1,03	-0,73	-0,89	0,04	0,11	-0,04	-0,10	-0,16	-0,33	-0,27	-0,48	-0,80	-0,98
Aquisição Internacional	-1,16	-3,04	-1,07	-2,61	-1,52	-2,41	-1,44	-2,19	-1,03	-2,74	-0,91	-2,05	-1,40	-2,27	-1,33	-1,94	-1,15	-2,84	-1,04	-2,23	-1,85	-2,60	-1,70	-2,34	-1,37	-2,02
_cons	1,04	0,67	0,96	0,51	0,80	0,21	0,09	0,02	0,65	0,38	0,58	0,30	0,28	0,08	-0,53	-0,13	9,98	1,23	9,66	1,22	7,75	0,90	6,91	0,86	0,29	0,06
N	355		290		187		175		355		290		187		175		355		290		187		175		175	
Replicações	1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		950		946		951		964		1000	
Wald chi2	19,87		20,25		25,77		22,12		15,59		13,40		23,64		20,28		15,35		15,81		26,34		26,63		20,75	
R^2	0,07		0,08		0,14		0,14		0,05		0,05		0,14		0,13		0,14		0,15		0,27		0,29		0,14	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 57 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_1_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12		Modelo 13	
Variáveis	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z
1ª e 2ª Geração Familiar	0,84	1,39	0,93	1,45	0,51	0,62	0,17	0,19	0,90	1,44	1,01	1,52	0,60	0,80	0,39	0,43	0,85	1,34	0,94	1,46	0,37	0,44	-0,05	-0,06	0,21	0,21
Família na Administração	0,14	0,33	0,15	0,34	0,58	0,79	0,68	0,83	0,38	0,91	0,41	0,97	0,63	0,99	0,67	0,91	0,37	0,86	0,43	0,99	0,63	0,99	0,74	1,03	0,65	0,83
Stake Controladores																									-0,02	-0,62
Propriedade Concentrada>50%	-0,85	-1,62	-0,95	-1,84	-0,67	-1,16	-1,02	-1,15																		
Propriedade Concentrada>20%									0,25	0,27	0,19	0,21	0,06	0,06	0,01	0,01										
Propriedade Concentrada>10%																	-9,45	-1,24	-9,66	-1,21	-10,31	-1,33	-10,63	-1,33		
Poder_Controladores_Conselho			-0,31	-0,37	-0,01	-0,01	-0,07	-0,06			-0,39	-0,46	0,05	0,04	-0,08	-0,06			0,33	0,40	0,82	0,85	0,81	0,81	-0,19	-0,15
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*					0,00	-0,06	0,00	0,01					-0,01	-0,24	-0,01	-0,20					-0,01	-0,16	0,00	-0,08	0,01	0,10
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							0,85	0,55							0,03	0,02							0,72	0,54	0,53	0,34
Q de Tobin	-0,20	-0,76	-0,15	-0,55	-0,25	-0,73	-0,25	-0,64	-0,25	-0,96	-0,21	-0,75	-0,28	-0,73	-0,26	-0,68	-0,19	-0,76	-0,13	-0,52	-0,24	-0,72	-0,23	-0,66	-0,29	-0,71
Indústria Manufatureira	0,25	0,46	0,43	0,82	0,92	1,22	0,67	0,77	0,31	0,61	0,51	0,94	0,96	1,25	0,92	1,01	0,12	0,22	0,23	0,42	0,38	0,53	-0,06	-0,06	0,79	0,90
Idade	0,02	2,71	0,02	2,82	0,02	1,60	0,01	0,78	0,02	2,87	0,02	2,70	0,02	1,80	0,02	1,10	0,02	3,05	0,03	3,29	0,03	2,55	0,02	1,64	0,02	0,87
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,11	0,93	0,11	0,89	0,16	0,77	0,19	0,85	0,08	0,59	0,09	0,61	0,17	0,73	0,20	0,77	0,11	0,90	0,12	0,91	0,32	1,49	0,37	1,47	0,21	0,91
Investidores Institucionais	-0,39	-0,59	-0,39	-0,57	-0,75	-0,61	-1,40	-1,08	-0,08	-0,13	-0,06	-0,08	-0,64	-0,53	-0,83	-0,65	-0,38	-0,62	-0,23	-0,34	-0,76	-0,63	-1,49	-1,16	-1,42	-0,93
Alavancagem Financeira	-3,22	-1,50	-2,99	-1,31	-4,45	-1,24	-4,31	-1,10	-3,06	-1,59	-2,84	-1,42	-4,40	-1,26	-4,49	-1,20	-3,22	-1,69	-3,13	-1,54	-4,83	-1,50	-4,34	-1,33	-4,19	-1,20
Folga Financeira	-0,18	-0,84	-0,18	-0,89	-0,12	-0,18	-0,10	-0,15	-0,17	-0,70	-0,17	-0,68	-0,11	-0,17	-0,09	-0,12	-0,16	-0,59	-0,14	-0,57	-0,07	-0,12	-0,05	-0,07	-0,07	-0,08
LN(CAPEX)	0,00	-0,08	-0,01	-0,29	-0,03	-0,60	-0,04	-0,71	0,01	0,23	0,00	0,02	-0,02	-0,50	-0,04	-0,60	0,00	0,14	0,00	0,10	-0,03	-0,49	-0,02	-0,47	-0,04	-0,67
Novo Mercado e Nível 2	0,27	0,45	0,13	0,21	0,27	0,33	0,16	0,16	0,64	1,13	0,54	0,99	0,59	0,81	0,67	0,80	0,44	0,81	0,33	0,59	0,25	0,31	0,40	0,45	0,45	0,42
Adquirente Serial	-0,56	-1,02	-0,47	-0,82	-0,64	-0,79	-0,97	-0,90	-0,54	-0,84	-0,46	-0,69	-0,69	-0,82	-0,78	-0,71	-0,18	-0,40	-0,09	-0,18	0,00	-0,01	-0,24	-0,33	-0,91	-0,80
Aquisição Internacional	-1,12	-2,25	-1,14	-2,27	-1,55	-2,22	-1,41	-1,83	-1,02	-2,05	-1,03	-2,08	-1,41	-2,07	-1,36	-1,78	-1,20	-2,30	-1,20	-2,21	-1,94	-2,45	-1,74	-2,26	-1,39	-1,83
_cons	-0,56	-0,22	-0,59	-0,20	-0,12	-0,02	0,61	0,11	-1,52	-0,59	-1,66	-0,61	-1,10	-0,23	-1,01	-0,20	7,63	0,96	7,23	0,85	6,60	0,78	6,86	0,77	0,28	0,05
N	226		222		160		150		226		222		160		150		226		222		160		150		150	
Replicações	1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		950		947		958		944		1000	
Wald chi2	20,29		21,39		26,19		21,98		20,69		19,96		28,85		21,00		18,17		21,67		28,83		25,74		20,76	
R^2	0,10		0,11		0,15		0,16		0,09		0,09		0,15		0,15		0,20		0,20		0,29		0,30		0,15	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 58 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_1_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel A. Todas Empresas da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
Variáveis	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z
Empresas Familiares	0,25	0,73	0,39	0,88	-0,14	-0,23	-0,17	-0,25	0,30	0,85	0,46	1,06	-0,14	-0,22	-0,14	-0,20	0,36	0,99	0,45	0,99	-0,20	-0,33	-0,16	-0,24
Propriedade Concentrada_Alta																	-0,94	-1,72	-0,92	-1,51	-0,29	-0,33	-0,36	-0,33
Propriedade Concentrada_Média									0,26	0,86	0,40	1,21	0,19	0,34	0,11	0,17								
Propriedade Concentrada_Baixa	0,13	0,28	-0,01	-0,01	-0,16	-0,23	-0,03	-0,04																
Poder_Controladores_Conselho			0,13	0,18	0,35	0,32	0,11	0,10			0,08	0,11	0,35	0,32	0,11	0,11			-0,07	-0,09	0,31	0,30	0,08	0,08
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*					-0,01	-0,38	-0,01	-0,29					-0,01	-0,29	-0,01	-0,25					-0,01	-0,18	-0,01	-0,11
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							0,51	0,49							0,51	0,51							0,57	0,56
Q de Tobin	-0,03	-0,17	0,06	0,27	-0,06	-0,23	-0,09	-0,34	-0,05	-0,26	0,05	0,28	-0,06	-0,23	-0,09	-0,31	-0,05	-0,28	0,05	0,23	-0,07	-0,27	-0,10	-0,36
Indústria Manufatureira	0,34	1,08	0,54	1,43	0,26	0,49	0,05	0,08	0,30	0,95	0,47	1,32	0,26	0,47	0,06	0,08	0,25	0,75	0,43	1,11	0,28	0,50	0,06	0,10
Idade	0,01	1,83	0,01	1,89	0,02	2,36	0,02	1,97	0,01	1,49	0,01	1,59	0,02	2,30	0,02	1,93	0,01	1,54	0,01	1,81	0,02	2,23	0,02	1,77
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,04	0,40	0,00	-0,01	0,15	0,85	0,22	1,01	0,04	0,41	0,00	0,00	0,15	0,85	0,21	0,98	0,06	0,68	0,03	0,31	0,16	0,88	0,22	1,08
Investidores Institucionais	-0,30	-0,53	-0,08	-0,14	-1,44	-1,37	-1,80	-1,75	-0,25	-0,44	-0,06	-0,11	-1,46	-1,44	-1,79	-1,81	-0,45	-0,83	-0,31	-0,54	-1,52	-1,46	-1,88	-1,76
Alavancagem Financeira	-2,57	-1,46	-2,84	-1,53	-3,48	-1,07	-3,30	-0,95	-2,60	-1,60	-3,02	-1,59	-3,43	-0,98	-3,27	-0,91	-2,81	-1,66	-3,09	-1,59	-3,46	-1,04	-3,23	-0,93
Folga Financeira	-0,16	-0,57	-0,13	-0,66	-0,14	-0,23	-0,15	-0,20	-0,17	-0,70	-0,14	-0,74	-0,14	-0,25	-0,15	-0,21	-0,15	-0,66	-0,13	-0,67	-0,14	-0,22	-0,14	-0,16
LN(CAPEX)	-0,03	-1,07	-0,01	-0,30	-0,02	-0,56	-0,03	-0,51	-0,03	-1,02	-0,01	-0,25	-0,02	-0,50	-0,03	-0,46	-0,03	-1,23	-0,01	-0,47	-0,02	-0,62	-0,03	-0,47
Novo Mercado e Nível 2	0,39	1,03	0,33	0,81	0,86	1,42	0,89	1,29	0,40	1,04	0,26	0,59	0,83	1,37	0,88	1,28	0,12	0,33	-0,01	-0,02	0,79	1,22	0,83	1,06
Adquirente Serial	-0,25	-0,55	-0,34	-0,70	-0,71	-1,18	-0,73	-0,99	-0,28	-0,65	-0,41	-0,81	-0,74	-1,23	-0,75	-1,07	-0,40	-0,84	-0,49	-0,92	-0,73	-1,05	-0,79	-0,91
Aquisição Internacional	-1,02	-2,68	-0,91	-2,15	-1,41	-2,25	-1,33	-1,92	-1,05	-2,68	-0,92	-2,23	-1,42	-2,18	-1,34	-1,96	-1,03	-2,73	-0,91	-2,07	-1,43	-2,28	-1,36	-1,92
_cons	0,62	0,37	0,59	0,31	0,26	0,07	-0,49	-0,12	0,54	0,32	0,52	0,27	0,13	0,03	-0,56	-0,13	1,00	0,63	1,02	0,53	0,34	0,09	-0,44	-0,10
N	355		290		187		175		355		290		187		175		355		290		187		175	
Replicações	1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000	
Wald chi2	13,70		13,59		24,80		22,11		14,53		15,57		24,33		24,38		17,05		17,82		23,33		20,38	
R^2	0,05		0,05		0,14		0,13		0,05		0,06		0,14		0,13		0,06		0,06		0,14		0,13	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 59 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_1_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
Variáveis	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z
1ª e 2ª Geração Familiar	0,89	1,45	1,00	1,49	0,59	0,74	0,36	0,39	0,82	1,32	0,94	1,42	0,59	0,77	0,40	0,43	0,70	1,09	0,82	1,22	0,50	0,60	0,30	0,29
Família na Administração	0,35	0,80	0,38	0,88	0,63	0,79	0,68	0,76	0,37	0,85	0,41	0,89	0,63	0,90	0,67	0,83	0,41	0,84	0,44	0,87	0,77	0,88	0,85	0,84
Propriedade Concentrada_Alta																	-0,75	-0,97	-0,76	-0,87	-0,98	-0,62	-1,16	-0,61
Propriedade Concentrada_Média									0,23	0,54	0,23	0,53	0,08	0,13	0,04	0,07								
Propriedade Concentrada_Baixa	0,06	0,09	0,06	0,10	0,09	0,12	0,16	0,18																
Poder_Controladores_Conselho			-0,40	-0,49	0,02	0,02	-0,10	-0,08			-0,46	-0,53	0,04	0,04	-0,08	-0,07			-0,58	-0,61	-0,10	-0,09	-0,24	-0,19
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*					-0,01	-0,21	-0,01	-0,17					-0,01	-0,22	-0,01	-0,22					0,00	0,07	0,01	0,11
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							0,07	0,05							0,03	0,02							0,29	0,23
Q de Tobin	-0,25	-0,96	-0,21	-0,75	-0,29	-0,76	-0,27	-0,68	-0,25	-0,90	-0,20	-0,78	-0,27	-0,76	-0,26	-0,66	-0,25	-0,93	-0,21	-0,79	-0,29	-0,80	-0,29	-0,71
Indústria Manufatureira	0,34	0,68	0,53	1,02	0,97	1,28	0,91	1,00	0,31	0,64	0,51	0,98	0,96	1,26	0,92	1,00	0,27	0,54	0,47	0,91	1,03	1,25	0,96	1,01
Idade	0,02	2,83	0,02	2,69	0,02	1,64	0,02	1,07	0,02	2,59	0,02	2,53	0,02	1,62	0,02	1,09	0,02	2,39	0,02	2,30	0,02	1,32	0,01	0,79
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,09	0,75	0,10	0,75	0,18	0,88	0,21	0,93	0,10	0,79	0,10	0,78	0,17	0,85	0,20	0,84	0,13	0,98	0,13	0,99	0,17	0,83	0,20	0,91
Investidores Institucionais	-0,13	-0,21	-0,11	-0,15	-0,67	-0,58	-0,91	-0,67	-0,10	-0,15	-0,07	-0,10	-0,64	-0,54	-0,82	-0,61	-0,26	-0,44	-0,27	-0,39	-0,75	-0,58	-1,05	-0,73
Alavancagem Financeira	-3,02	-1,36	-2,79	-1,26	-4,42	-1,16	-4,51	-1,09	-3,05	-1,45	-2,85	-1,26	-4,36	-1,16	-4,47	-1,09	-3,19	-1,40	-2,95	-1,23	-4,23	-1,14	-4,20	-1,10
Folga Financeira	-0,16	-0,79	-0,16	-0,78	-0,10	-0,18	-0,09	-0,11	-0,17	-0,73	-0,17	-0,78	-0,11	-0,16	-0,09	-0,12	-0,15	-0,56	-0,16	-0,70	-0,09	-0,11	-0,07	-0,06
LN(CAPEX)	0,00	0,17	0,00	-0,03	-0,03	-0,50	-0,04	-0,64	0,01	0,25	0,00	0,04	-0,02	-0,46	-0,04	-0,58	0,00	0,18	0,00	-0,05	-0,02	-0,44	-0,03	-0,49
Novo Mercado e Nível 2	0,63	1,14	0,53	0,92	0,58	0,78	0,65	0,70	0,58	0,99	0,48	0,80	0,59	0,82	0,67	0,79	0,35	0,56	0,25	0,39	0,40	0,47	0,40	0,38
Adquirente Serial	-0,58	-1,01	-0,48	-0,84	-0,68	-0,87	-0,78	-0,78	-0,60	-1,10	-0,51	-0,88	-0,71	-0,95	-0,79	-0,84	-0,67	-1,13	-0,58	-0,93	-0,81	-0,84	-1,00	-0,85
Aquisição Internacional	-1,01	-1,97	-1,02	-2,06	-1,42	-2,08	-1,36	-1,72	-1,04	-2,07	-1,05	-2,07	-1,42	-2,04	-1,37	-1,72	-1,05	-2,06	-1,07	-2,19	-1,52	-2,10	-1,45	-1,85
_cons	-1,50	-0,59	-1,66	-0,60	-1,15	-0,25	-1,05	-0,21	-1,53	-0,60	-1,68	-0,61	-1,16	-0,24	-1,03	-0,20	-1,25	-0,47	-1,31	-0,47	-0,79	-0,15	-0,53	-0,10
N	226		222		160		150		226		222		160		150		226		222		160		150	
Replicações	1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000	
Wald chi2	20,18		18,42		26,04		22,63		18,55		20,12		25,84		21,42		17,35		18,36		25,42		21,40	
R^2	0,09		0,09		0,15		0,15		0,09		0,09		0,15		0,15		0,09		0,10		0,15		0,15	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 60 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_3_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel A. Todas Empresas da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12			Modelo 13		
Variáveis	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z
Empresas Familiares	0,30		0,53	0,30		0,40	-0,50		-0,41	-0,13		-0,15	0,13		0,24	0,27		0,36	-0,47		-0,36	-0,14		-0,15	0,04		0,08	0,33		0,44	-0,40		-0,32	-0,09		-0,11	-0,18		-0,19
Stake Controladores																																					-0,02		-0,67
Propriedade Concentrada>50%	-1,24	**	-2,03	-1,47	**	-2,17	-0,71		-0,82	-0,92		-1,21																											
Propriedade Concentrada>20%													-0,12		-0,16	0,17		0,15	-0,01		-0,01	-0,27		-0,21															
Propriedade Concentrada>10%																									-10,01		-1,15	-10,47		-1,26	-11,50		-1,39	-12,43		-1,52			
Poder_Controladores_Conselho				1,34		1,32	0,66		0,44	-0,47		-0,32				1,06		0,99	0,57		0,37	-0,64		-0,41				1,58		1,63	1,35		1,03	0,22		0,16	-0,67		-0,44
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*							0,05		0,70	0,05		0,76							0,04		0,66	0,04		0,72							0,04		0,74	0,05		0,78	0,06		0,67
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										3,90	**	2,50										3,69	**	2,05										4,29	***	2,76	3,92	**	2,30
Q de Tobin	-0,10		-0,36	0,05		0,16	-0,23		-0,62	-0,40		-1,12	-0,17		-0,65	-0,09		-0,34	-0,29		-0,76	-0,48		-1,19	-0,13		-0,52	-0,03		-0,13	-0,29		-0,79	-0,49		-1,34	-0,46		-1,23
Indústria Manufatureira	-0,20		-0,36	-0,32		-0,53	0,06		0,06	-0,44		-0,47	-0,24		-0,44	-0,27		-0,43	0,04		0,04	-0,39		-0,43	-0,36		-0,62	-0,44		-0,74	-0,38		-0,37	-1,11		-1,08	-0,39		-0,41
Idade	0,00		-0,06	0,00		0,03	0,01		0,94	0,02		1,60	0,00		-0,59	0,00		-0,52	0,01		0,92	0,02		1,61	0,00		-0,51	0,00		-0,33	0,02		1,22	0,03	**	2,03	0,02		1,52
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,31	**	2,10	0,29	**	2,02	0,57	**	2,10	0,54	*	1,93	0,28	*	1,83	0,23		1,41	0,58	**	1,97	0,57	*	1,73	0,28	*	1,90	0,25	*	1,64	0,74	***	2,63	0,75	**	2,38	0,56	**	1,97
Investidores Institucionais	-1,83	**	-2,54	-1,61	**	-2,04	-1,90		-1,53	-3,38	***	-2,61	-1,52	**	-2,06	-1,20		-1,45	-1,93		-1,48	-3,33	**	-2,33	-1,73	**	-2,43	-1,41	*	-1,90	-1,92		-1,56	-3,64	***	-2,74	-3,66	**	-2,46
Alavancagem Financeira	-2,86		-1,21	-3,40		-1,31	-4,81		-1,13	-1,97		-0,42	-2,50		-1,02	-3,30		-1,31	-4,69		-1,09	-1,76		-0,41	-2,78		-1,28	-3,49		-1,48	-5,42		-1,33	-2,20		-0,56	-1,77		-0,40
Folga Financeira	-0,31		-0,62	-0,24		-0,53	-0,16		-0,18	-0,26		-0,27	-0,30		-0,58	-0,24		-0,47	-0,15		-0,15	-0,24		-0,23	-0,29		-0,49	-0,20		-0,40	-0,11		-0,12	-0,21		-0,19	-0,22		-0,19
LN(CAPEX)	-0,06		-1,43	-0,03		-0,78	-0,08		-1,24	-0,10		-1,43	-0,05		-1,14	-0,02		-0,50	-0,07		-1,08	-0,09		-0,93	-0,05		-1,20	-0,02		-0,45	-0,07		-1,19	-0,07		-1,15	-0,09		-1,42
Novo Mercado e Nível 2	0,58		1,01	0,41		0,56	1,87		1,63	1,86	*	1,89	0,98	*	1,68	1,01		1,49	2,15	*	1,92	2,25	**	2,27	0,85		1,45	0,77		1,11	1,86	*	1,72	1,98	**	2,04	2,01	**	2,02
Adquirente Serial	-0,19		-0,29	-0,44		-0,59	-0,32		-0,32	-0,20		-0,19	-0,12		-0,17	-0,40		-0,50	-0,37		-0,37	-0,22		-0,19	0,20		0,30	-0,10		-0,13	0,22		0,23	0,35		0,39	-0,27		-0,24
Aquisição Internacional	-1,24	**	-2,11	-1,07	*	-1,65	-2,42	***	-2,70	-2,66	***	-3,02	-1,04	*	-1,82	-0,85		-1,40	-2,28	***	-2,61	-2,54	***	-2,93	-1,17	*	-1,86	-0,99		-1,51	-2,77	***	-3,04	-2,96	***	-3,32	-2,60	***	-3,05
_cons	-0,71		-0,28	-1,28		-0,49	-4,84		-0,88	-5,29		-0,97	-1,27		-0,50	-1,81		-0,66	-5,49		-0,99	-6,07		-1,10	8,66		0,95	8,13		0,93	2,88		0,30	2,60		0,29	-4,96		-0,83
N		355			290			187			175			355			290			187			175			355			290			187			175			175	
Replicações		1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			951			953			950			946			1000	
Wald chi2		19,28			18,03			20,62			30,24			15,17			12,03			21,56			24,45			16,07			15,51			26,25			31,48			28,00	
R^2		0,06			0,06			0,11			0,15			0,04			0,05			0,10			0,15			0,09			0,10			0,18			0,25			0,15	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 61 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_3_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12			Modelo 13		
Variáveis	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z
1ª e 2ª Geração Familiar	0,16		0,14	0,32		0,28	-0,20		-0,13	0,68		0,36	0,24		0,22	0,42		0,35	-0,09		-0,06	0,81		0,46	0,16		0,15	0,32		0,30	-0,36		-0,24	0,28		0,16	0,67		0,37
Família na Administração	1,37	**	2,09	1,54	**	2,25	1,89	*	1,89	1,44		1,35	1,66	***	2,62	1,85	***	3,06	1,97	**	2,07	1,45		1,38	1,61	***	2,60	1,82	***	2,94	1,95	**	2,18	1,52		1,60	1,42		1,39
Stake Controladores																																					-0,01		-0,37
Propriedade Concentrada>50%	-0,87		-1,21	-0,91		-1,25	-0,78		-0,93	-0,56		-0,50																											
Propriedade Concentrada>20%													0,64		0,53	0,67		0,55	0,15		0,12	0,10		0,08															
Propriedade Concentrada>10%																									-10,35		-1,24	-11,28		-1,38	-12,25		-1,51	-12,35		-1,52			
Poder_Controladores_Conselho				1,25		1,01	0,24		0,14	-0,43		-0,26				1,20		0,97	0,32		0,18	-0,42		-0,26				2,02	*	1,69	1,23		0,85	0,60		0,39	-0,52		-0,31
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholder s*							0,05		0,64	0,05		0,59							0,04		0,51	0,04		0,56							0,04		0,61	0,05		0,65	0,06		0,54
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										3,44		1,59										2,96		1,52										3,79	*	1,94	3,36		1,55
Q de Tobin	-0,10		-0,31	0,05		0,15	-0,27		-0,59	-0,61		-1,37	-0,15		-0,44	0,00		0,00	-0,29		-0,62	-0,61		-1,37	-0,08		-0,24	0,08		0,25	-0,25		-0,59	-0,58		-1,31	-0,64		-1,38
Indústria Manufatureira	-0,08		-0,11	0,05		0,06	0,79		0,64	0,81		0,59	-0,06		-0,09	0,08		0,10	0,83		0,67	0,94		0,68	-0,24		-0,33	-0,20		-0,26	0,15		0,13	-0,20		-0,13	0,85		0,59
Idade	0,01		0,83	0,01		0,76	0,02		0,78	0,02		0,92	0,01		0,78	0,01		0,74	0,02		0,82	0,02		1,10	0,01		1,06	0,01		1,05	0,02		1,38	0,03		1,47	0,02		0,93
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,28		1,49	0,30		1,52	0,56	*	1,74	0,47		1,45	0,22		1,01	0,25		1,14	0,56	*	1,69	0,46		1,33	0,28		1,43	0,31	*	1,66	0,74	**	2,50	0,66	**	2,05	0,48		1,47
Investidores Institucionais	-1,75	**	-2,14	-1,40		-1,57	-0,86		-0,48	-1,81		-0,90	-1,37	*	-1,69	-1,00		-1,16	-0,73		-0,41	-1,47		-0,73	-1,75	**	-2,26	-1,28		-1,62	-0,88		-0,53	-2,27		-1,13	-1,94		-0,91
Alavancagem Financeira	-1,58		-0,58	-2,14		-0,74	-5,41		-1,17	-3,09		-0,64	-1,48		-0,57	-2,10		-0,79	-5,37		-1,18	-3,22		-0,67	-1,59		-0,66	-2,34		-0,89	-5,87		-1,50	-3,02		-0,75	-2,96		-0,63
Folga Financeira	-0,21		-0,42	-0,14		-0,29	-0,04		-0,05	-0,16		-0,14	-0,21		-0,35	-0,14		-0,25	-0,03		-0,04	-0,15		-0,12	-0,20		-0,31	-0,10		-0,17	0,01		0,02	-0,10		-0,09	-0,13		-0,11
LN(CAPEX)	-0,03		-0,73	-0,02		-0,59	-0,11		-1,45	-0,11		-1,37	-0,02		-0,42	-0,01		-0,34	-0,10		-1,29	-0,11		-1,34	-0,02		-0,52	-0,01		-0,30	-0,10		-1,40	-0,09		-1,17	-0,11		-1,32
Novo Mercado e Nível 2	0,51		0,54	0,36		0,38	0,98		0,81	1,82		1,33	0,90		1,04	0,76		0,78	1,35		1,23	2,09	*	1,67	0,66		0,74	0,50		0,55	0,95		0,82	1,77		1,45	1,92		1,39
Adquirente Serial	-0,47		-0,63	-0,46		-0,56	-0,13		-0,12	-0,29		-0,21	-0,39		-0,47	-0,38		-0,43	-0,18		-0,16	-0,17		-0,13	-0,06		-0,09	-0,01		-0,02	0,62		0,67	0,44		0,40	-0,29		-0,20
Aquisição Internacional	-1,59	**	-2,33	-1,57	**	-2,26	-2,66	***	-2,81	-2,59	***	-2,62	-1,49	**	-2,16	-1,47	**	-2,25	-2,49	***	-2,66	-2,56	***	-2,63	-1,69	**	-2,30	-1,66	**	-2,40	-3,12	***	-3,35	-3,00	***	-2,98	-2,59	***	-2,71
_cons	-1,99		-0,47	-3,56		-0,79	-5,84		-0,71	-6,51		-0,79	-3,04		-0,71	-4,65		-1,04	-6,94		-0,95	-7,33		-0,97	7,05		0,76	5,80		0,64	2,17		0,21	1,76		0,17	-6,42		-0,75
N		226			222			160			150			226			222			160			150			226			222			160			150			150		
Replicações		1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			943			933			946			954			1000		
Wald chi2		18,29			18,97			20,25			24,11			16,54			19,52			21,84			22,99			18,22			21,65			29,25			29,91			23,52		
R^2		0,09			0,10			0,15			0,17			0,09			0,10			0,15			0,17			0,15			0,17			0,25			0,28			0,17		

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 62 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_3_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel A. Todas Empresas da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12		
Variáveis	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z
Empresas Familiares	0,10		0,18	0,27		0,35	-0,45		-0,35	-0,09		-0,09	0,13		0,24	0,33		0,43	-0,39		-0,31	-0,01		-0,01	0,22		0,40	0,32		0,40	-0,48		-0,37	-0,05		-0,06
Propriedade Concentrada_Alta																									-0,88		-1,06	-0,78		-0,84	-0,91		-0,56	-0,90		-0,51
Propriedade Concentrada_Média													0,00		-0,01	0,33		0,60	0,26		0,28	0,18		0,20												
Propriedade Concentrada_Baixa	0,48		0,69	0,00		0,00	-0,06		-0,06	0,02		0,02																								
Poder_Controladores_Conselho				1,04		1,00	0,58		0,36	-0,63		-0,41				0,99		0,97	0,59		0,36	-0,62		-0,41				0,87		0,80	0,52		0,34	-0,69		-0,48
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*							0,04		0,68	0,04		0,70							0,04		0,71	0,04		0,73							0,05		0,71	0,05		0,75
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										3,59	**	2,21										3,58	**	2,34										3,73	**	2,40
Q de Tobin	-0,16		-0,65	-0,09		-0,33	-0,29		-0,72	-0,47		-1,22	-0,17		-0,69	-0,09		-0,36	-0,28		-0,72	-0,46		-1,14	-0,19		-0,75	-0,10		-0,36	-0,29		-0,82	-0,48		-1,30
Indústria Manufatureira	-0,23		-0,42	-0,25		-0,40	0,03		0,03	-0,41		-0,43	-0,26		-0,47	-0,30		-0,49	0,03		0,03	-0,39		-0,40	-0,34		-0,59	-0,33		-0,54	0,06		0,06	-0,37		-0,41
Idade	0,00		-0,46	0,00		-0,45	0,01		0,86	0,02		1,58	0,00		-0,58	0,00		-0,52	0,01		0,86	0,02		1,55	0,00		-0,68	0,00		-0,50	0,01		0,87	0,02		1,51
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,28	*	1,88	0,24		1,56	0,58	**	2,01	0,54	*	1,81	0,27	*	1,87	0,24		1,56	0,57	**	2,07	0,53	*	1,80	0,29	**	2,08	0,27	*	1,77	0,58	**	2,18	0,55	*	1,89
Investidores Institucionais	-1,63	**	-2,18	-1,23		-1,44	-1,91		-1,45	-3,28	**	-2,22	-1,50	**	-1,99	-1,21		-1,55	-1,88		-1,48	-3,23	**	-2,28	-1,68	**	-2,27	-1,42	*	-1,77	-2,04		-1,56	-3,42	**	-2,43
Alavancagem Financeira	-2,57		-1,08	-3,24		-1,25	-4,68		-1,04	-1,84		-0,39	-2,51		-1,05	-3,39		-1,37	-4,57		-0,97	-1,76		-0,37	-2,75		-1,16	-3,45		-1,28	-4,51		-1,03	-1,64		-0,35
Folga Financeira	-0,29		-0,49	-0,23		-0,45	-0,16		-0,19	-0,25		-0,22	-0,31		-0,54	-0,24		-0,55	-0,16		-0,18	-0,25		-0,23	-0,29		-0,55	-0,23		-0,48	-0,15		-0,14	-0,24		-0,20
LN(CAPEX)	-0,05		-1,16	-0,02		-0,49	-0,07		-1,07	-0,09		-1,19	-0,05		-1,18	-0,02		-0,46	-0,06		-1,01	-0,08		-1,20	-0,05		-1,26	-0,02		-0,61	-0,07		-1,12	-0,08		-1,14
Novo Mercado e Nível 2	0,88		1,46	1,00		1,40	2,16	**	2,00	2,25	**	2,27	1,00	*	1,71	0,93		1,37	2,15	**	2,01	2,24	**	2,31	0,71		1,17	0,71		0,95	2,01	*	1,87	2,10	**	2,13
Adquirente Serial	-0,11		-0,16	-0,42		-0,55	-0,38		-0,38	-0,18		-0,17	-0,10		-0,15	-0,48		-0,64	-0,43		-0,41	-0,22		-0,22	-0,25		-0,33	-0,55		-0,67	-0,50		-0,46	-0,34		-0,31
Aquisição Internacional	-1,00	*	-1,66	-0,85		-1,29	-2,28	**	-2,56	-2,54	***	-2,85	-1,04	*	-1,79	-0,86		-1,33	-2,31	**	-2,54	-2,56	***	-2,84	-1,04	*	-1,80	-0,85		-1,30	-2,37	***	-2,57	-2,61	***	-2,88
_cons	-1,41		-0,57	-1,79		-0,69	-5,48		-1,01	-5,96		-1,08	-1,30		-0,54	-1,85		-0,68	-5,66		-1,01	-6,06		-1,06	-0,97		-0,42	-1,42		-0,52	-5,23		-1,00	-5,80		-1,04
N		355			290			187			175			355			290			187			175			355			290			187			175		
Replicações		1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000		
Wald chi2		14,72			12,43			20,84			27,58			15,33			12,02			21,95			28,62			16,05			13,44			20,16			26,25		
R^2		0,05			0,05			0,10			0,15			0,04			0,05			0,10			0,15			0,05			0,05			0,11			0,15		

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 63 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_3_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12		
Variáveis	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z
1ª e 2ª Geração Familiar	0,21		0,19	0,39		0,34	-0,12		-0,07	0,74		0,41	0,14		0,13	0,34		0,29	-0,10		-0,06	0,81		0,47	-0,07		-0,06	0,20		0,17	-0,32		-0,21	0,59		0,33
Família na Administração	1,58	**	2,56	1,75	***	2,77	1,97	*	1,94	1,47		1,25	1,61	***	2,61	1,78	***	2,82	1,93	*	1,79	1,44		1,34	1,67	***	2,62	1,81	***	2,88	2,28	**	2,00	1,85		1,46
Propriedade Concentrada_Alta																									-1,07		-0,98	-0,79		-0,69	-2,23		-0,90	-2,58		-0,87
Propriedade Concentrada_Média													0,21		0,29	0,20		0,29	-0,09		-0,09	0,12		0,13												
Propriedade Concentrada_Baixa	0,26		0,30	0,12		0,14	0,52		0,51	0,32		0,29																								
Poder_Controladores_Conselho				1,16		0,94	0,21		0,12	-0,48		-0,28				1,12		0,92	0,30		0,18	-0,44		-0,25				0,98		0,75	-0,02		-0,01	-0,79		-0,46
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*							0,04		0,60	0,05		0,57							0,04		0,53	0,04		0,57							0,07		0,72	0,08		0,71
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										3,07	*	1,67										2,99	*	1,65										3,57	*	1,76
Q de Tobin	-0,15		-0,46	-0,01		-0,04	-0,34		-0,72	-0,64		-1,32	-0,14		-0,43	0,00		0,00	-0,30		-0,66	-0,61		-1,36	-0,14		-0,46	-0,01		-0,03	-0,32		-0,72	-0,68		-1,53
Indústria Manufatureira	0,02		0,02	0,15		0,19	0,89		0,76	0,92		0,65	-0,02		-0,03	0,13		0,17	0,84		0,67	0,95		0,70	-0,09		-0,11	0,09		0,12	1,01		0,83	1,03		0,75
Idade	0,01		0,82	0,01		0,74	0,02		0,89	0,02		1,06	0,01		0,74	0,01		0,69	0,02		0,83	0,02		1,08	0,01		0,65	0,01		0,62	0,01		0,64	0,02		0,80
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,26		1,35	0,29		1,48	0,59	*	1,84	0,49		1,48	0,26		1,29	0,29		1,54	0,57	*	1,78	0,47		1,45	0,31		1,47	0,33		1,59	0,58	*	1,90	0,47		1,53
Investidores Institucionais	-1,54	*	-1,86	-1,15		-1,34	-0,88		-0,49	-1,65		-0,80	-1,45	*	-1,70	-1,11		-1,30	-0,77		-0,41	-1,46		-0,75	-1,67	**	-2,00	-1,31		-1,51	-0,97		-0,56	-1,98		-1,01
Alavancagem Financeira	-1,38		-0,49	-1,95		-0,69	-5,49		-1,19	-3,24		-0,63	-1,40		-0,52	-1,99		-0,74	-5,39		-1,07	-3,14		-0,60	-1,62		-0,59	-2,12		-0,75	-4,97		-1,09	-2,56		-0,52
Folga Financeira	-0,19		-0,33	-0,12		-0,26	-0,01		-0,01	-0,14		-0,13	-0,20		-0,35	-0,13		-0,25	-0,03		-0,03	-0,16		-0,14	-0,18		-0,32	-0,12		-0,22	0,02		0,02	-0,10		-0,08
LN(CAPEX)	-0,02		-0,55	-0,02		-0,44	-0,11		-1,40	-0,11		-1,37	-0,02		-0,48	-0,02		-0,38	-0,10		-1,34	-0,11		-1,24	-0,02		-0,51	-0,02		-0,43	-0,09		-1,28	-0,09		-1,02
Novo Mercado e Nível 2	0,84		0,90	0,73		0,81	1,26		1,08	2,04		1,59	0,84		0,89	0,70		0,78	1,36		1,19	2,08	*	1,74	0,47		0,49	0,44		0,47	0,91		0,77	1,48		1,10
Adquirente Serial	-0,49		-0,67	-0,47		-0,58	-0,15		-0,13	-0,19		-0,14	-0,51		-0,68	-0,50		-0,62	-0,18		-0,15	-0,21		-0,17	-0,62		-0,73	-0,57		-0,67	-0,46		-0,38	-0,68		-0,44
Aquisição Internacional	-1,47	**	-2,13	-1,45	**	-2,11	-2,52	***	-2,64	-2,55	***	-2,67	-1,50	**	-2,23	-1,48	**	-2,13	-2,49	***	-2,65	-2,58	***	-2,67	-1,53	**	-2,24	-1,50	**	-2,19	-2,74	***	-2,84	-2,75	***	-2,81
_cons	-3,04		-0,75	-4,60		-1,10	-7,16		-0,95	-7,47		-1,00	-2,97		-0,71	-4,59		-1,13	-6,99		-0,90	-7,43		-0,98	-2,59		-0,63	-4,22		-1,01	-6,25		-0,83	-6,32		-0,84
N		226			222			160			150			226			222			160			150			226			222			160			150	
Replicações		1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000	
Wald chi2		15,87			19,48			19,76			24,51			16,76			18,26			20,10			28,29			17,08			18,70			23,05			25,81	
R^2		0,09			0,10			0,15			0,17			0,09			0,10			0,15			0,17			0,09			0,10			0,16			0,18	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 64 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_3_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel A. Todas Empresas da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12		Modelo 13	
Variáveis	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z
Empresas Familiares	0,28	0,48	0,31	0,41	-0,49	-0,40	-0,11	-0,12	0,11	0,19	0,29	0,38	-0,46	-0,36	-0,12	-0,13	0,01	0,02	0,35	0,45	-0,38	-0,29	-0,07	-0,08	-0,16	-0,17
Stake Controladores																									-0,02	-0,68
Propriedade Concentrada>50%	-1,28	-2,16	-1,54	-2,32	-0,76	-0,87	-0,97	-1,34																		
Propriedade Concentrada>20%									-0,15	-0,18	0,16	0,16	-0,05	-0,04	-0,30	-0,23										
Propriedade Concentrada>10%																	-9,98	-1,22	-10,48	-1,25	-11,51	-1,37	-12,42	-1,56		
Poder_Controladores_Conselho			1,48	1,47	0,82	0,54	-0,30	-0,21			1,18	1,07	0,73	0,46	-0,48	-0,33			1,71	1,72	1,51	1,01	0,37	0,27	-0,51	-0,35
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholder s*					0,04	0,67	0,05	0,71					0,04	0,67	0,04	0,65					0,04	0,67	0,04	0,75	0,06	0,69
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							3,88	2,43							3,66	2,16							4,25	2,72	3,90	2,33
Q de Tobin	-0,06	-0,21	0,10	0,34	-0,17	-0,46	-0,34	-0,97	-0,13	-0,50	-0,04	-0,15	-0,24	-0,65	-0,42	-1,17	-0,10	-0,38	0,02	0,06	-0,23	-0,65	-0,44	-1,27	-0,40	-1,10
Indústria Manufatureira	-0,15	-0,26	-0,31	-0,49	0,16	0,16	-0,32	-0,34	-0,19	-0,34	-0,25	-0,40	0,13	0,13	-0,26	-0,28	-0,31	-0,54	-0,42	-0,65	-0,29	-0,27	-0,98	-0,95	-0,26	-0,29
Idade	0,00	-0,13	0,00	0,03	0,01	0,86	0,02	1,56	0,00	-0,68	0,00	-0,53	0,01	0,88	0,02	1,58	0,00	-0,60	0,00	-0,35	0,02	1,20	0,03	2,00	0,02	1,38
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,30	2,16	0,28	1,80	0,55	1,94	0,53	1,78	0,27	1,77	0,22	1,32	0,57	1,87	0,55	1,73	0,28	1,82	0,24	1,56	0,73	2,47	0,73	2,24	0,54	1,80
Investidores Institucionais	-1,87	-2,51	-1,64	-2,02	-1,99	-1,54	-3,44	-2,53	-1,55	-2,08	-1,21	-1,53	-2,02	-1,50	-3,40	-2,35	-1,76	-2,39	-1,42	-1,84	-2,01	-1,57	-3,69	-2,72	-3,73	-2,51
Alavancagem Financeira	-3,07	-1,34	-3,67	-1,38	-5,25	-1,17	-2,42	-0,52	-2,70	-1,17	-3,56	-1,45	-5,13	-1,23	-2,20	-0,52	-2,97	-1,33	-3,75	-1,56	-5,86	-1,51	-2,64	-0,66	-2,20	-0,48
Folga Financeira	-0,30	-0,57	-0,22	-0,48	-0,14	-0,15	-0,24	-0,19	-0,29	-0,54	-0,21	-0,50	-0,13	-0,13	-0,22	-0,18	-0,28	-0,49	-0,18	-0,33	-0,09	-0,10	-0,19	-0,18	-0,20	-0,16
LN(CAPEX)	-0,06	-1,37	-0,02	-0,62	-0,08	-1,25	-0,10	-1,31	-0,05	-1,11	-0,01	-0,30	-0,07	-1,06	-0,09	-1,26	-0,05	-1,17	-0,01	-0,28	-0,07	-1,18	-0,08	-1,05	-0,10	-1,33
Novo Mercado e Nível 2	0,54	0,92	0,34	0,46	1,80	1,58	1,80	1,81	0,95	1,64	0,96	1,38	2,10	1,95	2,21	2,25	0,82	1,41	0,71	1,05	1,81	1,66	1,94	1,90	1,97	1,88
Adquirente Serial	-0,13	-0,18	-0,40	-0,52	-0,24	-0,24	-0,10	-0,10	-0,05	-0,07	-0,37	-0,47	-0,31	-0,31	-0,13	-0,12	0,27	0,41	-0,06	-0,08	0,29	0,29	0,45	0,52	-0,18	-0,16
Aquisição Internacional	-1,18	-1,98	-1,03	-1,56	-2,31	-2,54	-2,56	-3,05	-0,97	-1,64	-0,80	-1,24	-2,17	-2,40	-2,44	-2,78	-1,11	-1,78	-0,94	-1,43	-2,65	-2,97	-2,86	-3,14	-2,50	-2,88
_cons	-0,60	-0,25	-1,17	-0,43	-4,59	-0,79	-4,99	-0,85	-1,17	-0,47	-1,72	-0,64	-5,30	-1,00	-5,83	-1,10	8,71	0,99	8,23	0,93	3,08	0,33	2,86	0,32	-4,65	-0,76
N	355		290		187		175		355		290		187		175		355		290		187		175		175	
Replicações	1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		953		934		957		948		1000	
Wald chi2	19,45		16,20		22,80		26,12		13,91		11,93		21,51		26,13		15,42		14,74		26,57		29,27		24,89	
R^2	0,06		0,07		0,11		0,15		0,04		0,05		0,11		0,15		0,08		0,10		0,18		0,25		0,15	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 65 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_3_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12		Modelo 13	
Variáveis	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z
1ª e 2ª Geração Familiar	0,19	0,16	0,34	0,29	-0,11	-0,07	0,81	0,45	0,27	0,25	0,44	0,39	0,00	0,00	0,94	0,53	0,20	0,18	0,34	0,31	-0,27	-0,18	0,41	0,23	0,81	0,45
Família na Administração	1,44	2,19	1,63	2,51	2,03	2,04	1,57	1,45	1,74	2,78	1,95	3,12	2,11	2,07	1,58	1,52	1,69	2,63	1,92	2,92	2,09	2,15	1,65	1,69	1,55	1,43
Stake Controladores																									-0,01	-0,32
Propriedade Concentrada>50%	-0,92	-1,22	-0,96	-1,36	-0,79	-0,88	-0,53	-0,48																		
Propriedade Concentrada>20%									0,65	0,55	0,70	0,55	0,16	0,12	0,13	0,10										
Propriedade Concentrada>10%																	-10,33	-1,24	-11,31	-1,38	-12,26	-1,53	-12,30	-1,53		
Poder_Controladores_Conselho			1,40	1,10	0,44	0,26	-0,24	-0,14			1,34	1,12	0,51	0,30	-0,22	-0,13			2,16	1,83	1,42	0,93	0,79	0,53	-0,32	-0,18
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholder s*					0,04	0,55	0,05	0,61					0,04	0,50	0,04	0,57					0,04	0,54	0,05	0,57	0,05	0,55
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							3,31	1,66							2,84	1,45							3,67	1,88	3,21	1,46
Q de Tobin	-0,05	-0,14	0,12	0,35	-0,20	-0,45	-0,54	-1,22	-0,10	-0,30	0,06	0,20	-0,23	-0,52	-0,54	-1,17	-0,03	-0,09	0,14	0,43	-0,19	-0,43	-0,51	-1,22	-0,56	-1,21
Indústria Manufatureira	-0,05	-0,06	0,09	0,11	0,95	0,79	1,05	0,75	-0,03	-0,04	0,12	0,15	0,99	0,76	1,18	0,88	-0,20	-0,26	-0,16	-0,20	0,31	0,26	0,04	0,03	1,09	0,76
Idade	0,01	0,83	0,01	0,75	0,02	0,83	0,02	0,96	0,01	0,81	0,01	0,70	0,02	0,80	0,03	1,11	0,01	1,00	0,01	1,04	0,02	1,39	0,03	1,45	0,02	0,99
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,27	1,41	0,30	1,53	0,54	1,64	0,45	1,38	0,21	1,02	0,24	1,08	0,54	1,56	0,44	1,22	0,27	1,34	0,30	1,52	0,73	2,35	0,64	1,97	0,46	1,47
Investidores Institucionais	-1,76	-2,07	-1,37	-1,63	-0,83	-0,46	-1,67	-0,82	-1,36	-1,59	-0,95	-1,06	-0,70	-0,38	-1,33	-0,66	-1,74	-2,22	-1,24	-1,45	-0,85	-0,48	-2,14	-1,08	-1,77	-0,79
Alavancagem Financeira	-1,85	-0,65	-2,49	-0,86	-5,94	-1,27	-3,69	-0,77	-1,74	-0,66	-2,44	-0,90	-5,89	-1,28	-3,82	-0,80	-1,85	-0,71	-2,68	-1,03	-6,39	-1,65	-3,61	-0,86	-3,58	-0,78
Folga Financeira	-0,20	-0,40	-0,12	-0,24	-0,02	-0,02	-0,13	-0,10	-0,19	-0,34	-0,12	-0,22	0,00	-0,01	-0,13	-0,12	-0,18	-0,30	-0,07	-0,13	0,04	0,05	-0,08	-0,07	-0,11	-0,09
LN(CAPEX)	-0,02	-0,56	-0,02	-0,46	-0,11	-1,49	-0,12	-1,45	-0,01	-0,31	-0,01	-0,20	-0,10	-1,27	-0,11	-1,39	-0,02	-0,40	-0,01	-0,19	-0,10	-1,40	-0,10	-1,25	-0,11	-1,38
Novo Mercado e Nível 2	0,43	0,47	0,27	0,30	0,91	0,71	1,77	1,20	0,84	0,95	0,70	0,77	1,28	1,14	2,03	1,65	0,61	0,67	0,44	0,50	0,88	0,77	1,72	1,40	1,89	1,37
Adquirente Serial	-0,42	-0,55	-0,42	-0,53	-0,07	-0,07	-0,19	-0,14	-0,34	-0,41	-0,34	-0,38	-0,12	-0,11	-0,07	-0,05	-0,01	-0,01	0,03	0,04	0,68	0,70	0,54	0,50	-0,18	-0,12
Aquisição Internacional	-1,52	-2,19	-1,50	-2,19	-2,53	-2,61	-2,48	-2,69	-1,41	-2,01	-1,39	-2,03	-2,35	-2,62	-2,45	-2,54	-1,61	-2,34	-1,58	-2,18	-2,99	-3,18	-2,89	-3,05	-2,48	-2,59
_cons	-1,95	-0,45	-3,60	-0,82	-5,86	-0,73	-6,59	-0,80	-3,05	-0,76	-4,75	-1,10	-6,97	-0,92	-7,36	-0,97	7,02	0,75	5,74	0,62	2,14	0,21	1,69	0,16	-6,56	-0,78
N	226		222		160		150		226		222		160		150		226		222		160		150		150	
Replicações	1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		955		948		963		944		1000	
Wald chi2	18,41		21,00		21,98		24,30		15,60		19,12		18,42		24,65		18,05		21,71		28,84		33,22		23,20	
R^2	0,09		0,11		0,16		0,18		0,09		0,10		0,15		0,18		0,15		0,17		0,25		0,28		0,18	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 66 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_3_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel A. Todas Empresas da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
Variáveis	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z
Empresas Familiares	0,07	0,13	0,30	0,38	-0,41	-0,31	-0,04	-0,04	0,10	0,18	0,35	0,45	-0,36	-0,28	0,04	0,03	0,19	0,33	0,33	0,41	-0,46	-0,35	-0,03	-0,03
Propriedade Concentrada_Alta																	-0,85	-1,04	-0,74	-0,81	-0,88	-0,53	-0,84	-0,46
Propriedade Concentrada_Média									-0,02	-0,03	0,37	0,61	0,31	0,35	0,24	0,27								
Propriedade Concentrada_Baixa	0,48	0,69	-0,08	-0,10	-0,14	-0,13	-0,07	-0,07																
Poder_Controladores_Conselho			1,17	1,17	0,75	0,47	-0,46	-0,30			1,12	1,08	0,75	0,49	-0,45	-0,30			1,01	0,96	0,68	0,44	-0,53	-0,35
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*					0,03	0,61	0,04	0,64					0,04	0,74	0,04	0,69					0,05	0,69	0,05	0,64
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							3,54	2,21							3,54	2,37							3,68	2,46
Q de Tobin	-0,12	-0,44	-0,04	-0,14	-0,23	-0,60	-0,41	-1,05	-0,13	-0,52	-0,04	-0,15	-0,22	-0,57	-0,40	-1,08	-0,15	-0,56	-0,05	-0,17	-0,24	-0,63	-0,42	-1,11
Indústria Manufatureira	-0,19	-0,33	-0,23	-0,38	0,12	0,12	-0,27	-0,27	-0,21	-0,39	-0,29	-0,48	0,12	0,11	-0,26	-0,28	-0,29	-0,49	-0,31	-0,49	0,15	0,15	-0,25	-0,26
Idade	0,00	-0,55	0,00	-0,50	0,01	0,87	0,02	1,51	0,00	-0,69	0,00	-0,58	0,01	0,77	0,02	1,59	0,00	-0,75	0,00	-0,50	0,01	0,83	0,02	1,42
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,27	1,80	0,22	1,46	0,56	1,95	0,52	1,67	0,26	1,77	0,23	1,48	0,56	1,93	0,51	1,76	0,29	1,88	0,25	1,58	0,57	2,03	0,53	1,84
Investidores Institucionais	-1,66	-2,13	-1,22	-1,43	-1,98	-1,42	-3,30	-2,12	-1,53	-2,02	-1,22	-1,53	-1,97	-1,51	-3,27	-2,27	-1,70	-2,29	-1,42	-1,72	-2,12	-1,52	-3,46	-2,53
Alavancagem Financeira	-2,77	-1,13	-3,51	-1,40	-5,10	-1,13	-2,26	-0,50	-2,71	-1,14	-3,67	-1,41	-4,99	-1,09	-2,18	-0,47	-2,94	-1,21	-3,70	-1,32	-4,95	-1,13	-2,10	-0,46
Folga Financeira	-0,27	-0,49	-0,21	-0,47	-0,14	-0,12	-0,23	-0,21	-0,29	-0,49	-0,22	-0,45	-0,14	-0,14	-0,23	-0,24	-0,28	-0,48	-0,21	-0,42	-0,13	-0,14	-0,22	-0,16
LN(CAPEX)	-0,05	-1,10	-0,01	-0,30	-0,07	-1,05	-0,09	-1,24	-0,05	-1,09	-0,01	-0,30	-0,06	-0,96	-0,08	-1,24	-0,05	-1,18	-0,02	-0,43	-0,07	-1,05	-0,08	-1,22
Novo Mercado e Nível 2	0,86	1,43	0,96	1,36	2,12	1,93	2,22	2,18	0,97	1,65	0,87	1,29	2,10	1,91	2,20	2,23	0,70	1,12	0,67	0,88	1,97	1,73	2,07	1,98
Adquirente Serial	-0,04	-0,06	-0,39	-0,53	-0,32	-0,32	-0,09	-0,08	-0,03	-0,05	-0,45	-0,55	-0,38	-0,37	-0,14	-0,14	-0,17	-0,23	-0,51	-0,61	-0,42	-0,39	-0,23	-0,20
Aquisição Internacional	-0,94	-1,60	-0,80	-1,24	-2,16	-2,49	-2,44	-2,71	-0,98	-1,65	-0,81	-1,25	-2,19	-2,42	-2,47	-2,68	-0,98	-1,64	-0,79	-1,21	-2,25	-2,31	-2,51	-2,84
_cons	-1,32	-0,53	-1,67	-0,61	-5,28	-0,96	-5,68	-0,99	-1,20	-0,49	-1,77	-0,65	-5,49	-0,95	-5,84	-1,05	-0,90	-0,35	-1,35	-0,50	-5,04	-0,89	-5,55	-0,98
N	355		290		187		175		355		290		187		175		355		290		187		175	
Replicações	1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000	
Wald chi2	13,66		12,61		20,95		30,81		14,27		12,93		22,13		26,75		14,75		11,72		19,54		27,00	
R^2	0,04		0,05		0,11		0,15		0,04		0,05		0,11		0,15		0,05		0,05		0,11		0,15	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 67 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_3_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
Variáveis	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z
1ª e 2ª Geração Familiar	0,24	0,20	0,42	0,36	-0,02	-0,01	0,89	0,51	0,16	0,14	0,35	0,30	-0,01	-0,01	0,94	0,51	-0,04	-0,04	0,23	0,19	-0,23	-0,14	0,72	0,39
Família na Administração	1,66	2,57	1,86	2,88	2,10	1,94	1,58	1,47	1,69	2,69	1,89	2,92	2,07	2,06	1,57	1,43	1,75	2,74	1,91	2,84	2,42	2,08	1,96	1,62
Propriedade Concentrada_Alta																	-1,08	-1,01	-0,77	-0,66	-2,22	-0,85	-2,50	-0,93
Propriedade Concentrada_Média									0,27	0,41	0,27	0,39	-0,02	-0,02	0,20	0,21								
Propriedade Concentrada_Baixa	0,17	0,20	0,01	0,02	0,43	0,42	0,21	0,19																
Poder_Controladores_Conselho			1,30	1,11	0,42	0,24	-0,27	-0,16			1,24	1,06	0,49	0,30	-0,24	-0,15			1,12	0,85	0,18	0,11	-0,58	-0,35
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholder s*					0,04	0,55	0,04	0,58					0,04	0,52	0,04	0,53					0,07	0,63	0,08	0,70
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							2,93	1,52							2,88	1,58							3,44	1,74
Q de Tobin	-0,10	-0,30	0,06	0,17	-0,27	-0,54	-0,56	-1,17	-0,09	-0,28	0,07	0,21	-0,23	-0,51	-0,54	-1,14	-0,09	-0,27	0,06	0,18	-0,25	-0,54	-0,61	-1,25
Indústria Manufatureira	0,05	0,07	0,19	0,24	1,04	0,87	1,16	0,84	0,01	0,01	0,16	0,20	1,00	0,84	1,19	0,80	-0,05	-0,06	0,13	0,16	1,16	0,96	1,26	0,89
Idade	0,01	0,80	0,01	0,77	0,02	0,87	0,03	1,12	0,01	0,72	0,01	0,67	0,02	0,82	0,02	1,03	0,01	0,66	0,01	0,62	0,01	0,63	0,02	0,79
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,25	1,28	0,28	1,43	0,57	1,80	0,47	1,43	0,25	1,24	0,28	1,39	0,56	1,72	0,45	1,33	0,30	1,43	0,32	1,51	0,56	1,84	0,45	1,42
Investidores Institucionais	-1,51	-1,67	-1,08	-1,16	-0,83	-0,44	-1,47	-0,72	-1,43	-1,65	-1,06	-1,20	-0,72	-0,38	-1,31	-0,61	-1,66	-1,99	-1,26	-1,40	-0,93	-0,50	-1,84	-0,90
Alavancagem Financeira	-1,64	-0,60	-2,29	-0,83	-5,99	-1,23	-3,81	-0,76	-1,67	-0,60	-2,35	-0,83	-5,88	-1,21	-3,70	-0,69	-1,88	-0,65	-2,45	-0,87	-5,50	-1,21	-3,17	-0,65
Folga Financeira	-0,17	-0,28	-0,10	-0,20	0,01	0,01	-0,12	-0,10	-0,19	-0,35	-0,11	-0,20	0,00	0,00	-0,13	-0,12	-0,16	-0,28	-0,10	-0,18	0,04	0,04	-0,07	-0,05
LN(CAPEX)	-0,02	-0,38	-0,01	-0,28	-0,11	-1,34	-0,12	-1,35	-0,01	-0,33	-0,01	-0,23	-0,10	-1,31	-0,11	-1,26	-0,02	-0,38	-0,01	-0,29	-0,09	-1,20	-0,09	-1,14
Novo Mercado e Nível 2	0,80	0,87	0,68	0,78	1,21	0,99	2,01	1,60	0,76	0,80	0,62	0,66	1,29	1,17	2,02	1,62	0,41	0,43	0,39	0,41	0,84	0,71	1,45	1,08
Adquirente Serial	-0,43	-0,55	-0,43	-0,56	-0,09	-0,08	-0,09	-0,07	-0,47	-0,59	-0,47	-0,59	-0,13	-0,12	-0,13	-0,10	-0,57	-0,68	-0,53	-0,63	-0,40	-0,32	-0,56	-0,37
Aquisição Internacional	-1,40	-1,94	-1,38	-2,03	-2,38	-2,43	-2,45	-2,48	-1,43	-2,04	-1,41	-2,05	-2,36	-2,43	-2,48	-2,47	-1,46	-2,09	-1,42	-2,11	-2,60	-2,64	-2,64	-2,60
_cons	-3,01	-0,74	-4,65	-1,14	-7,16	-0,95	-7,48	-1,05	-3,00	-0,72	-4,70	-1,09	-7,04	-0,91	-7,49	-0,92	-2,61	-0,63	-4,32	-1,00	-6,29	-0,84	-6,39	-0,80
N	226		222		160		150		226		222		160		150		226		222		160		150	
Replicações	1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000	
Wald chi2	15,50		17,93		18,97		22,55		15,24		19,17		21,69		22,53		17,46		19,31		21,33		24,16	
R^2	0,09		0,10		0,16		0,18		0,09		0,10		0,15		0,18		0,09		0,10		0,16		0,18	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 68 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_11_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel A. Todas Empresas da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12			Modelo 13		
Variáveis	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z
Empresas Familiares	-0,07		-0,08	0,98		0,90	0,00		0,00	1,32		0,84	-0,26		-0,30	0,93		0,89	-0,26		-0,13	1,06		0,62	-0,39		-0,45	1,02		0,89	0,16		0,08	1,43		0,89	1,09		0,66
Stake Controladores																																							
Propriedade Concentrada>50%	-1,62		-1,63	-1,80		-1,62	-2,09		-1,34	-2,38		-1,49																									-0,06		-1,36
Propriedade Concentrada>20%													-0,95		-0,77	-1,67		-1,04	-2,33		-1,26	-1,86		-0,94															
Propriedade Concentrada>10%																									-10,48		-0,92	-11,27		-1,04	-10,79		-0,92	-10,74		-0,90			
Poder_Controladores_Conselho				3,52	**	2,39	3,97	*	1,79	3,23		1,45				2,98	**	2,04	3,61		1,63	2,75		1,27				3,74	***	2,61	4,44	**	2,10	3,56	*	1,71	2,69		1,26
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*							0,06		0,67	0,05		0,47							0,05		0,52	0,03		0,33							0,04		0,50	0,03		0,33	0,08		0,58
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										-0,22		-0,10										-0,32		-0,13										-0,42		-0,17	0,18		0,08
Q de Tobin	0,35		0,80	0,43		0,90	0,42		0,67	0,47		0,74	0,29		0,66	0,28		0,62	0,23		0,37	0,25		0,41	0,29		0,67	0,32		0,71	0,25		0,41	0,27		0,44	0,33		0,52
Indústria Manufatureira	-1,01		-1,30	-0,48		-0,55	0,70		0,48	0,63		0,43	-0,96		-1,15	-0,17		-0,19	0,90		0,63	0,81		0,57	-1,20		-1,43	-0,60		-0,67	0,22		0,15	0,12		0,07	0,77		0,53
Idade	0,00		0,41	0,00		0,29	0,01		0,52	0,03		1,39	0,00		0,12	0,00		0,07	0,02		0,65	0,04		1,49	0,00		0,04	0,00		-0,01	0,02		0,64	0,04	*	1,66	0,03		1,29
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,15		0,68	0,19		0,78	-0,10		-0,24	-0,25		-0,55	0,15		0,59	0,22		0,86	0,14		0,30	-0,08		-0,17	0,12		0,51	0,14		0,57	0,09		0,21	-0,08		-0,17	-0,20		-0,39
Investidores Institucionais	-1,13		-1,06	-0,32		-0,27	1,60		0,84	1,98		0,92	-0,81		-0,76	-0,13		-0,11	1,42		0,72	1,85		0,82	-0,94		-0,92	-0,04		-0,04	1,55		0,78	1,95		0,87	0,87		0,39
Alavancagem Financeira	-2,89		-0,91	-3,56		-1,07	-4,40		-0,77	-3,38		-0,58	-2,37		-0,75	-2,73		-0,82	-3,81		-0,70	-2,52		-0,43	-2,71		-0,87	-3,62		-1,15	-4,75		-0,86	-3,33		-0,60	-2,78		-0,49
Folga Financeira	-0,07		-0,08	0,16		0,26	0,22		0,17	0,13		0,07	-0,04		-0,04	0,20		0,28	0,30		0,20	0,19		0,11	-0,05		-0,05	0,21		0,29	0,28		0,19	0,18		0,10	0,26		0,14
LN(CAPEX)	-0,08		-1,06	-0,03		-0,45	-0,09		-0,95	-0,16		-1,41	-0,06		-0,91	-0,02		-0,35	-0,08		-0,87	-0,13		-1,31	-0,06		-0,92	-0,01		-0,22	-0,06		-0,67	-0,11		-1,12	-0,15		-1,36
Novo Mercado e Nível 2	-1,98	**	-2,10	-1,71		-1,51	-0,13		-0,08	-1,36		-0,84	-1,55	*	-1,76	-1,13		-1,11	0,62		0,39	-0,35		-0,24	-1,59	*	-1,90	-1,24		-1,28	0,42		0,27	-0,58		-0,41	-1,20		-0,70
Adquirente Serial	-0,84		-0,84	-1,35		-1,30	-1,87		-1,33	-1,19		-0,86	-0,84		-0,82	-1,54		-1,38	-2,21	*	-1,69	-1,41		-0,99	-0,41		-0,44	-0,98		-1,00	-1,49		-1,09	-0,68		-0,55	-1,48		-0,99
Aquisição Internacional	0,19		0,21	0,38		0,42	0,60		0,42	-0,26		-0,18	0,48		0,56	0,68		0,75	0,88		0,64	0,06		0,04	0,31		0,35	0,50		0,55	0,54		0,37	-0,31		-0,21	-0,16		-0,11
_cons	2,99		0,73	-1,55		-0,37	0,79		0,10	2,73		0,32	2,45		0,57	-1,96		-0,46	-1,89		-0,22	0,20		0,03	12,63		1,03	8,51		0,74	6,72		0,51	8,41		0,61	4,62		0,51
N		355			290			187			175			355			290			187			175			355			290			187			175			175		
Replicações		1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			944			942			957			956			1000		
Wald chi2		11,87			12,77			10,76			12,93			9,85			11,37			9,67			12,59			10,86			12,20			10,65			13,31			12,07		
R^2		0,03			0,05			0,07			0,08			0,03			0,04			0,07			0,07			0,04			0,06			0,09			0,10			0,09		

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 69 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_11_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12		Modelo 13	
Variáveis	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z
1ª e 2ª Geração Familiar	-0,80	-0,52	-1,26	-0,78	-2,26	-1,00	-0,58	-0,23	-0,83	-0,54	-1,18	-0,74	-2,14	-0,97	-0,46	-0,18	-0,75	-0,49	-1,19	-0,77	-2,21	-1,07	-0,71	-0,28	-0,86	-0,33
Família na Administração	0,41	0,40	0,39	0,41	1,39	0,97	0,73	0,50	0,56	0,56	0,59	0,58	1,09	0,74	0,41	0,27	0,80	0,87	0,89	0,97	1,56	1,15	0,79	0,54	0,66	0,45
Stake Controladores																									-0,05	-1,02
Propriedade Concentrada>50%	-1,52	-1,21	-1,81	-1,44	-2,54	-1,56	-1,59	-0,74																		
Propriedade Concentrada>20%									-1,80	-0,95	-1,79	-0,96	-2,42	-1,07	-1,79	-0,80										
Propriedade Concentrada>10%																	-10,25	-0,89	-12,28	-1,11	-12,46	-1,05	-11,18	-0,88		
Poder_Controladores_Conselho			3,95 **	2,35	4,26 *	1,83	3,70	1,57			3,67 **	2,20	4,10	1,58	3,46	1,37			4,71 ***	2,82	5,38 **	2,34	4,62 **	2,15	3,29	1,36
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholder s*					0,07	0,66	0,05	0,46					0,05	0,48	0,04	0,37					0,05	0,56	0,04	0,38	0,09	0,63
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							-1,57	-0,53							-2,29	-0,79							-2,12	-0,65	-1,12	-0,37
Q de Tobin	0,33	0,63	0,38	0,66	0,44	0,57	0,22	0,26	0,24	0,43	0,24	0,41	0,26	0,31	0,12	0,14	0,31	0,58	0,36	0,60	0,38	0,50	0,22	0,28	0,11	0,13
Indústria Manufatureira	-1,02	-1,02	-1,53	-1,42	-0,10	-0,07	1,20	0,63	-0,68	-0,66	-1,15	-1,10	0,26	0,16	1,59	0,82	-1,12	-1,13	-1,72	-1,62	-0,65	-0,45	0,56	0,28	1,15	0,60
Idade	0,02	1,07	0,02	1,10	0,02	0,81	0,04	1,28	0,02	1,22	0,02	1,27	0,03	1,11	0,05	1,56	0,02	1,34	0,03	1,35	0,03	1,22	0,05 *	1,71	0,04	1,17
Tamanho_LN(Ativo Total)	-0,12	-0,41	-0,17	-0,54	-0,31	-0,67	-0,36	-0,75	-0,05	-0,16	-0,09	-0,28	0,01	0,02	-0,14	-0,25	-0,13	-0,43	-0,17	-0,57	-0,08	-0,16	-0,17	-0,34	-0,31	-0,62
Investidores Institucionais	-1,58	-1,21	-1,16	-0,87	0,91	0,34	3,03	0,96	-1,37	-1,12	-0,90	-0,72	0,94	0,37	3,34	1,13	-1,37	-1,14	-0,77	-0,64	1,15	0,45	3,22	1,08	1,85	0,55
Alavancagem Financeira	-0,32	-0,09	-0,57	-0,14	-2,89	-0,48	-3,83	-0,57	0,37	0,11	0,18	0,05	-2,35	-0,40	-3,58	-0,56	-0,18	-0,05	-0,63	-0,17	-3,21	-0,58	-3,95	-0,66	-3,06	-0,49
Folga Financeira	0,07	0,11	0,22	0,34	0,31	0,26	0,20	0,11	0,14	0,21	0,28	0,50	0,39	0,31	0,24	0,16	0,09	0,15	0,28	0,53	0,40	0,32	0,26	0,16	0,30	0,15
LN(CAPEX)	-0,08	-1,19	-0,06	-0,85	-0,17 *	-1,70	-0,18	-1,54	-0,07	-1,20	-0,05	-0,79	-0,16	-1,45	-0,19	-1,56	-0,07	-1,01	-0,04	-0,59	-0,13	-1,45	-0,16	-1,45	-0,18	-1,58
Novo Mercado e Nível 2	-1,62	-1,18	-1,66	-1,22	-0,58	-0,33	-0,33	-0,15	-1,00	-0,79	-0,92	-0,71	0,67	0,39	0,52	0,30	-1,18	-0,93	-1,15	-0,89	0,22	0,13	0,17	0,09	-0,32	-0,16
Adquirente Serial	-1,25	-1,19	-1,34	-1,19	-1,68	-1,12	-0,98	-0,52	-1,55	-1,30	-1,61	-1,30	-2,05	-1,24	-0,96	-0,51	-0,85	-0,81	-0,87	-0,86	-1,05	-0,75	-0,12	-0,08	-1,14	-0,60
Aquisição Internacional	-0,05	-0,04	-0,03	-0,03	-0,27	-0,18	-0,86	-0,55	0,16	0,16	0,22	0,21	0,02	0,01	-0,85	-0,53	-0,06	-0,06	-0,03	-0,03	-0,38	-0,25	-1,17	-0,74	-0,89	-0,57
_cons	6,46	1,05	5,35	0,80	6,36	0,61	4,35	0,40	5,16	0,88	3,62	0,58	1,23	0,12	0,89	0,09	14,71	1,13	14,64	1,19	11,87	0,79	10,11	0,64	6,37	0,55
N	226		222		160		150		226		222		160		150		226		222		160		150		150	
Replicações	1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		954		941		955		959		1000	
Wald chi2	9,95		15,55		15,15		14,50		9,55		14,10		14,65		15,30		10,21		17,60		15,95		17,13		14,64	
R^2	0,05		0,07		0,11		0,10		0,04		0,06		0,10		0,10		0,07		0,10		0,13		0,13		0,11	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela.70 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_11_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel A. Todas Empresas da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
Variáveis	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z
Empresas Familiares	-0,37	-0,41	0,76	0,69	-0,60	-0,30	0,74	0,42	-0,31	-0,34	0,84	0,76	-0,25	-0,13	0,98	0,53	-0,09	-0,10	1,01	0,90	0,07	0,04	1,51	0,87
Propriedade Concentrada_Alta																	-1,88	-1,56	-1,01	-0,75	-2,50	-1,11	-1,88	-0,80
Propriedade Concentrada_Média									-0,10	-0,12	-0,61	-0,68	-1,14	-0,83	-1,12	-0,78								
Propriedade Concentrada_Baixa	1,16	1,08	1,61	1,24	2,19	1,41	1,85	1,15																
Poder_Controladores_Conselho			3,02 **	2,16	3,43	1,47	2,60	1,17			3,24 **	2,27	3,63	1,58	2,77	1,25			2,94 **	1,99	3,56	1,63	2,70	1,27
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*					0,06	0,59	0,04	0,42					0,03	0,36	0,02	0,20					0,08	0,77	0,05	0,52
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							-0,68	-0,29							-0,99	-0,42							-0,73	-0,32
Q de Tobin	0,29	0,66	0,25	0,56	0,14	0,23	0,19	0,30	0,25	0,56	0,26	0,57	0,19	0,31	0,25	0,38	0,21	0,46	0,25	0,55	0,23	0,38	0,28	0,44
Indústria Manufatureira	-1,04	-1,22	-0,29	-0,32	0,74	0,52	0,64	0,45	-1,08	-1,31	-0,28	-0,32	0,64	0,47	0,63	0,43	-1,27	-1,50	-0,50	-0,55	0,69	0,48	0,80	0,56
Idade	0,00	0,21	0,00	0,12	0,01	0,61	0,03	1,51	0,00	0,00	0,00	-0,01	0,01	0,53	0,03	1,44	0,00	-0,11	0,00	-0,13	0,01	0,38	0,03	1,23
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,13	0,55	0,18	0,73	0,02	0,04	-0,16	-0,33	0,11	0,45	0,13	0,53	-0,02	-0,06	-0,20	-0,44	0,16	0,64	0,16	0,65	-0,06	-0,14	-0,25	-0,55
Investidores Institucionais	-1,00	-0,94	-0,34	-0,29	0,92	0,47	1,50	0,67	-0,70	-0,69	0,11	0,10	1,36	0,71	1,98	0,91	-1,07	-1,00	-0,10	-0,09	1,23	0,65	1,96	0,92
Alavancagem Financeira	-2,57	-0,77	-3,03	-0,92	-4,64	-0,83	-3,38	-0,54	-2,42	-0,75	-3,06	-0,94	-4,60	-0,82	-3,48	-0,55	-2,95	-0,89	-3,63	-1,01	-3,56	-0,65	-2,62	-0,45
Folga Financeira	-0,02	-0,02	0,22	0,32	0,31	0,22	0,21	0,11	-0,06	-0,07	0,19	0,28	0,27	0,17	0,17	0,09	-0,03	-0,04	0,17	0,26	0,26	0,18	0,17	0,08
LN(CAPEX)	-0,06	-0,88	-0,03	-0,43	-0,09	-1,02	-0,15	-1,30	-0,06	-0,81	-0,02	-0,28	-0,08	-0,78	-0,14	-1,29	-0,07	-0,98	-0,02	-0,34	-0,06	-0,61	-0,11	-1,03
Novo Mercado e Nível 2	-1,71 *	-1,84	-1,29	-1,19	0,36	0,23	-0,58	-0,38	-1,43	-1,59	-0,89	-0,90	0,69	0,47	-0,30	-0,19	-2,04 **	-2,20	-1,37	-1,27	0,30	0,20	-0,66	-0,41
Adquirente Serial	-0,75	-0,74	-1,32	-1,23	-1,83	-1,32	-1,03	-0,76	-0,71	-0,71	-1,23	-1,19	-1,77	-1,36	-0,87	-0,64	-1,04	-0,99	-1,50	-1,31	-2,38	-1,57	-1,48	-0,96
Aquisição Internacional	0,54	0,59	0,72	0,80	0,98	0,74	0,15	0,10	0,45	0,51	0,68	0,76	1,10	0,77	0,20	0,14	0,44	0,47	0,65	0,74	0,76	0,54	-0,10	-0,07
_cons	1,95	0,47	-2,74	-0,64	-1,24	-0,15	0,56	0,07	2,25	0,53	-2,07	-0,47	-0,37	-0,04	1,67	0,19	2,91	0,68	-1,69	-0,41	-0,42	-0,05	1,34	0,16
N	355		290		187		175		355		290		187		175		355		290		187		175	
Replicações	1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000	
Wald chi2	9,31		10,94		9,73		12,17		9,83		10,68		10,47		12,52		10,87		11,72		10,16		12,93	
R^2	0,03		0,04		0,07		0,08		0,02		0,04		0,06		0,07		0,03		0,04		0,06		0,07	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 71 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_11_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
Variáveis	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z
1ª e 2ª Geração Familiar	-0,67	-0,42	-1,09	-0,68	-2,02	-0,95	-0,62	-0,27	-0,40	-0,27	-0,70	-0,46	-1,79	-0,82	-0,38	-0,16	-0,94	-0,61	-1,12	-0,69	-2,17	-0,99	-0,38	-0,15
Família na Administração	0,73	0,78	0,74	0,79	1,70	1,17	0,94	0,61	0,66	0,68	0,66	0,72	1,33	0,94	0,62	0,43	0,85	0,90	0,84	0,87	1,91	1,16	1,00	0,58
Propriedade Concentrada_Alta																	-0,86	-0,51	-0,04	-0,03	-2,32	-0,73	-1,78	-0,49
Propriedade Concentrada_Média									-1,13	-1,03	-1,61	-1,37	-2,15	-1,46	-1,57	-0,92								
Propriedade Concentrada_Baixa	1,97	1,41	2,17	1,62	2,98 *	1,91	2,19	1,31																
Poder_Controladores_Conselho			3,77 **	2,18	3,93 *	1,65	3,38	1,39			4,14 **	2,42	4,37 *	1,85	3,68	1,56			3,76 **	2,12	4,10 *	1,71	3,44	1,48
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*					0,07	0,67	0,06	0,47					0,03	0,33	0,03	0,28					0,08	0,63	0,06	0,45
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							-2,34	-0,85							-2,84	-1,01							-2,44	-0,80
Q de Tobin	0,21	0,39	0,18	0,30	0,10	0,12	0,04	0,04	0,21	0,39	0,20	0,33	0,19	0,23	0,12	0,14	0,25	0,47	0,26	0,46	0,31	0,40	0,15	0,17
Indústria Manufatureira	-0,78	-0,73	-1,30	-1,20	0,33	0,22	1,48	0,77	-0,72	-0,71	-1,19	-1,09	0,09	0,06	1,45	0,78	-0,95	-0,89	-1,34	-1,24	0,22	0,15	1,65	0,85
Idade	0,02	1,21	0,03	1,31	0,03	1,06	0,05	1,47	0,02	1,24	0,03	1,42	0,03	1,13	0,05 *	1,65	0,02	0,98	0,02	1,13	0,02	0,69	0,04	1,37
Tamanho_LN(Ativo Total)	-0,09	-0,27	-0,13	-0,42	-0,15	-0,31	-0,24	-0,47	-0,17	-0,54	-0,23	-0,73	-0,18	-0,37	-0,26	-0,49	-0,11	-0,35	-0,20	-0,60	-0,25	-0,54	-0,34	-0,70
Investidores Institucionais	-1,63	-1,30	-1,23	-0,93	0,52	0,20	2,85	0,96	-1,18	-0,95	-0,67	-0,54	0,94	0,36	3,44	1,14	-1,25	-1,07	-0,60	-0,51	1,06	0,42	3,58	1,16
Alavancagem Financeira	-0,09	-0,02	-0,18	-0,04	-3,49	-0,56	-4,44	-0,64	0,23	0,06	0,15	0,04	-3,63	-0,56	-4,73	-0,67	-0,16	-0,04	-0,21	-0,05	-2,29	-0,38	-3,67	-0,57
Folga Financeira	0,17	0,22	0,31	0,61	0,46	0,36	0,31	0,17	0,12	0,17	0,28	0,60	0,39	0,31	0,25	0,14	0,11	0,19	0,24	0,43	0,40	0,30	0,25	0,14
LN(CAPEX)	-0,08	-1,20	-0,06	-0,88	-0,18 *	-1,79	-0,20	-1,41	-0,08	-1,08	-0,05	-0,79	-0,18 *	-1,66	-0,21	-1,58	-0,07	-1,00	-0,04	-0,66	-0,13	-1,28	-0,16	-1,08
Novo Mercado e Nível 2	-1,28	-0,98	-1,21	-0,98	0,09	0,05	0,12	0,07	-0,71	-0,53	-0,51	-0,38	0,67	0,40	0,59	0,32	-1,30	-0,90	-0,90	-0,63	0,17	0,09	0,04	0,02
Adquirente Serial	-1,28	-1,13	-1,35	-1,26	-1,60	-1,09	-0,68	-0,39	-1,14	-1,09	-1,15	-1,08	-1,43	-0,95	-0,39	-0,22	-1,38	-1,28	-1,37	-1,20	-2,16	-1,35	-1,03	-0,51
Aquisição Internacional	0,23	0,22	0,29	0,29	0,14	0,10	-0,68	-0,44	0,24	0,25	0,35	0,35	0,40	0,28	-0,59	-0,39	0,10	0,09	0,19	0,18	0,01	0,00	-0,91	-0,61
_cons	3,96	0,65	2,55	0,40	1,74	0,17	1,26	0,13	5,12	0,83	3,67	0,55	3,37	0,32	2,35	0,22	5,10	0,86	3,38	0,53	3,32	0,32	2,57	0,25
N	226		222		160		150		226		222		160		150		226		222		160		150	
Replicações	1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000	
Wald chi2	8,97		14,84		15,69		14,25		8,70		13,23		14,81		14,84		9,33		13,38		14,03		13,34	
R^2	0,05		0,07		0,12		0,11		0,04		0,07		0,11		0,11		0,04		0,06		0,09		0,10	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 72 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_11_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel A. Todas Empresas da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12		Modelo 13	
Variáveis	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z
Empresas Familiares	0,01	0,01	1,05	0,97	0,08	0,04	1,53	0,98	-0,19	-0,21	1,00	0,92	-0,17	-0,08	1,29	0,73	-0,32	-0,37	1,09	0,99	0,26	0,14	1,64	1,00	1,31	0,80
Stake Controladores																									-0,06	-1,37
Propriedade Concentrada>50%	-1,71	-1,66	-1,94	-1,76	-2,25	-1,45	-2,49	-1,50																		
Propriedade Concentrada>20%									-0,98	-0,77	-1,66	-0,98	-2,34	-1,22	-1,76	-0,89										
Propriedade Concentrada>10%																	-10,74	-0,99	-11,53	-1,07	-11,17	-0,98	-10,92	-0,92		
Poder_Controladores_Conselho			3,59	2,44	4,03	1,90	3,24	1,47			3,02	2,00	3,64	1,66	2,75	1,27			3,79	2,75	4,51	2,18	3,56	1,75	2,68	1,25
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholder s*					0,06	0,57	0,04	0,43					0,04	0,49	0,02	0,26					0,04	0,46	0,02	0,27	0,08	0,57
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							-0,44	-0,20							-0,62	-0,27							-0,67	-0,26	-0,10	-0,04
Q de Tobin	0,30	0,65	0,40	0,85	0,38	0,63	0,45	0,70	0,23	0,51	0,24	0,51	0,18	0,30	0,22	0,34	0,23	0,54	0,28	0,61	0,19	0,30	0,24	0,38	0,30	0,46
Indústria Manufatureira	-1,00	-1,25	-0,47	-0,55	0,69	0,48	0,83	0,60	-0,95	-1,19	-0,15	-0,16	0,88	0,60	1,02	0,71	-1,19	-1,46	-0,58	-0,67	0,19	0,12	0,32	0,20	0,98	0,72
Idade	0,00	0,45	0,00	0,36	0,01	0,56	0,03	1,45	0,00	0,14	0,00	0,12	0,02	0,67	0,04	1,66	0,00	0,06	0,00	0,05	0,02	0,73	0,04	1,84	0,03	1,34
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,15	0,63	0,18	0,77	-0,05	-0,11	-0,24	-0,52	0,14	0,57	0,21	0,76	0,19	0,42	-0,08	-0,16	0,11	0,49	0,13	0,55	0,15	0,33	-0,06	-0,14	-0,18	-0,40
Investidores Institucionais	-1,14	-1,05	-0,32	-0,27	1,59	0,77	2,18	1,02	-0,80	-0,77	-0,09	-0,08	1,40	0,69	2,08	0,89	-0,93	-0,93	-0,01	-0,01	1,54	0,74	2,16	0,96	1,10	0,48
Alavancagem Financeira	-3,11	-1,01	-3,85	-1,17	-5,01	-0,88	-4,20	-0,70	-2,57	-0,77	-3,01	-0,90	-4,40	-0,79	-3,36	-0,58	-2,92	-0,95	-3,90	-1,13	-5,37	-0,98	-4,15	-0,77	-3,59	-0,62
Folga Financeira	-0,05	-0,06	0,19	0,32	0,26	0,18	0,17	0,10	-0,01	-0,02	0,23	0,33	0,34	0,24	0,23	0,12	-0,02	-0,02	0,23	0,31	0,32	0,23	0,22	0,11	0,30	0,17
LN(CAPEX)	-0,08	-1,08	-0,03	-0,52	-0,10	-1,06	-0,17	-1,62	-0,06	-0,89	-0,02	-0,36	-0,09	-0,97	-0,15	-1,52	-0,06	-0,88	-0,01	-0,23	-0,07	-0,76	-0,12	-1,32	-0,16	-1,51
Novo Mercado e Nível 2	-1,96	-2,10	-1,74	-1,57	-0,18	-0,11	-1,45	-0,90	-1,50	-1,73	-1,10	-1,09	0,63	0,41	-0,40	-0,29	-1,55	-1,75	-1,22	-1,22	0,42	0,27	-0,63	-0,42	-1,23	-0,74
Adquirente Serial	-0,89	-0,88	-1,44	-1,38	-1,91	-1,42	-1,17	-0,84	-0,89	-0,84	-1,63	-1,47	-2,26	-1,61	-1,37	-0,93	-0,45	-0,48	-1,06	-1,09	-1,52	-1,15	-0,65	-0,52	-1,45	-0,99
Aquisição Internacional	0,05	0,06	0,27	0,29	0,56	0,38	-0,38	-0,27	0,37	0,42	0,59	0,68	0,87	0,64	-0,05	-0,04	0,19	0,21	0,40	0,44	0,51	0,37	-0,43	-0,30	-0,26	-0,19
_cons	3,12	0,76	-1,39	-0,33	0,31	0,04	2,72	0,32	2,55	0,61	-1,86	-0,43	-2,52	-0,32	0,15	0,02	12,99	1,11	8,87	0,77	6,38	0,50	8,44	0,62	4,48	0,52
N	355		290		187		175		355		290		187		175		355		290		187		175		175	
Replicações	1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		961		957		951		950		1000	
Wald chi2	10,52		12,49		11,16		14,02		8,90		11,35		11,19		14,20		10,16		12,29		11,83		15,94		13,94	
R^2	0,04		0,05		0,07		0,09		0,03		0,04		0,07		0,08		0,04		0,06		0,09		0,11		0,09	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 73 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_11_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12		Modelo 13	
Variáveis	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z
1ª e 2ª Geração Familiar	-0,62	-0,40	-1,07	-0,65	-2,06	-0,88	-0,03	-0,01	-0,64	-0,43	-0,98	-0,60	-1,92	-0,86	0,09	0,04	-0,57	-0,38	-0,99	-0,63	-1,99	-0,92	-0,17	-0,07	-0,26	-0,10
Família na Administração	0,46	0,46	0,45	0,41	1,55	1,07	0,82	0,55	0,65	0,66	0,69	0,72	1,26	0,85	0,52	0,35	0,89	0,98	0,99	1,03	1,73	1,27	0,88	0,60	0,75	0,51
Stake Controladores																									-0,05	-0,92
Propriedade Concentrada>50%	-1,66	-1,24	-1,96	-1,49	-2,70	-1,63	-1,55	-0,71																		
Propriedade Concentrada>20%									-1,77	-0,89	-1,77	-0,91	-2,44	-1,16	-1,67	-0,75										
Propriedade Concentrada>10%																	-10,48	-0,94	-12,52	-1,12	-12,81	-1,14	-11,13	-0,87		
Poder_Controladores_Conselho			3,98	2,38	4,23	1,82	3,59	1,55			3,68	2,17	4,08	1,66	3,37	1,40			4,74	2,77	5,39	2,41	4,51	2,16	3,23	1,32
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholder s*					0,07	0,64	0,04	0,37					0,05	0,48	0,03	0,32					0,05	0,47	0,04	0,34	0,08	0,52
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							-2,08	-0,70							-2,81	-1,01							-2,61	-0,83	-1,79	-0,58
Q de Tobin	0,27	0,47	0,32	0,55	0,36	0,45	0,12	0,14	0,18	0,33	0,17	0,29	0,17	0,22	0,03	0,03	0,25	0,47	0,29	0,49	0,29	0,38	0,12	0,16	0,02	0,02
Indústria Manufatureira	-0,96	-0,92	-1,46	-1,31	0,01	0,01	1,77	0,90	-0,60	-0,56	-1,07	-0,96	0,39	0,25	2,14	1,15	-1,04	-1,00	-1,64	-1,56	-0,55	-0,35	1,12	0,55	1,75	0,91
Idade	0,02	1,15	0,02	1,20	0,02	0,85	0,05	1,41	0,02	1,31	0,03	1,26	0,03	1,21	0,06	1,81	0,03	1,32	0,03	1,45	0,03	1,30	0,06	1,95	0,05	1,34
Tamanho_LN(Ativo Total)	-0,09	-0,30	-0,14	-0,46	-0,25	-0,51	-0,33	-0,69	-0,03	-0,09	-0,07	-0,20	0,08	0,15	-0,13	-0,22	-0,11	-0,37	-0,15	-0,49	-0,01	-0,02	-0,14	-0,28	-0,29	-0,60
Investidores Institucionais	-1,50	-1,11	-1,07	-0,79	1,11	0,40	3,82	1,26	-1,23	-0,96	-0,76	-0,60	1,16	0,44	4,15	1,41	-1,24	-1,05	-0,64	-0,55	1,37	0,54	3,99	1,37	2,84	0,85
Alavancagem Financeira	-0,81	-0,21	-1,07	-0,27	-3,74	-0,62	-5,19	-0,79	-0,08	-0,02	-0,29	-0,08	-3,18	-0,55	-4,96	-0,81	-0,63	-0,18	-1,10	-0,30	-4,05	-0,73	-5,30	-0,90	-4,52	-0,71
Folga Financeira	0,09	0,13	0,24	0,45	0,35	0,26	0,24	0,12	0,16	0,21	0,30	0,51	0,43	0,32	0,28	0,14	0,12	0,14	0,30	0,46	0,44	0,29	0,29	0,18	0,33	0,18
LN(CAPEX)	-0,08	-1,23	-0,06	-0,84	-0,18	-1,76	-0,20	-1,79	-0,07	-1,11	-0,05	-0,73	-0,16	-1,60	-0,20	-1,71	-0,07	-1,03	-0,04	-0,60	-0,14	-1,56	-0,18	-1,46	-0,20	-1,66
Novo Mercado e Nível 2	-1,68	-1,23	-1,73	-1,30	-0,72	-0,40	-0,46	-0,22	-1,00	-0,82	-0,92	-0,72	0,61	0,37	0,37	0,21	-1,19	-0,95	-1,15	-0,91	0,15	0,09	0,02	0,01	-0,38	-0,20
Adquirente Serial	-1,37	-1,24	-1,46	-1,34	-1,73	-1,13	-0,88	-0,47	-1,67	-1,38	-1,73	-1,37	-2,11	-1,31	-0,84	-0,44	-0,96	-1,04	-0,98	-0,96	-1,09	-0,76	-0,02	-0,01	-0,99	-0,53
Aquisição Internacional	-0,12	-0,11	-0,11	-0,10	-0,31	-0,20	-1,03	-0,64	0,11	0,11	0,16	0,17	0,01	0,01	-1,02	-0,67	-0,13	-0,12	-0,09	-0,09	-0,40	-0,26	-1,34	-0,88	-1,05	-0,69
_cons	6,12	0,95	4,97	0,74	5,54	0,49	3,44	0,31	4,66	0,80	3,07	0,48	0,16	0,02	0,10	0,01	14,43	1,12	14,32	1,16	11,06	0,78	9,23	0,59	5,02	0,45
N	226		222		160		150		226		222		160		150		226		222		160		150		150	
Replicações	1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		938		952		948		949		1000	
Wald chi2	10,20		16,00		17,22		16,38		10,03		14,07		15,92		17,63		10,88		16,82		17,80		18,68		16,21	
R^2	0,05		0,07		0,11		0,11		0,05		0,07		0,11		0,11		0,07		0,10		0,14		0,14		0,12	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 74 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_11_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel A. Todas Empresas da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
Variáveis	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z
Empresas Familiares	-0,30	-0,34	0,83	0,78	-0,50	-0,24	1,00	0,57	-0,25	-0,29	0,91	0,78	-0,18	-0,09	1,20	0,65	-0,04	-0,04	1,08	1,04	0,16	0,09	1,70	1,00
Propriedade Concentrada_Alta																	-1,80	-1,47	-0,96	-0,75	-2,16	-0,98	-1,54	-0,66
Propriedade Concentrada_Média									-0,14	-0,17	-0,60	-0,66	-1,20	-0,83	-1,08	-0,74								
Propriedade Concentrada_Baixa	1,18	1,09	1,58	1,23	2,17	1,42	1,72	1,09																
Poder_Controladores_Conselho			3,06	2,19	3,47	1,53	2,60	1,19			3,27	2,21	3,67	1,69	2,76	1,30			2,99	2,13	3,62	1,71	2,71	1,29
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*					0,05	0,58	0,03	0,36					0,03	0,32	0,01	0,14					0,07	0,65	0,04	0,39
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							-0,97	-0,41							-1,26	-0,53							-1,05	-0,44
Q de Tobin	0,23	0,53	0,21	0,47	0,09	0,14	0,17	0,26	0,20	0,44	0,22	0,47	0,13	0,21	0,21	0,33	0,16	0,34	0,21	0,45	0,18	0,30	0,25	0,38
Indústria Manufatureira	-1,03	-1,25	-0,27	-0,30	0,72	0,51	0,86	0,61	-1,07	-1,31	-0,26	-0,28	0,63	0,45	0,85	0,62	-1,26	-1,50	-0,47	-0,51	0,66	0,48	1,00	0,69
Idade	0,00	0,22	0,00	0,17	0,02	0,62	0,04	1,56	0,00	0,03	0,00	0,04	0,01	0,59	0,04	1,55	0,00	-0,09	0,00	-0,08	0,01	0,44	0,03	1,38
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,12	0,53	0,17	0,70	0,07	0,16	-0,15	-0,31	0,10	0,42	0,12	0,47	0,03	0,07	-0,19	-0,41	0,15	0,62	0,15	0,62	-0,01	-0,02	-0,24	-0,55
Investidores Institucionais	-1,00	-0,90	-0,29	-0,24	0,91	0,44	1,76	0,78	-0,69	-0,65	0,15	0,13	1,33	0,60	2,20	0,93	-1,04	-1,03	-0,05	-0,04	1,26	0,62	2,23	1,02
Alavancagem Financeira	-2,77	-0,86	-3,32	-0,98	-5,22	-0,89	-4,16	-0,70	-2,61	-0,80	-3,34	-0,97	-5,22	-0,91	-4,27	-0,70	-3,13	-0,93	-3,89	-1,10	-4,22	-0,74	-3,50	-0,61
Folga Financeira	0,01	0,01	0,25	0,35	0,35	0,26	0,24	0,12	-0,03	-0,04	0,22	0,28	0,30	0,20	0,21	0,11	-0,01	-0,01	0,20	0,31	0,29	0,18	0,21	0,10
LN(CAPEX)	-0,06	-0,87	-0,03	-0,46	-0,10	-1,08	-0,16	-1,50	-0,06	-0,81	-0,02	-0,28	-0,09	-0,86	-0,16	-1,45	-0,07	-0,98	-0,02	-0,34	-0,06	-0,69	-0,13	-1,14
Novo Mercado e Nível 2	-1,66	-1,81	-1,26	-1,24	0,38	0,24	-0,61	-0,42	-1,37	-1,54	-0,86	-0,87	0,70	0,43	-0,35	-0,23	-1,97	-2,08	-1,32	-1,21	0,37	0,25	-0,65	-0,41
Adquirente Serial	-0,79	-0,80	-1,41	-1,36	-1,88	-1,40	-1,01	-0,78	-0,75	-0,73	-1,31	-1,25	-1,81	-1,30	-0,86	-0,62	-1,07	-1,02	-1,58	-1,40	-2,39	-1,60	-1,39	-0,96
Aquisição Internacional	0,42	0,49	0,62	0,71	0,97	0,70	0,03	0,02	0,34	0,38	0,59	0,67	1,09	0,79	0,09	0,06	0,32	0,38	0,56	0,68	0,78	0,57	-0,18	-0,13
_cons	2,05	0,49	-2,62	-0,64	-1,86	-0,22	0,50	0,06	2,37	0,57	-1,96	-0,45	-0,95	-0,12	1,56	0,19	2,97	0,72	-1,60	-0,38	-1,14	-0,14	1,19	0,15
N	355		290		187		175		355		290		187		175		355		290		187		175	
Replicações	1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000	
Wald chi2	8,91		10,98		10,62		12,95		8,76		11,73		10,09		14,11		11,01		11,85		10,49		13,35	
R^2	0,03		0,04		0,07		0,08		0,02		0,04		0,06		0,08		0,03		0,04		0,06		0,08	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 75 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_11_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
Variáveis	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z
1ª e 2ª Geração Familiar	-0,48	-0,31	-0,89	-0,58	-1,80	-0,83	-0,06	-0,02	-0,22	-0,14	-0,50	-0,32	-1,56	-0,76	0,16	0,06	-0,73	-0,46	-0,90	-0,55	-1,89	-0,86	0,21	0,08
Família na Administração	0,82	0,88	0,83	0,84	1,87	1,32	1,01	0,67	0,75	0,82	0,75	0,76	1,49	1,07	0,71	0,49	0,93	1,04	0,92	0,97	1,99	1,20	0,97	0,56
Propriedade Concentrada_Alta																	-0,79	-0,47	0,03	0,02	-1,74	-0,54	-1,08	-0,28
Propriedade Concentrada_Média									-1,13	-1,02	-1,61	-1,43	-2,25	-1,49	-1,54	-0,97								
Propriedade Concentrada_Baixa	1,94	1,47	2,14	1,53	2,98	1,93	2,03	1,15																
Poder_Controladores_Conselho			3,78	2,25	3,91	1,66	3,29	1,36			4,15	2,49	4,35	1,85	3,57	1,51			3,79	2,19	4,17	1,80	3,43	1,45
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholder s*					0,07	0,64	0,05	0,43					0,03	0,31	0,02	0,19					0,07	0,54	0,04	0,31
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							-2,86	-0,99							-3,32	-1,17							-3,08	-0,97
Q de Tobin	0,14	0,26	0,11	0,19	0,01	0,01	-0,05	-0,06	0,15	0,27	0,13	0,23	0,09	0,11	0,02	0,03	0,18	0,34	0,20	0,33	0,23	0,28	0,07	0,09
Indústria Manufatureira	-0,70	-0,68	-1,21	-1,12	0,46	0,31	2,04	1,08	-0,64	-0,63	-1,10	-1,06	0,22	0,14	2,01	1,10	-0,86	-0,82	-1,25	-1,15	0,30	0,20	2,18	1,11
Idade	0,03	1,39	0,03	1,41	0,03	1,09	0,05	1,58	0,03	1,39	0,03	1,45	0,03	1,24	0,06	1,74	0,02	1,05	0,02	1,19	0,02	0,82	0,05	1,44
Tamanho_LN(Ativo Total)	-0,07	-0,22	-0,11	-0,35	-0,09	-0,17	-0,21	-0,43	-0,15	-0,48	-0,21	-0,66	-0,12	-0,23	-0,24	-0,46	-0,09	-0,30	-0,18	-0,52	-0,19	-0,40	-0,31	-0,68
Investidores Institucionais	-1,49	-1,17	-1,08	-0,83	0,75	0,27	3,69	1,23	-1,05	-0,87	-0,54	-0,44	1,15	0,39	4,22	1,40	-1,11	-0,93	-0,45	-0,40	1,34	0,52	4,47	1,44
Alavancagem Financeira	-0,54	-0,15	-0,64	-0,16	-4,33	-0,72	-5,76	-0,85	-0,22	-0,06	-0,32	-0,08	-4,51	-0,70	-6,07	-0,89	-0,59	-0,16	-0,67	-0,17	-3,22	-0,52	-5,19	-0,78
Folga Financeira	0,19	0,27	0,34	0,59	0,50	0,37	0,34	0,20	0,14	0,19	0,31	0,50	0,43	0,29	0,28	0,17	0,13	0,19	0,27	0,44	0,43	0,29	0,27	0,14
LN(CAPEX)	-0,08	-1,17	-0,06	-0,86	-0,19	-1,43	-0,22	-1,80	-0,07	-1,08	-0,05	-0,74	-0,19	-1,78	-0,23	-1,86	-0,06	-0,98	-0,04	-0,65	-0,13	-1,41	-0,18	-1,44
Novo Mercado e Nível 2	-1,27	-1,05	-1,20	-0,94	0,02	0,01	0,00	0,00	-0,71	-0,55	-0,51	-0,41	0,61	0,37	0,44	0,24	-1,27	-0,89	-0,87	-0,65	0,23	0,12	0,05	0,03
Adquirente Serial	-1,41	-1,32	-1,47	-1,39	-1,67	-1,12	-0,59	-0,33	-1,26	-1,19	-1,27	-1,14	-1,47	-1,02	-0,30	-0,17	-1,50	-1,34	-1,48	-1,25	-2,15	-1,29	-0,80	-0,40
Aquisição Internacional	0,17	0,16	0,24	0,22	0,13	0,09	-0,86	-0,54	0,19	0,18	0,30	0,27	0,40	0,27	-0,77	-0,48	0,04	0,04	0,14	0,14	0,06	0,04	-1,03	-0,66
_cons	3,48	0,58	2,02	0,31	0,68	0,06	0,46	0,05	4,62	0,76	3,13	0,50	2,34	0,22	1,49	0,14	4,58	0,76	2,81	0,44	2,05	0,20	1,43	0,13
N	226		222		160		150		226		222		160		150		226		222		160		150	
Replicações	1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000	
Wald chi2	10,44		15,42		16,12		15,29		10,07		15,01		17,09		18,29		9,86		13,02		16,11		14,90	
R^2	0,05		0,07		0,12		0,12		0,05		0,07		0,11		0,12		0,04		0,06		0,10		0,11	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 76 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_21_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel A. Todas Empresas da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12			Modelo 13	
Variáveis	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z
Empresas Familiares	0,76		0,61	3,61	**	2,54	2,34		1,02	3,49	*	1,82	0,65		0,51	3,61	**	2,50	2,35		1,00	3,50	*	1,66	0,54		0,44	3,69	***	2,65	2,41		1,04	3,51	*	1,66	3,30		1,59
Stake Controladores																																					-0,04		-0,75
Propriedade Concentrada>50%	-0,76		-0,59	-0,28		-0,20	-0,02		-0,01	-0,64		-0,35																											
Propriedade Concentrada>20%													0,08		0,05	0,17		0,08	0,05		0,02	-0,09		-0,04															
Propriedade Concentrada>10%																									-12,73		-1,24	-13,97		-1,35	-11,80		-1,02	-12,81		-1,15			
Poder_Controladores_Conselho				3,65	*	1,67	4,82	*	1,71	3,96		1,42				3,61	*	1,64	4,82		1,59	3,85		1,32				4,31	**	2,01	5,62	**	2,04	4,73		1,60	3,76		1,29
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*							0,02		0,14	0,01		0,04							0,02		0,14	0,00		-0,01							0,02		0,17	0,00		0,04	0,04		0,24
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										3,59		1,02										3,41		0,93										4,10		1,14	4,16		1,15
Q de Tobin	-0,07		-0,11	0,18		0,24	0,13		0,13	0,03		0,03	-0,12		-0,18	0,15		0,21	0,13		0,13	-0,02		-0,02	-0,07		-0,10	0,23		0,30	0,14		0,14	-0,04		-0,04	0,01		0,01
Indústria Manufatureira	-0,23		-0,21	1,01		0,81	2,59		1,49	1,79		0,91	-0,28		-0,24	1,00		0,77	2,58		1,44	1,82		0,93	-0,40		-0,36	0,76		0,60	2,16		1,17	1,10		0,53	1,85		0,94
Idade	-0,01		-0,59	-0,01		-0,54	-0,03		-0,94	-0,01		-0,49	-0,01		-0,83	-0,01		-0,65	-0,03		-0,95	-0,01		-0,51	-0,01		-0,74	-0,01		-0,56	-0,02		-0,80	-0,01		-0,33	-0,02		-0,54
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,33		1,02	0,56	*	1,75	0,01		0,02	-0,10		-0,15	0,30		0,86	0,55		1,55	0,01		0,01	-0,10		-0,14	0,32		0,96	0,57	*	1,76	0,18		0,31	0,10		0,16	-0,06		-0,10
Investidores Institucionais	-0,16		-0,11	0,89		0,56	3,08		1,62	1,79		0,70	0,05		0,03	0,99		0,64	3,08		1,63	1,85		0,71	-0,25		-0,18	0,72		0,50	3,09		1,60	1,49		0,59	0,97		0,35
Alavancagem Financeira	-5,76		-1,32	-6,37		-1,40	-7,78		-1,07	-5,22		-0,64	-5,56		-1,30	-6,40		-1,40	-7,78		-1,11	-5,10		-0,65	-5,89		-1,34	-6,67		-1,53	-8,52		-1,22	-5,50		-0,72	-4,97		-0,60
Folga Financeira	-0,04		-0,04	0,26		0,30	0,35		0,17	0,25		0,09	-0,04		-0,03	0,26		0,29	0,35		0,21	0,26		0,09	-0,02		-0,02	0,31		0,38	0,40		0,20	0,30		0,10	0,33		0,12
LN(CAPEX)	-0,01		-0,07	0,04		0,39	0,09		0,62	0,08		0,40	0,00		-0,01	0,04		0,42	0,09		0,61	0,09		0,49	-0,01		-0,05	0,04		0,43	0,09		0,60	0,10		0,56	0,07		0,37
Novo Mercado e Nível 2	-0,71		-0,55	-0,18		-0,12	1,87		0,91	0,55		0,26	-0,45		-0,37	-0,05		-0,04	1,88		1,01	0,82		0,45	-0,65		-0,52	-0,37		-0,27	1,58		0,86	0,54		0,30	0,27		0,13
Adquirente Serial	-0,90		-0,67	-1,64		-1,17	-3,17	*	-1,75	-3,17	*	-1,65	-0,84		-0,60	-1,62		-1,10	-3,17	*	-1,74	-3,17		-1,61	-0,46		-0,33	-1,20		-0,88	-2,57		-1,49	-2,61		-1,46	-3,38	*	-1,73
Aquisição Internacional	0,94		0,67	1,13		0,79	3,52	**	2,00	3,01		1,63	1,05		0,79	1,17		0,82	3,52	*	1,95	3,09	*	1,69	0,89		0,67	0,98		0,66	3,02	*	1,72	2,65		1,44	2,95	*	1,64
_cons	-2,25		-0,36	-12,96	**	-2,06	-6,97		-0,68	-5,66		-0,48	-2,63		-0,42	-13,08	**	-2,12	-6,97		-0,66	-6,16		-0,57	10,05		0,81	0,18		0,01	1,59		0,11	2,70		0,19	-3,79		-0,31
N		355			290			187			175			355			290			187			175			355			290			187			175			175	
Replicações		1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			951			954			950			949			1000	
Wald chi2		4,92			16,38			15,82			19,63			4,51			15,18			15,01			16,80			5,75			18,56			17,26			16,72			18,33	
R^2		0,01			0,05			0,08			0,07			0,01			0,05			0,08			0,07			0,03			0,07			0,10			0,10			0,08	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 77 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_21_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1		Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4		Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8		Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12		Modelo 13	
Variáveis	ß	z	ß		z	ß		z	ß	z	ß		z	ß		z	ß		z	ß	z	ß		z	ß		z	ß		z	ß	z	ß	z
1ª e 2ª Geração Familiar	-3,06	-1,63	-3,34	*	-1,72	-4,18	*	-1,75	-3,21	-1,04	-3,09	*	-1,64	-3,33	*	-1,73	-4,21	*	-1,71	-3,39	-1,17	-3,10	*	-1,71	-3,41	*	-1,80	-4,49	*	-1,91	-3,96	-1,37	-3,88	-1,33
Família na Administração	0,57	0,41	0,64		0,48	1,48		0,83	1,05	0,54	0,53		0,40	0,66		0,49	1,42		0,78	1,03	0,53	0,63		0,49	0,81		0,65	1,49		0,86	1,16	0,61	1,02	0,53
Stake Controladores																																	-0,04	-0,75
Propriedade Concentrada>50%	-0,09	-0,06	-0,35		-0,23	0,02		0,01	0,71	0,29																								
Propriedade Concentrada>20%											-0,54		-0,22	-0,52		-0,21	-0,36		-0,14	-0,16	-0,06													
Propriedade Concentrada>10%																						-13,25		-1,22	-15,67		-1,53	-14,27		-1,29	-14,07		-1,22	
Poder_Controladores_Conselho			4,42	*	1,73	4,96		1,57	4,39	1,32				4,36	*	1,69	4,91		1,61	4,38	1,35				5,59	**	2,28	6,04	**	2,03	5,58	*	1,77	4,07	1,26
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*						0,00		0,02	-0,01	-0,09							0,00		0,03	0,00	-0,04							0,01		0,05	0,00		0,02	0,04	0,25
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total									-0,70	-0,17										-0,08	-0,02										0,78		0,17	1,28	0,28
Q de Tobin	0,52	0,59	0,65		0,64	0,57		0,45	0,39	0,28	0,51		0,58	0,62		0,63	0,56		0,43	0,39	0,29	0,60		0,62	0,74		0,78	0,62		0,48	0,44	0,34	0,33	0,23
Indústria Manufatureira	1,10	0,84	0,69		0,48	2,00		1,04	2,49	1,02	1,17		0,87	0,78		0,51	2,03		1,04	2,31	0,93	0,80		0,62	0,24		0,17	1,20		0,62	1,02	0,40	1,96	0,79
Idade	-0,01	-0,34	-0,01		-0,34	-0,02		-0,65	-0,01	-0,25	-0,01		-0,32	-0,01		-0,32	-0,02		-0,62	-0,01	-0,33	0,00		-0,20	0,00		-0,15	-0,01		-0,40	-0,01	-0,20	-0,02	-0,46
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,17	0,43	0,17		0,40	-0,04		-0,07	-0,05	-0,07	0,20		0,46	0,20		0,42	-0,01		-0,01	-0,04	-0,05	0,20		0,51	0,20		0,45	0,16		0,23	0,15	0,20	-0,04	-0,05
Investidores Institucionais	-0,61	-0,33	-0,06		-0,03	2,00		0,66	2,99	0,75	-0,66		-0,38	-0,04		-0,02	1,95		0,63	2,54	0,65	-0,94		-0,57	-0,18		-0,11	1,85		0,62	1,72	0,43	0,90	0,22
Alavancagem Financeira	-1,88	-0,35	-2,65		-0,47	-5,45		-0,68	-5,94	-0,64	-1,76		-0,33	-2,47		-0,47	-5,40		-0,66	-5,77	-0,63	-2,15		-0,42	-3,12		-0,60	-6,06		-0,78	-5,63	-0,66	-4,96	-0,56
Folga Financeira	0,28	0,29	0,46		0,47	0,53		0,29	0,45	0,18	0,29		0,30	0,47		0,53	0,53		0,33	0,45	0,18	0,28		0,23	0,51		0,54	0,58		0,30	0,50	0,20	0,51	0,20
LN(CAPEX)	-0,03	-0,30	-0,01		-0,06	-0,01		-0,07	0,00	-0,02	-0,03		-0,31	0,00		-0,05	-0,01		-0,10	-0,01	-0,06	-0,03		-0,29	0,00		0,02	-0,01		-0,08	0,01	0,04	-0,02	-0,09
Novo Mercado e Nível 2	-0,31	-0,17	-0,38		-0,20	1,71		0,82	1,78	0,66	-0,28		-0,16	-0,24		-0,13	1,70		0,89	1,43	0,64	-0,55		-0,31	-0,56		-0,31	1,23		0,62	1,06	0,45	0,79	0,33
Adquirente Serial	-0,94	-0,64	-1,07		-0,68	-2,70		-1,35	-2,39	-0,97	-1,02		-0,64	-1,14		-0,69	-2,73		-1,39	-2,55	-1,03	-0,39		-0,27	-0,43		-0,31	-1,75		-0,96	-1,80	-0,81	-2,89	-1,19
Aquisição Internacional	0,22	0,13	0,24		0,15	2,12		1,12	1,85	0,96	0,23		0,15	0,29		0,18	2,08		1,19	1,81	0,93	-0,04		-0,02	0,00		0,00	1,40		0,75	1,32	0,68	1,73	0,88
_cons	0,52	0,06	-1,79		-0,19	-0,43		-0,03	-1,64	-0,10	0,52		0,06	-2,11		-0,23	-0,59		-0,05	-0,59	-0,04	13,18		1,02	12,20		0,92	10,30		0,64	9,92	0,60	3,20	0,21
N	226		222			160			150		226			222			160			150		226			222			160			150		150	
Replicações	1000		1000			1000			1000		1000			1000			1000			1000		957			962			961			948		1000	
Wald chi2	6,82		9,97			16,04			12,40		6,72			9,86			15,21			11,62		9,53			15,13			17,99			14,49		13,05	
R^2	0,03		0,04			0,08			0,07		0,03			0,04			0,08			0,07		0,05			0,08			0,12			0,10		0,07	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 78 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_21_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel A. Todas Empresas da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12		
Variáveis	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z
Empresas Familiares	0,64		0,52	3,58	**	2,54	2,30		0,97	3,48		1,55	0,75		0,64	3,66	***	2,67	2,55		1,14	3,83	*	1,73	0,86		0,65	3,67	**	2,52	2,30		1,02	3,67	*	1,85
Propriedade Concentrada_Alta																									-1,90		-1,12	-1,00		-0,56	-3,38		-1,18	-3,82		-1,13
Propriedade Concentrada_Média													0,58		0,53	0,31		0,25	0,68		0,38	0,76		0,42												
Propriedade Concentrada_Baixa	0,18		0,13	0,19		0,12	0,13		0,07	0,10		0,05																								
Poder_Controladores_Conselho				3,57	*	1,68	4,81	*	1,65	3,84		1,27				3,55	*	1,71	4,87	*	1,74	3,90		1,36				3,37		1,59	4,62		1,58	3,59		1,29
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholder*s							0,02		0,15	0,00		0,00							0,02		0,19	0,00		0,03							0,07		0,48	0,05		0,34
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										3,40		0,98										3,36		0,91										3,98		1,10
Q de Tobin	-0,11		-0,16	0,15		0,20	0,12		0,12	-0,02		-0,02	-0,15		-0,22	0,15		0,20	0,16		0,16	0,02		0,02	-0,16		-0,23	0,14		0,19	0,12		0,12	-0,05		-0,05
Indústria Manufatureira	-0,26		-0,25	1,03		0,84	2,59		1,45	1,81		0,94	-0,36		-0,31	0,97		0,78	2,57		1,40	1,88		0,99	-0,45		-0,39	0,91		0,71	2,69		1,51	1,97		1,03
Idade	-0,01		-0,74	-0,01		-0,59	-0,03		-0,97	-0,01		-0,49	-0,01		-0,87	-0,01		-0,66	-0,03		-0,99	-0,02		-0,54	-0,01		-0,89	-0,01		-0,66	-0,03		-1,05	-0,02		-0,64
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,31		0,93	0,56	*	1,68	0,02		0,03	-0,10		-0,15	0,31		0,96	0,56	*	1,70	-0,01		-0,02	-0,14		-0,21	0,36		1,06	0,59	*	1,77	0,02		0,03	-0,09		-0,14
Investidores Institucionais	-0,01		-0,01	0,90		0,58	3,04		1,52	1,83		0,69	0,08		0,06	0,98		0,65	3,19	*	1,65	2,06		0,76	-0,33		-0,25	0,72		0,47	2,66		1,42	1,25		0,50
Alavancagem Financeira	-5,57		-1,28	-6,30		-1,41	-7,81		-1,01	-5,15		-0,60	-5,64		-1,29	-6,48		-1,38	-7,46		-0,98	-4,82		-0,61	-6,07		-1,35	-6,61		-1,42	-7,08		-0,96	-4,31		-0,52
Folga Financeira	-0,03		-0,02	0,27		0,28	0,36		0,19	0,26		0,11	-0,05		-0,05	0,26		0,31	0,34		0,20	0,25		0,08	-0,01		0,00	0,27		0,33	0,38		0,19	0,31		0,12
LN(CAPEX)	0,00		-0,02	0,04		0,37	0,09		0,60	0,08		0,48	0,00		-0,01	0,04		0,43	0,10		0,69	0,10		0,55	-0,01		-0,09	0,03		0,36	0,09		0,68	0,11		0,63
Novo Mercado e Nível 2	-0,50		-0,38	-0,10		-0,07	1,86		0,99	0,81		0,41	-0,51		-0,40	-0,12		-0,09	1,88		1,02	0,79		0,41	-1,07		-0,79	-0,43		-0,30	1,36		0,68	0,18		0,09
Adquirente Serial	-0,85		-0,62	-1,64		-1,14	-3,16	*	-1,76	-3,15	*	-1,67	-0,94		-0,68	-1,69		-1,19	-3,33	*	-1,84	-3,34	*	-1,75	-1,16		-0,84	-1,81		-1,21	-3,64	*	-1,89	-3,84	*	-1,91
Aquisição Internacional	1,07		0,78	1,18		0,83	3,52	*	1,92	3,10	*	1,74	1,01		0,75	1,16		0,82	3,46	*	1,95	2,99	*	1,66	1,05		0,79	1,17		0,85	3,20	*	1,79	2,78		1,50
_cons	-2,65		-0,41	-13,12	**	-2,19	-7,00		-0,69	-6,15		-0,54	-2,85		-0,45	-13,11	**	-2,15	-7,44		-0,69	-6,57		-0,58	-1,92		-0,31	-12,58	**	-2,07	-6,03		-0,61	-5,47		-0,49
N	355			290			187			175			355			290			187			175			355			290			187			175		
Replicações	1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000		
Wald chi2	4,43			17,15			15,32			16,27			5,12			15,81			16,57			17,90			5,30			17,99			18,17			18,26		
R^2	0,01			0,05			0,08			0,07			0,01			0,05			0,08			0,08			0,02			0,05			0,09			0,08		

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 79 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_21_IBOV - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1			Modelo 2			Modelo 3			Modelo 4			Modelo 5			Modelo 6			Modelo 7			Modelo 8			Modelo 9			Modelo 10			Modelo 11			Modelo 12		
Variáveis	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z	ß		z
1ª e 2ª Geração Familiar	-3,03	*	-1,68	-3,30	*	-1,76	-4,21	*	-1,78	-3,47		-1,14	-3,25	*	-1,75	-3,40	*	-1,81	-4,20	*	-1,73	-3,30		-1,11	-3,99	**	-2,13	-4,03	**	-2,06	-4,84	**	-2,04	-4,02		-1,50
Família na Administração	0,57		0,46	0,69		0,55	1,53		0,86	1,12		0,60	0,67		0,55	0,77		0,59	1,51		0,85	1,10		0,56	0,89		0,73	0,92		0,68	2,51		1,33	2,34		1,14
Propriedade Concentrada_Alta																									-3,70		-1,63	-2,95		-1,25	-6,71	*	-1,71	-7,94	*	-1,81
Propriedade Concentrada_Média													0,70		0,47	0,35		0,23	0,24		0,12	0,69		0,32												
Propriedade Concentrada_Baixa	0,91		0,54	0,96		0,54	0,97		0,49	0,60		0,27																								
Poder_Controladores_Conselho				4,39	*	1,71	4,80		1,53	4,31		1,30				4,31		1,60	4,97		1,55	4,40		1,34				3,71		1,42	4,00		1,32	3,31		1,06
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*							0,01		0,10	0,00		0,01							0,00		0,04	0,00		-0,02							0,10		0,67	0,11		0,70
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total										0,01		0,00										-0,13		-0,03										1,66		0,38
Q de Tobin	0,49		0,52	0,59		0,58	0,50		0,36	0,35		0,25	0,53		0,59	0,64		0,64	0,59		0,46	0,43		0,31	0,54		0,61	0,63		0,65	0,51		0,42	0,20		0,14
Indústria Manufatureira	1,15		0,90	0,75		0,52	2,10		1,08	2,28		0,93	1,01		0,78	0,70		0,46	2,00		1,00	2,37		0,94	0,79		0,59	0,51		0,35	2,50		1,34	2,59		1,10
Idade	-0,01		-0,29	-0,01		-0,26	-0,02		-0,61	-0,01		-0,33	-0,01		-0,43	-0,01		-0,37	-0,02		-0,65	-0,01		-0,35	-0,02		-0,63	-0,01		-0,56	-0,03		-0,98	-0,03		-0,76
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,20		0,48	0,19		0,45	-0,01		-0,02	-0,03		-0,04	0,18		0,45	0,17		0,40	-0,05		-0,08	-0,09		-0,13	0,35		0,81	0,31		0,67	-0,03		-0,05	-0,07		-0,10
Investidores Institucionais	-0,83		-0,48	-0,23		-0,13	1,75		0,58	2,30		0,58	-0,52		-0,31	0,07		0,04	2,04		0,69	2,80		0,71	-1,29		-0,82	-0,66		-0,40	1,36		0,47	1,10		0,31
Alavancagem Financeira	-1,92		-0,36	-2,57		-0,47	-5,72		-0,69	-5,91		-0,65	-1,98		-0,38	-2,66		-0,48	-5,34		-0,65	-5,55		-0,61	-2,73		-0,55	-3,19		-0,59	-4,32		-0,55	-3,88		-0,42
Folga Financeira	0,31		0,31	0,50		0,62	0,56		0,35	0,47		0,16	0,27		0,28	0,45		0,49	0,52		0,26	0,43		0,15	0,34		0,37	0,48		0,58	0,66		0,37	0,62		0,23
LN(CAPEX)	-0,03		-0,36	-0,01		-0,11	-0,03		-0,17	-0,02		-0,09	-0,02		-0,23	0,00		0,00	-0,01		-0,04	0,01		0,03	-0,03		-0,31	-0,01		-0,07	0,01		0,08	0,05		0,26
Novo Mercado e Nível 2	-0,41		-0,23	-0,37		-0,21	1,52		0,75	1,33		0,58	-0,43		-0,23	-0,31		-0,17	1,70		0,86	1,36		0,60	-1,71		-0,85	-1,35		-0,70	0,35		0,16	-0,46		-0,18
Adquirente Serial	-0,94		-0,64	-1,06		-0,71	-2,61		-1,36	-2,52		-1,12	-1,02		-0,70	-1,12		-0,73	-2,75		-1,42	-2,65		-1,15	-1,40		-0,93	-1,45		-0,90	-3,49	*	-1,79	-4,02		-1,62
Aquisição Internacional	0,27		0,17	0,33		0,21	2,08		1,13	1,84		0,92	0,16		0,10	0,25		0,15	2,10		1,13	1,74		0,89	0,05		0,03	0,12		0,08	1,41		0,73	1,24		0,64
_cons	0,02		0,00	-2,54		-0,30	-0,65		-0,05	-0,66		-0,05	0,25		0,03	-2,25		-0,25	-0,49		-0,04	-0,73		-0,05	1,55		0,19	-0,91		-0,10	1,91		0,15	2,78		0,21
N	226			222			160			150			226			222			160			150			226			222			160			150		
Replicações	1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000			1000		
Wald chi2	7,36			11,08			15,14			12,69			7,08			9,96			15,13			12,91			11,06			13,65			22,38			18,67		
R^2	0,03			0,04			0,08			0,07			0,03			0,04			0,08			0,07			0,04			0,05			0,09			0,09		

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 80 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_21_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel A. Todas Empresas da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12		Modelo 13	
Variáveis	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z
Empresas Familiares	0,82	0,67	3,77	2,54	2,51	1,10	3,83	1,87	0,72	0,56	3,76	2,61	2,54	1,08	3,89	1,88	0,61	0,49	3,84	2,67	2,58	1,09	3,85	1,89	3,66	1,80
Stake Controladores																									-0,04	-0,69
Propriedade Concentrada>50%	-0,76	-0,60	-0,40	-0,29	-0,07	-0,04	-0,64	-0,34																		
Propriedade Concentrada>20%									0,03	0,02	0,28	0,13	0,15	0,06	0,14	0,05										
Propriedade Concentrada>10%																	-12,09	-1,15	-13,48	-1,27	-11,43	-1,00	-12,21	-1,11		
Poder_Controladores_Conselho			4,03	1,90	5,23	1,78	4,29	1,46			3,98	1,84	5,22	1,82	4,19	1,40			4,65	2,20	5,99	2,05	5,01	1,74	4,10	1,39
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholder s*					0,02	0,12	0,00	0,01					0,01	0,13	-0,01	-0,05					0,02	0,15	0,00	0,00	0,03	0,19
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							3,46	1,02							3,19	0,88							3,94	1,06	3,94	1,06
Q de Tobin	-0,08	-0,11	0,21	0,28	0,10	0,10	0,01	0,01	-0,13	-0,18	0,17	0,23	0,09	0,09	-0,04	-0,03	-0,08	-0,12	0,25	0,34	0,10	0,10	-0,06	-0,07	-0,02	-0,02
Indústria Manufatureira	-0,20	-0,18	1,02	0,78	2,61	1,40	2,10	1,07	-0,24	-0,21	1,00	0,77	2,59	1,41	2,12	1,08	-0,35	-0,32	0,79	0,60	2,20	1,12	1,44	0,70	2,15	1,11
Idade	-0,01	-0,71	-0,01	-0,61	-0,03	-0,93	-0,01	-0,42	-0,01	-0,95	-0,01	-0,75	-0,03	-0,92	-0,01	-0,44	-0,01	-0,88	-0,01	-0,65	-0,02	-0,77	-0,01	-0,25	-0,01	-0,47
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,35	1,10	0,60	1,79	0,13	0,22	-0,04	-0,06	0,33	0,93	0,57	1,71	0,11	0,20	-0,05	-0,08	0,34	1,03	0,60	1,82	0,29	0,50	0,16	0,24	0,00	-0,01
Investidores Institucionais	0,00	0,00	1,10	0,69	3,57	1,93	2,52	1,01	0,21	0,15	1,25	0,83	3,58	1,89	2,62	1,02	-0,07	-0,05	0,98	0,64	3,58	1,91	2,24	0,91	1,79	0,66
Alavancagem Financeira	-6,14	-1,37	-6,93	-1,48	-8,97	-1,21	-6,57	-0,82	-5,93	-1,35	-6,99	-1,52	-8,98	-1,25	-6,51	-0,85	-6,25	-1,47	-7,21	-1,63	-9,69	-1,33	-6,83	-0,90	-6,33	-0,80
Folga Financeira	0,06	0,05	0,37	0,38	0,48	0,27	0,38	0,14	0,06	0,06	0,37	0,41	0,48	0,31	0,38	0,14	0,08	0,07	0,41	0,45	0,52	0,28	0,42	0,16	0,45	0,18
LN(CAPEX)	-0,01	-0,05	0,04	0,39	0,08	0,52	0,06	0,31	0,00	0,02	0,04	0,46	0,08	0,57	0,07	0,38	0,00	-0,02	0,04	0,43	0,08	0,55	0,08	0,44	0,05	0,30
Novo Mercado e Nível 2	-0,79	-0,58	-0,36	-0,24	1,81	0,88	0,46	0,22	-0,53	-0,43	-0,18	-0,13	1,85	0,97	0,73	0,41	-0,72	-0,58	-0,50	-0,38	1,56	0,82	0,46	0,24	0,24	0,12
Adquirente Serial	-0,96	-0,72	-1,72	-1,19	-3,15	-1,74	-3,06	-1,69	-0,90	-0,64	-1,68	-1,14	-3,15	-1,70	-3,02	-1,51	-0,54	-0,41	-1,30	-0,98	-2,57	-1,47	-2,53	-1,45	-3,24	-1,62
Aquisição Internacional	0,94	0,70	1,18	0,79	3,61	2,07	2,98	1,58	1,06	0,79	1,24	0,87	3,63	2,09	3,06	1,74	0,90	0,68	1,05	0,74	3,14	1,68	2,65	1,46	2,94	1,66
_cons	-2,76	-0,44	-13,86	-2,24	-9,22	-0,86	-7,37	-0,66	-3,13	-0,49	-14,03	-2,32	-9,24	-0,89	-7,77	-0,69	8,90	0,75	-1,23	-0,10	-0,97	-0,07	0,57	0,04	-5,77	-0,46
N	355		290		187		175		355		290		187		175		355		290		187		175		175	
Replicações	1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		946		946		946		951		1000	
Wald chi2	5,55		17,80		19,39		19,21		5,66		18,38		19,38		18,58		6,58		19,30		17,51		20,38		18,18	
R^2	0,02		0,05		0,09		0,08		0,01		0,05		0,09		0,08		0,03		0,07		0,11		0,11		0,09	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 81 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_21_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12		Modelo 13	
Variáveis	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z
1ª e 2ª Geração Familiar	-3,12	-1,64	-3,41	-1,71	-4,20	-1,74	-2,79	-0,95	-3,13	-1,63	-3,39	-1,79	-4,21	-1,70	-2,96	-1,00	-3,15	-1,67	-3,48	-1,83	-4,49	-1,89	-3,53	-1,33	-3,36	-1,13
Família na Administração	0,70	0,51	0,80	0,58	1,89	1,00	1,35	0,68	0,69	0,51	0,85	0,65	1,85	0,97	1,38	0,73	0,77	0,60	0,98	0,75	1,90	1,12	1,46	0,76	1,33	0,70
Stake Controladores																									-0,03	-0,54
Propriedade Concentrada>50%	-0,17	-0,11	-0,43	-0,27	-0,04	-0,02	0,88	0,36																		
Propriedade Concentrada>20%									-0,40	-0,17	-0,36	-0,14	-0,22	-0,08	0,13	0,05										
Propriedade Concentrada>10%																	-12,63	-1,11	-15,17	-1,44	-13,86	-1,31	-13,22	-1,11		
Poder_Controladores_Conselho			4,76	1,91	5,28	1,71	4,62	1,39			4,70	1,82	5,25	1,66	4,64	1,34			5,88	2,36	6,33	2,13	5,73	1,82	4,38	1,38
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*					0,00	0,02	-0,02	-0,13					0,00	0,02	-0,01	-0,08					0,00	0,04	0,00	-0,02	0,02	0,14
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							-1,20	-0,26							-0,54	-0,12							0,36	0,08	0,56	0,12
Q de Tobin	0,52	0,57	0,67	0,67	0,54	0,42	0,32	0,23	0,51	0,56	0,64	0,62	0,53	0,40	0,34	0,25	0,60	0,66	0,76	0,77	0,59	0,45	0,37	0,27	0,28	0,19
Indústria Manufatureira	1,20	0,87	0,78	0,55	2,20	1,11	3,21	1,28	1,26	0,95	0,86	0,57	2,22	1,13	2,99	1,24	0,92	0,68	0,36	0,24	1,43	0,74	1,77	0,68	2,73	1,12
Idade	-0,01	-0,33	-0,01	-0,32	-0,02	-0,62	-0,01	-0,13	-0,01	-0,31	-0,01	-0,30	-0,02	-0,62	-0,01	-0,22	0,00	-0,19	0,00	-0,14	-0,01	-0,38	0,00	-0,09	-0,01	-0,33
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,21	0,49	0,21	0,47	0,07	0,11	0,03	0,04	0,23	0,51	0,22	0,47	0,10	0,14	0,00	0,00	0,24	0,57	0,23	0,53	0,27	0,41	0,22	0,30	0,04	0,05
Investidores Institucionais	-0,40	-0,23	0,21	0,11	2,71	0,90	4,38	1,11	-0,41	-0,24	0,29	0,15	2,69	0,92	3,93	1,03	-0,69	-0,39	0,12	0,07	2,57	0,91	3,07	0,83	2,62	0,63
Alavancagem Financeira	-2,21	-0,41	-3,08	-0,54	-6,89	-0,85	-7,93	-0,87	-2,10	-0,40	-2,92	-0,54	-6,86	-0,87	-7,82	-0,86	-2,44	-0,48	-3,51	-0,66	-7,47	-0,99	-7,60	-0,92	-7,14	-0,81
Folga Financeira	0,37	0,32	0,57	0,60	0,68	0,41	0,59	0,24	0,39	0,38	0,58	0,69	0,68	0,36	0,58	0,26	0,37	0,33	0,62	0,60	0,73	0,40	0,64	0,27	0,64	0,25
LN(CAPEX)	-0,03	-0,29	0,00	-0,03	-0,02	-0,14	-0,03	-0,14	-0,03	-0,30	0,00	-0,01	-0,02	-0,15	-0,03	-0,17	-0,03	-0,28	0,00	0,05	-0,02	-0,16	-0,02	-0,09	-0,04	-0,20
Novo Mercado e Nível 2	-0,41	-0,22	-0,49	-0,27	1,49	0,67	1,59	0,60	-0,34	-0,19	-0,31	-0,17	1,51	0,76	1,15	0,52	-0,60	-0,33	-0,63	-0,34	1,04	0,51	0,81	0,35	0,67	0,26
Adquirente Serial	-1,01	-0,67	-1,15	-0,72	-2,75	-1,38	-2,24	-0,93	-1,07	-0,67	-1,21	-0,75	-2,77	-1,43	-2,39	-1,00	-0,49	-0,34	-0,54	-0,36	-1,83	-0,95	-1,73	-0,80	-2,68	-1,09
Aquisição Internacional	0,18	0,12	0,21	0,13	2,21	1,19	1,78	0,92	0,21	0,13	0,27	0,17	2,19	1,16	1,74	0,90	-0,05	-0,03	-0,01	-0,01	1,51	0,80	1,27	0,64	1,67	0,80
_cons	-0,26	-0,03	-2,77	-0,29	-2,65	-0,19	-4,06	-0,27	-0,36	-0,04	-3,20	-0,35	-2,83	-0,22	-2,60	-0,20	11,73	0,84	10,68	0,76	7,69	0,49	7,13	0,43	0,12	0,01
N	226		222		160		150		226		222		160		150		226		222		160		150		150	
Replicações	1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		952		946		955		943		1000	
Wald chi2	8,16		12,44		17,41		15,05		7,77		12,68		15,79		14,85		9,88		16,55		20,96		17,69		14,28	
R^2	0,03		0,05		0,09		0,08		0,03		0,05		0,09		0,08		0,05		0,08		0,12		0,11		0,08	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 82 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_21_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel A. Todas Empresas da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
Variáveis	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z
Empresas Familiares	0,71	0,55	3,75	2,69	2,50	1,11	3,91	1,86	0,80	0,64	3,81	2,69	2,69	1,17	4,18	1,93	0,90	0,73	3,81	2,64	2,48	1,09	3,97	1,96
Propriedade Concentrada_Alta																	-1,71	-0,98	-0,80	-0,46	-2,63	-0,91	-3,04	-0,86
Propriedade Concentrada_Média									0,50	0,45	0,27	0,22	0,57	0,33	0,78	0,39								
Propriedade Concentrada_Baixa	0,19	0,14	0,12	0,07	0,05	0,02	-0,14	-0,07																
Poder_Controladores_Conselho			3,94	1,85	5,21	1,72	4,20	1,41			3,92	1,82	5,26	1,78	4,23	1,43			3,78	1,80	5,06	1,71	3,97	1,36
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*					0,01	0,13	-0,01	-0,05					0,02	0,18	0,00	-0,01					0,05	0,35	0,04	0,26
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							3,22	0,93							3,22	0,92							3,73	1,03
Q de Tobin	-0,12	-0,17	0,18	0,24	0,09	0,09	-0,03	-0,03	-0,15	-0,23	0,18	0,23	0,12	0,12	0,00	0,00	-0,16	-0,23	0,17	0,23	0,09	0,09	-0,07	-0,07
Indústria Manufatureira	-0,22	-0,20	1,05	0,84	2,61	1,43	2,13	1,08	-0,31	-0,27	0,99	0,76	2,59	1,44	2,19	1,08	-0,39	-0,35	0,95	0,71	2,69	1,46	2,24	1,16
Idade	-0,01	-0,83	-0,01	-0,68	-0,03	-0,88	-0,01	-0,43	-0,01	-0,98	-0,01	-0,74	-0,03	-0,99	-0,01	-0,48	-0,01	-0,99	-0,01	-0,72	-0,03	-0,97	-0,02	-0,55
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,33	0,99	0,59	1,83	0,13	0,22	-0,05	-0,07	0,33	1,03	0,58	1,71	0,11	0,19	-0,08	-0,12	0,37	1,09	0,61	1,78	0,13	0,23	-0,02	-0,04
Investidores Institucionais	0,16	0,11	1,17	0,72	3,56	1,86	2,65	1,00	0,24	0,16	1,22	0,77	3,66	1,90	2,79	1,06	-0,13	-0,09	1,01	0,70	3,25	1,66	2,10	0,84
Alavancagem Financeira	-5,95	-1,35	-6,86	-1,49	-8,97	-1,16	-6,45	-0,79	-6,01	-1,33	-7,01	-1,53	-8,70	-1,15	-6,15	-0,74	-6,40	-1,44	-7,10	-1,56	-8,42	-1,13	-5,82	-0,70
Folga Financeira	0,07	0,06	0,38	0,44	0,48	0,24	0,38	0,14	0,05	0,05	0,37	0,36	0,47	0,28	0,37	0,15	0,09	0,09	0,37	0,41	0,50	0,25	0,42	0,15
LN(CAPEX)	0,00	0,01	0,04	0,43	0,08	0,52	0,07	0,39	0,00	0,02	0,04	0,43	0,09	0,63	0,08	0,46	-0,01	-0,05	0,04	0,40	0,09	0,58	0,09	0,48
Novo Mercado e Nível 2	-0,58	-0,45	-0,23	-0,16	1,83	0,93	0,74	0,39	-0,58	-0,49	-0,25	-0,18	1,84	1,01	0,69	0,37	-1,09	-0,83	-0,50	-0,34	1,44	0,75	0,22	0,11
Adquirente Serial	-0,91	-0,66	-1,71	-1,20	-3,15	-1,77	-3,05	-1,62	-0,98	-0,68	-1,76	-1,23	-3,29	-1,80	-3,23	-1,63	-1,19	-0,81	-1,85	-1,22	-3,52	-1,82	-3,59	-1,71
Aquisição Internacional	1,07	0,82	1,25	0,88	3,63	2,00	3,06	1,61	1,02	0,76	1,23	0,88	3,57	2,13	2,96	1,60	1,06	0,82	1,24	0,87	3,38	1,91	2,81	1,56
_cons	-3,16	-0,50	-14,04	-2,37	-9,29	-0,88	-7,80	-0,71	-3,32	-0,55	-14,04	-2,21	-9,67	-0,92	-8,29	-0,72	-2,49	-0,39	-13,62	-2,23	-8,55	-0,83	-7,31	-0,68
N	355		290		187		175		355		290		187		175		355		290		187		175	
Replicações	1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000	
Wald chi2	4,89		18,37		18,38		19,54		5,58		18,88		18,34		19,57		6,41		18,56		18,98		19,58	
R^2	0,01		0,05		0,09		0,08		0,01		0,05		0,09		0,08		0,02		0,05		0,09		0,09	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 83 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_21_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - *Bootstrap*

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
Variáveis	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z	ß	z
1ª e 2ª Geração Familiar	-3,09	-1,56	-3,37	-1,66	-4,22	-1,63	-3,04	-1,03	-3,31	-1,68	-3,46	-1,82	-4,20	-1,73	-2,91	-0,97	-4,01	-2,17	-4,04	-2,09	-4,75	-1,98	-3,53	-1,28
Família na Administração	0,72	0,56	0,86	0,66	1,93	1,03	1,40	0,69	0,82	0,65	0,94	0,71	1,90	1,07	1,40	0,75	1,02	0,80	1,07	0,83	2,77	1,45	2,45	1,22
Propriedade Concentrada_Alta																	-3,56	-1,52	-2,73	-1,16	-5,72	-1,47	-6,76	-1,48
Propriedade Concentrada_Média									0,70	0,48	0,34	0,22	0,11	0,06	0,70	0,35								
Propriedade Concentrada_Baixa	0,83	0,49	0,87	0,50	0,93	0,46	0,37	0,17																
Poder_Controladores_Conselho			4,72	1,87	5,12	1,62	4,57	1,38			4,64	1,79	5,28	1,60	4,63	1,34			4,09	1,55	4,46	1,45	3,70	1,14
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholder s*					0,01	0,09	-0,01	-0,05					0,00	0,03	-0,01	-0,05					0,09	0,56	0,09	0,50
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							-0,41	-0,09							-0,50	-0,12							1,03	0,21
Q de Tobin	0,50	0,54	0,61	0,63	0,46	0,35	0,31	0,22	0,53	0,57	0,66	0,68	0,55	0,41	0,37	0,26	0,54	0,59	0,65	0,65	0,48	0,36	0,17	0,12
Indústria Manufatureira	1,26	0,96	0,84	0,57	2,30	1,16	2,97	1,27	1,12	0,82	0,79	0,55	2,20	1,11	3,05	1,23	0,91	0,66	0,63	0,42	2,63	1,36	3,23	1,41
Idade	-0,01	-0,28	-0,01	-0,24	-0,02	-0,57	-0,01	-0,21	-0,01	-0,40	-0,01	-0,36	-0,02	-0,64	-0,01	-0,26	-0,01	-0,58	-0,01	-0,56	-0,03	-0,94	-0,02	-0,61
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,23	0,54	0,22	0,52	0,10	0,15	0,04	0,05	0,22	0,50	0,20	0,47	0,07	0,10	-0,02	-0,02	0,37	0,86	0,33	0,71	0,09	0,13	0,01	0,01
Investidores Institucionais	-0,57	-0,31	0,10	0,05	2,48	0,80	3,71	0,95	-0,28	-0,17	0,37	0,20	2,74	0,89	4,10	1,07	-1,03	-0,63	-0,31	-0,19	2,17	0,76	2,62	0,72
Alavancagem Financeira	-2,22	-0,41	-2,98	-0,56	-7,14	-0,87	-7,84	-0,81	-2,29	-0,42	-3,07	-0,58	-6,84	-0,84	-7,50	-0,79	-3,01	-0,59	-3,56	-0,66	-5,92	-0,77	-6,13	-0,66
Folga Financeira	0,41	0,37	0,61	0,68	0,72	0,37	0,60	0,21	0,36	0,32	0,57	0,56	0,68	0,41	0,57	0,23	0,44	0,50	0,60	0,71	0,80	0,45	0,73	0,29
LN(CAPEX)	-0,03	-0,34	-0,01	-0,06	-0,04	-0,23	-0,04	-0,20	-0,02	-0,22	0,00	0,02	-0,02	-0,12	-0,02	-0,10	-0,03	-0,30	0,00	-0,04	0,00	-0,02	0,02	0,08
Novo Mercado e Nível 2	-0,47	-0,27	-0,43	-0,25	1,33	0,65	1,09	0,48	-0,50	-0,26	-0,38	-0,21	1,50	0,75	1,09	0,47	-1,72	-0,84	-1,34	-0,68	0,35	0,16	-0,45	-0,17
Adquirente Serial	-1,01	-0,67	-1,15	-0,73	-2,66	-1,32	-2,41	-1,00	-1,09	-0,74	-1,20	-0,79	-2,78	-1,38	-2,54	-1,06	-1,45	-0,97	-1,50	-0,96	-3,43	-1,70	-3,68	-1,43
Aquisição Internacional	0,24	0,15	0,30	0,19	2,18	1,15	1,75	0,87	0,14	0,09	0,23	0,14	2,21	1,22	1,66	0,85	0,03	0,02	0,12	0,07	1,61	0,87	1,24	0,67
_cons	-0,80	-0,09	-3,57	-0,39	-2,96	-0,22	-2,76	-0,20	-0,61	-0,07	-3,31	-0,37	-2,76	-0,20	-2,90	-0,21	0,65	0,08	-2,07	-0,24	-0,74	-0,06	0,13	0,01
N	226		222		160		150		226		222		160		150		226		222		160		150	
Replicações	1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000		1000	
Wald chi2	8,56		12,81		17,59		15,25		7,83		11,80		17,09		14,78		12,74		14,09		21,20		17,15	
R^2	0,03		0,05		0,09		0,08		0,03		0,05		0,09		0,08		0,04		0,05		0,10		0,09	

*p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01 níveis de significância; Os coeficientes angulares das regressões, o valor do z do teste estatístico de *Bootstrap* e os níveis de significância estão reportados na tabela; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de *missing values* (dados faltantes); CAR: *cumulative abnormal return*, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento e a segunda nomenclatura ao *benchmark* de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor

Apêndice 2 – Resultados das Regressões Multivariadas obtidos com o método mínimos quadrados ordinários (MQO) com erros-padrão robustos utilizando o teste de robustez de *Benchmark* de retorno de mercado: IBRX50.

Tabela. 84 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_1_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12		Modelo 13	
Variáveis	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t
Empresas Familiares	0,37	1,03	0,41	0,96	-0,22	-0,38	-0,22	-0,34	0,26	0,74	0,39	0,90	-0,18	-0,32	-0,19	-0,30	0,17	0,58	0,44	1,04	-0,13	-0,23	-0,18	-0,31	-0,25	-0,41
Stake Controladores																									-0,01	-0,71
Propriedade Concentrada>50%	-0,83	-2,21	-1,08	-2,65	-0,60	-1,30	-0,82	-1,54																		
Propriedade Concentrada>20%									0,02	0,03	0,06	0,07	0,08	0,08	-0,07	-0,06										
Propriedade Concentrada>10%																	-9,38	-1,39	-9,58	-1,40	-10,30	-1,54	-10,76	-1,62		
Poder_Controladores_ Conselho			0,35	0,50	0,41	0,39	0,25	0,23			0,14	0,18	0,34	0,31	0,11	0,10			0,63	0,95	1,03	1,16	0,84	0,91	0,08	0,07
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*					-0,01	-0,23	0,00	-0,09					-0,01	-0,56	-0,01	-0,43					-0,01	-0,38	-0,01	-0,21	0,00	0,11
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							0,80	0,81							0,54	0,48							1,13	1,08	0,78	0,74
Q de Tobin	0,02	0,08	0,16	0,81	-0,02	-0,09	-0,04	-0,14	-0,04	-0,21	0,05	0,30	-0,07	-0,29	-0,10	-0,36	0,00	0,01	0,11	0,61	-0,07	-0,29	-0,12	-0,49	-0,09	-0,35
Indústria Manufatureira	0,38	1,18	0,48	1,30	0,29	0,55	0,01	0,02	0,33	1,02	0,53	1,36	0,26	0,49	0,05	0,08	0,24	0,74	0,36	0,93	-0,11	-0,18	-0,56	-0,77	0,06	0,09
Idade	0,01	2,46	0,01	2,59	0,02	2,52	0,02	2,06	0,01	1,83	0,01	1,98	0,02	2,63	0,02	2,21	0,01	1,97	0,01	2,22	0,03	3,33	0,02	2,94	0,02	1,93
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,06	0,67	0,04	0,38	0,15	0,92	0,22	1,15	0,03	0,39	0,00	-0,04	0,15	0,84	0,22	1,05	0,05	0,56	0,01	0,12	0,30	1,63	0,39	1,77	0,23	1,20
Investidores Institucionais	-0,49	-0,88	-0,37	-0,60	-1,47	-1,53	-1,91	-2,03	-0,27	-0,47	-0,08	-0,12	-1,48	-1,51	-1,83	-1,82	-0,48	-0,89	-0,25	-0,42	-1,48	-1,57	-2,13	-2,23	-2,12	-2,03
Alavancagem Financeira	-2,79	-1,64	-2,96	-1,61	-3,61	-1,10	-3,43	-0,99	-2,56	-1,55	-2,86	-1,72	-3,53	-1,11	-3,29	-1,02	-2,80	-1,82	-3,07	-1,84	-4,17	-1,47	-3,62	-1,31	-3,26	-0,97
Folga Financeira	-0,17	-2,90	-0,13	-2,20	-0,14	-2,29	-0,15	-2,45	-0,16	-2,67	-0,13	-2,22	-0,14	-2,18	-0,14	-2,18	-0,15	-2,46	-0,10	-1,69	-0,10	-1,41	-0,11	-1,60	-0,12	-1,76
LN(CAPEX)	-0,03	-1,46	-0,02	-0,69	-0,03	-1,01	-0,04	-0,92	-0,03	-1,12	-0,01	-0,30	-0,02	-0,69	-0,03	-0,64	-0,03	-1,25	-0,01	-0,26	-0,03	-0,78	-0,02	-0,39	-0,03	-0,75
Novo Mercado e Nível 2	0,15	0,43	-0,10	-0,25	0,60	1,00	0,54	0,78	0,43	1,21	0,33	0,83	0,84	1,47	0,89	1,38	0,28	0,81	0,12	0,31	0,58	0,97	0,66	0,99	0,70	0,94
Adquirente Serial	-0,30	-0,68	-0,35	-0,73	-0,64	-1,06	-0,74	-1,03	-0,24	-0,51	-0,33	-0,62	-0,68	-1,03	-0,73	-0,89	0,04	0,11	-0,04	-0,10	-0,16	-0,32	-0,27	-0,49	-0,80	-1,00
Aquisição Internacional	-1,16	-3,10	-1,07	-2,55	-1,52	-2,47	-1,44	-2,24	-1,03	-2,78	-0,91	-2,17	-1,40	-2,31	-1,33	-2,06	-1,15	-2,86	-1,04	-2,28	-1,85	-2,64	-1,70	-2,40	-1,37	-2,13
_cons	1,04	0,65	0,96	0,52	0,80	0,22	0,09	0,02	0,65	0,39	0,58	0,30	0,28	0,08	-0,53	-0,14	9,98	1,42	9,66	1,36	7,75	1,09	6,91	0,97	0,29	0,07
N	355		290		187		175		355		290		187		175		355		290		187		175		175	
F	2,25		2,20		2,76		2,47		1,94		1,89		2,81		2,45		1,96		2,00		2,68		2,44		2,40	
R^2	0,07		0,08		0,14		0,14		0,05		0,05		0,14		0,13		0,14		0,15		0,27		0,29		0,14	

Os coeficientes angulares das regressões e o valor do t de student estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por Hubber-White Sandwich; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de missing values (dados faltantes); CAR: cumulative abnormal return, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao benchmark de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 85 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_1_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12		Modelo 13	
Variáveis	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t
1ª e 2ª Geração Familiar	0,84	1,41	0,93	1,47	0,51	0,78	0,17	0,24	0,90	1,50	1,01	1,59	0,60	0,90	0,39	0,53	0,85	1,38	0,94	1,44	0,37	0,52	-0,05	-0,07	0,21	0,27
Família na Administração	0,14	0,32	0,15	0,35	0,58	0,80	0,68	0,86	0,38	0,91	0,41	0,97	0,63	0,97	0,67	0,95	0,37	0,89	0,43	1,01	0,63	1,03	0,74	1,11	0,65	0,85
Stake Controladores																									-0,02	-0,61
Propriedade Concentrada>50%	-0,85	-1,66	-0,95	-1,93	-0,67	-1,19	-1,02	-1,16																		
Propriedade Concentrada>20%									0,25	0,26	0,19	0,20	0,06	0,06	0,01	0,01										
Propriedade Concentrada>10%																	-9,45	-1,40	-9,66	-1,41	-10,31	-1,55	-10,63	-1,59		
Poder_Controladores_Conselho			-0,31	-0,38	-0,01	-0,01	-0,07	-0,06			-0,39	-0,46	0,05	0,04	-0,08	-0,06			0,33	0,41	0,82	0,85	0,81	0,80	-0,19	-0,15
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*					0,00	-0,11	0,00	0,03					-0,01	-0,43	-0,01	-0,41					-0,01	-0,31	0,00	-0,16	0,01	0,19
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							0,85	0,61							0,03	0,02							0,72	0,57	0,53	0,36
Q de Tobin	-0,20	-0,80	-0,15	-0,60	-0,25	-0,78	-0,25	-0,74	-0,25	-1,01	-0,21	-0,84	-0,28	-0,84	-0,26	-0,75	-0,19	-0,79	-0,13	-0,56	-0,24	-0,81	-0,23	-0,76	-0,29	-0,80
Indústria Manufatureira	0,25	0,51	0,43	0,85	0,92	1,29	0,67	0,77	0,31	0,61	0,51	0,98	0,96	1,29	0,92	1,08	0,12	0,23	0,23	0,44	0,38	0,54	-0,06	-0,06	0,79	0,94
Idade	0,02	2,85	0,02	2,88	0,02	1,81	0,01	0,86	0,02	2,88	0,02	2,91	0,02	1,99	0,02	1,30	0,02	3,28	0,03	3,32	0,03	3,00	0,02	2,00	0,02	0,91
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,11	0,95	0,11	0,93	0,16	0,88	0,19	0,92	0,08	0,61	0,09	0,63	0,17	0,83	0,20	0,88	0,11	0,97	0,12	0,96	0,32	1,62	0,37	1,59	0,21	1,02
Investidores Institucionais	-0,39	-0,62	-0,39	-0,57	-0,75	-0,67	-1,40	-1,20	-0,08	-0,13	-0,06	-0,08	-0,64	-0,56	-0,83	-0,68	-0,38	-0,63	-0,23	-0,35	-0,76	-0,69	-1,49	-1,23	-1,42	-1,00
Alavancagem Financeira	-3,22	-1,49	-2,99	-1,36	-4,45	-1,21	-4,31	-1,13	-3,06	-1,52	-2,84	-1,38	-4,40	-1,23	-4,49	-1,20	-3,22	-1,73	-3,13	-1,59	-4,83	-1,61	-4,34	-1,46	-4,19	-1,19
Folga Financeira	-0,18	-2,49	-0,18	-2,26	-0,12	-1,29	-0,10	-1,11	-0,17	-2,27	-0,17	-2,22	-0,11	-1,14	-0,09	-0,91	-0,16	-2,33	-0,14	-1,74	-0,07	-0,68	-0,05	-0,50	-0,07	-0,58
LN(CAPEX)	0,00	-0,09	-0,01	-0,32	-0,03	-0,84	-0,04	-0,92	0,01	0,24	0,00	0,02	-0,02	-0,59	-0,04	-0,76	0,00	0,15	0,00	0,11	-0,03	-0,69	-0,02	-0,52	-0,04	-0,81
Novo Mercado e Nível 2	0,27	0,47	0,13	0,22	0,27	0,35	0,16	0,16	0,64	1,16	0,54	0,96	0,59	0,90	0,67	0,88	0,44	0,81	0,33	0,60	0,25	0,35	0,40	0,50	0,45	0,45
Adquirente Serial	-0,56	-1,02	-0,47	-0,82	-0,64	-0,84	-0,97	-0,92	-0,54	-0,84	-0,46	-0,69	-0,69	-0,83	-0,78	-0,73	-0,18	-0,41	-0,09	-0,19	0,00	-0,01	-0,24	-0,36	-0,91	-0,82
Aquisição Internacional	-1,12	-2,32	-1,14	-2,38	-1,55	-2,37	-1,41	-1,97	-1,02	-2,11	-1,03	-2,14	-1,41	-2,16	-1,36	-1,91	-1,20	-2,29	-1,20	-2,29	-1,94	-2,56	-1,74	-2,26	-1,39	-1,94
_cons	-0,56	-0,22	-0,59	-0,21	-0,12	-0,03	0,61	0,12	-1,52	-0,60	-1,66	-0,61	-1,10	-0,27	-1,01	-0,23	7,63	1,04	7,23	0,98	6,60	0,87	6,86	0,90	0,28	0,05
N	226		222		160		150		226		222		160		150		226		222		160		150		150	
F	1,95		1,90		2,62		2,36		1,96		1,90		2,72		2,35		1,90		1,83		2,48		2,29		2,34	
R^2	0,10		0,11		0,15		0,16		0,09		0,09		0,15		0,15		0,20		0,20		0,29		0,30		0,15	

Os coeficientes angulares das regressões e o valor do t de student estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por Hubber-White Sandwich; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de missing values (dados faltantes); CAR: cumulative abnormal return, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao benchmark de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 86 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_1_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
Variáveis	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t
Empresas Familiares	0,25	0,76	0,39	0,90	-0,14	-0,25	-0,17	-0,26	0,30	0,89	0,46	1,06	-0,14	-0,23	-0,14	-0,21	0,36	0,99	0,45	1,04	-0,20	-0,34	-0,16	-0,26
Stake Controladores																								
Propriedade Concentrada_Alta																	-0,94	-1,81	-0,92	-1,51	-0,29	-0,39	-0,36	-0,40
Propriedade Concentrada_Média									0,26	0,86	0,40	1,24	0,19	0,34	0,11	0,17								
Propriedade Concentrada_Baixa	0,13	0,28	-0,01	-0,01	-0,16	-0,23	-0,03	-0,04																
Poder_Controladores_ Conselho			0,13	0,18	0,35	0,32	0,11	0,10			0,08	0,11	0,35	0,32	0,11	0,10			-0,07	-0,09	0,31	0,30	0,08	0,08
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*					-0,01	-0,63	-0,01	-0,47					-0,01	-0,46	-0,01	-0,39					-0,01	-0,32	-0,01	-0,20
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							0,51	0,52							0,51	0,53							0,57	0,60
Q de Tobin	-0,03	-0,17	0,06	0,29	-0,06	-0,25	-0,09	-0,35	-0,05	-0,27	0,05	0,29	-0,06	-0,25	-0,09	-0,35	-0,05	-0,29	0,05	0,25	-0,07	-0,30	-0,10	-0,39
Indústria Manufatureira	0,34	1,08	0,54	1,46	0,26	0,50	0,05	0,08	0,30	0,96	0,47	1,29	0,26	0,50	0,06	0,09	0,25	0,76	0,43	1,15	0,28	0,53	0,06	0,10
Idade	0,01	1,86	0,01	1,93	0,02	2,51	0,02	2,12	0,01	1,56	0,01	1,70	0,02	2,45	0,02	2,08	0,01	1,63	0,01	1,84	0,02	2,40	0,02	1,91
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,04	0,45	0,00	-0,01	0,15	0,93	0,22	1,10	0,04	0,44	0,00	0,00	0,15	0,93	0,21	1,10	0,06	0,69	0,03	0,32	0,16	0,98	0,22	1,18
Investidores Institucionais	-0,30	-0,54	-0,08	-0,13	-1,44	-1,45	-1,80	-1,76	-0,25	-0,44	-0,06	-0,10	-1,46	-1,49	-1,79	-1,81	-0,45	-0,83	-0,31	-0,51	-1,52	-1,52	-1,88	-1,86
Alavancagem Financeira	-2,57	-1,51	-2,84	-1,58	-3,48	-1,02	-3,30	-0,93	-2,60	-1,56	-3,02	-1,66	-3,43	-1,00	-3,27	-0,91	-2,81	-1,62	-3,09	-1,61	-3,46	-1,06	-3,23	-0,96
Folga Financeira	-0,16	-2,66	-0,13	-2,32	-0,14	-2,39	-0,15	-2,39	-0,17	-2,88	-0,14	-2,46	-0,14	-2,41	-0,15	-2,47	-0,15	-2,77	-0,13	-2,24	-0,14	-2,20	-0,14	-2,23
LN(CAPEX)	-0,03	-1,14	-0,01	-0,31	-0,02	-0,65	-0,03	-0,62	-0,03	-1,10	-0,01	-0,26	-0,02	-0,64	-0,03	-0,57	-0,03	-1,28	-0,01	-0,50	-0,02	-0,74	-0,03	-0,59
Novo Mercado e Nível 2	0,39	1,08	0,33	0,80	0,86	1,46	0,89	1,33	0,40	1,12	0,26	0,61	0,83	1,48	0,88	1,39	0,12	0,33	-0,01	-0,02	0,79	1,31	0,83	1,17
Adquirente Serial	-0,25	-0,56	-0,34	-0,71	-0,71	-1,20	-0,73	-1,04	-0,28	-0,66	-0,41	-0,87	-0,74	-1,27	-0,75	-1,12	-0,40	-0,84	-0,49	-0,93	-0,73	-1,10	-0,79	-0,98
Aquisição Internacional	-1,02	-2,70	-0,91	-2,15	-1,41	-2,31	-1,33	-2,03	-1,05	-2,82	-0,92	-2,21	-1,42	-2,28	-1,34	-2,00	-1,03	-2,76	-0,91	-2,15	-1,43	-2,31	-1,36	-2,09
_cons	0,62	0,39	0,59	0,32	0,26	0,07	-0,49	-0,13	0,54	0,33	0,52	0,27	0,13	0,03	-0,56	-0,14	1,00	0,63	1,02	0,54	0,34	0,09	-0,44	-0,11
N	355		290		187		175		355		290		187		175		355		290		187		175	
F	1,91		1,89		2,82		2,48		2,04		2,13		2,77		2,45		2,37		2,20		2,83		2,47	
R^2	0,05		0,05		0,14		0,13		0,05		0,06		0,14		0,13		0,06		0,06		0,14		0,13	

Os coeficientes angulares das regressões e o valor do t de student estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por Hubber-White Sandwich; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de missing values (dados faltantes); CAR: cumulative abnormal return, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao benchmark de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 87 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_1_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
Variáveis	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t
1ª e 2ª Geração Familiar	0,89	1,45	1,00	1,57	0,59	0,88	0,36	0,48	0,82	1,33	0,94	1,48	0,59	0,88	0,40	0,54	0,70	1,16	0,82	1,30	0,50	0,74	0,30	0,40
Família na Administração	0,35	0,78	0,38	0,86	0,63	0,83	0,68	0,81	0,37	0,84	0,41	0,91	0,63	0,88	0,67	0,86	0,41	0,88	0,44	0,92	0,77	0,92	0,85	0,89
Propriedade Concentrada_Alta																	-0,75	-1,02	-0,76	-0,93	-0,98	-0,78	-1,16	-0,74
Propriedade Concentrada_Média									0,23	0,53	0,23	0,55	0,08	0,13	0,04	0,07								
Propriedade Concentrada_Baixa	0,06	0,09	0,06	0,10	0,09	0,12	0,16	0,19																
Poder_Controladores_Conselho			-0,40	-0,48	0,02	0,02	-0,10	-0,08			-0,46	-0,56	0,04	0,04	-0,08	-0,07			-0,58	-0,64	-0,10	-0,08	-0,24	-0,19
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*					-0,01	-0,39	-0,01	-0,35					-0,01	-0,38	-0,01	-0,37					0,00	0,15	0,01	0,23
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							0,07	0,06							0,03	0,03							0,29	0,25
Q de Tobin	-0,25	-0,98	-0,21	-0,83	-0,29	-0,82	-0,27	-0,76	-0,25	-0,98	-0,20	-0,83	-0,27	-0,82	-0,26	-0,77	-0,25	-1,00	-0,21	-0,87	-0,29	-0,89	-0,29	-0,84
Indústria Manufatureira	0,34	0,70	0,53	1,06	0,97	1,34	0,91	1,07	0,31	0,63	0,51	1,03	0,96	1,34	0,92	1,08	0,27	0,55	0,47	0,95	1,03	1,41	0,96	1,12
Idade	0,02	2,88	0,02	2,90	0,02	1,92	0,02	1,21	0,02	2,70	0,02	2,71	0,02	1,87	0,02	1,25	0,02	2,56	0,02	2,54	0,02	1,52	0,01	0,87
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,09	0,80	0,10	0,80	0,18	0,96	0,21	1,00	0,10	0,83	0,10	0,84	0,17	0,93	0,20	0,97	0,13	1,02	0,13	1,02	0,17	0,98	0,20	1,01
Investidores Institucionais	-0,13	-0,21	-0,11	-0,15	-0,67	-0,58	-0,91	-0,72	-0,10	-0,15	-0,07	-0,11	-0,64	-0,55	-0,82	-0,67	-0,26	-0,43	-0,27	-0,41	-0,75	-0,63	-1,05	-0,84
Alavancagem Financeira	-3,02	-1,40	-2,79	-1,28	-4,42	-1,16	-4,51	-1,12	-3,05	-1,45	-2,85	-1,32	-4,36	-1,14	-4,47	-1,09	-3,19	-1,45	-2,95	-1,31	-4,23	-1,19	-4,20	-1,13
Folga Financeira	-0,16	-2,27	-0,16	-2,24	-0,10	-1,06	-0,09	-0,78	-0,17	-2,44	-0,17	-2,33	-0,11	-1,19	-0,09	-0,96	-0,15	-2,18	-0,16	-2,14	-0,09	-0,87	-0,07	-0,59
LN(CAPEX)	0,00	0,18	0,00	-0,03	-0,03	-0,63	-0,04	-0,79	0,01	0,27	0,00	0,05	-0,02	-0,56	-0,04	-0,72	0,00	0,18	0,00	-0,06	-0,02	-0,56	-0,03	-0,61
Novo Mercado e Nível 2	0,63	1,15	0,53	0,95	0,58	0,81	0,65	0,78	0,58	1,01	0,48	0,83	0,59	0,90	0,67	0,88	0,35	0,58	0,25	0,40	0,40	0,52	0,40	0,40
Adquirente Serial	-0,58	-1,04	-0,48	-0,83	-0,68	-0,91	-0,78	-0,82	-0,60	-1,13	-0,51	-0,91	-0,71	-0,96	-0,79	-0,88	-0,67	-1,14	-0,58	-0,93	-0,81	-0,92	-1,00	-0,86
Aquisição Internacional	-1,01	-2,06	-1,02	-2,10	-1,42	-2,15	-1,36	-1,84	-1,04	-2,12	-1,05	-2,16	-1,42	-2,11	-1,37	-1,83	-1,05	-2,17	-1,07	-2,22	-1,52	-2,22	-1,45	-1,99
_cons	-1,50	-0,60	-1,66	-0,63	-1,15	-0,27	-1,05	-0,24	-1,53	-0,61	-1,68	-0,62	-1,16	-0,26	-1,03	-0,22	-1,25	-0,50	-1,31	-0,48	-0,79	-0,18	-0,53	-0,11
N	226		222		160		150		226		222		160		150		226		222		160		150	
F	1,89		1,84		2,71		2,38		1,92		1,85		2,71		2,35		1,92		1,84		2,70		2,37	
R^2	0,09		0,09		0,15		0,15		0,09		0,09		0,15		0,15		0,09		0,10		0,15		0,15	

Os coeficientes angulares das regressões e o valor do t de student estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por Hubber-White Sandwich; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de missing values (dados faltantes); CAR: cumulative abnormal return, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao benchmark de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 88 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_3_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12		Modelo 13	
Variáveis	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t
Empresas Familiares	0,28	0,48	0,31	0,41	-0,49	-0,39	-0,11	-0,12	0,11	0,19	0,29	0,38	-0,46	-0,36	-0,12	-0,13	0,01	0,02	0,35	0,46	-0,38	-0,30	-0,07	-0,08	-0,16	-0,18
Stake Controladores																									-0,02	-0,75
Propriedade Concentrada>50%	-1,28	-2,15	-1,54	-2,27	-0,76	-0,91	-0,97	-1,34																		
Propriedade Concentrada>20%									-0,15	-0,19	0,16	0,15	-0,05	-0,04	-0,30	-0,22										
Propriedade Concentrada>10%																	-9,98	-1,34	-10,48	-1,42	-11,51	-1,56	-12,42	-1,73		
Poder_Controladores_Conselho			1,48	1,43	0,82	0,54	-0,30	-0,21			1,18	1,11	0,73	0,46	-0,48	-0,32			1,71	1,73	1,51	1,07	0,37	0,28	-0,51	-0,34
Índice_*Stake* _Controladores/*Block holders*					0,04	1,26	0,05	1,39					0,04	1,07	0,04	1,18					0,04	1,10	0,04	1,24	0,06	1,49
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							3,88	2,57							3,66	2,24							4,25	2,77	3,90	2,44
Q de Tobin	-0,06	-0,23	0,10	0,39	-0,17	-0,51	-0,34	-1,04	-0,13	-0,53	-0,04	-0,17	-0,24	-0,67	-0,42	-1,18	-0,10	-0,39	0,02	0,07	-0,23	-0,69	-0,44	-1,35	-0,40	-1,18
Indústria Manufatureira	-0,15	-0,26	-0,31	-0,50	0,16	0,16	-0,32	-0,35	-0,19	-0,34	-0,25	-0,40	0,13	0,13	-0,26	-0,28	-0,31	-0,54	-0,42	-0,67	-0,29	-0,28	-0,98	-0,95	-0,26	-0,29
Idade	0,00	-0,13	0,00	0,03	0,01	0,93	0,02	1,64	0,00	-0,68	0,00	-0,54	0,01	0,91	0,02	1,72	0,00	-0,61	0,00	-0,36	0,02	1,26	0,03	2,14	0,02	1,56
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,30	2,14	0,28	1,95	0,55	2,14	0,53	1,98	0,27	1,85	0,22	1,38	0,57	2,04	0,55	1,89	0,28	1,94	0,24	1,64	0,73	2,65	0,73	2,52	0,54	2,02
Investidores Institucionais	-1,87	-2,55	-1,64	-2,09	-1,99	-1,62	-3,44	-2,69	-1,55	-2,07	-1,21	-1,49	-2,02	-1,60	-3,40	-2,45	-1,76	-2,42	-1,42	-1,82	-2,01	-1,64	-3,69	-2,79	-3,73	-2,69
Alavancagem Financeira	-3,07	-1,30	-3,67	-1,45	-5,25	-1,19	-2,42	-0,52	-2,70	-1,17	-3,56	-1,47	-5,13	-1,19	-2,20	-0,50	-2,97	-1,37	-3,75	-1,61	-5,86	-1,56	-2,64	-0,71	-2,20	-0,49
Folga Financeira	-0,30	-2,54	-0,22	-2,06	-0,14	-1,20	-0,24	-2,02	-0,29	-2,22	-0,21	-1,89	-0,13	-1,15	-0,22	-1,87	-0,28	-2,16	-0,18	-1,59	-0,09	-0,74	-0,19	-1,50	-0,20	-1,64
LN(CAPEX)	-0,06	-1,38	-0,02	-0,69	-0,08	-1,41	-0,10	-1,88	-0,05	-1,13	-0,01	-0,33	-0,07	-1,21	-0,09	-1,60	-0,05	-1,19	-0,01	-0,32	-0,07	-1,29	-0,08	-1,39	-0,10	-1,69
Novo Mercado e Nível 2	0,54	0,94	0,34	0,46	1,80	1,58	1,80	1,92	0,95	1,64	0,96	1,41	2,10	2,03	2,21	2,37	0,82	1,43	0,71	1,07	1,81	1,72	1,94	2,06	1,97	2,01
Adquirente Serial	-0,13	-0,18	-0,40	-0,53	-0,24	-0,24	-0,10	-0,10	-0,05	-0,07	-0,37	-0,47	-0,31	-0,30	-0,13	-0,12	0,27	0,41	-0,06	-0,08	0,29	0,31	0,45	0,52	-0,18	-0,17
Aquisição Internacional	-1,18	-2,00	-1,03	-1,62	-2,31	-2,62	-2,56	-3,08	-0,97	-1,67	-0,80	-1,27	-2,17	-2,53	-2,44	-2,93	-1,11	-1,85	-0,94	-1,47	-2,65	-2,98	-2,86	-3,37	-2,50	-3,02
_cons	-0,60	-0,25	-1,17	-0,45	-4,59	-0,86	-4,99	-0,94	-1,17	-0,48	-1,72	-0,65	-5,30	-1,02	-5,83	-1,15	8,71	1,10	8,23	1,05	3,08	0,37	2,86	0,35	-4,65	-0,80
N	355		290		187		175		355		290		187		175		355		290		187		175		175	
F	1,94		1,83		2,04		2,30		1,56		1,40		2,00		2,24		1,69		1,58		2,23		2,47		2,23	
R^2	0,06		0,07		0,11		0,15		0,04		0,05		0,11		0,15		0,08		0,10		0,18		0,25		0,15	

Os coeficientes angulares das regressões e o valor do t de student estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por Hubber-White Sandwich; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de missing values (dados faltantes); CAR: cumulative abnormal return, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao benchmark de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 89 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_3_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12		Modelo 13	
Variáveis	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t
1ª e 2ª Geração Familiar	0,19	0,17	0,34	0,29	-0,11	-0,07	0,81	0,49	0,27	0,25	0,44	0,39	0,00	0,00	0,94	0,60	0,20	0,18	0,34	0,30	-0,27	-0,19	0,41	0,26	0,81	0,49
Família na Administração	1,44	2,27	1,63	2,50	2,03	2,03	1,57	1,51	1,74	2,79	1,95	3,01	2,11	2,14	1,58	1,59	1,69	2,79	1,92	3,05	2,09	2,31	1,65	1,79	1,55	1,52
Stake Controladores																									-0,01	-0,34
Propriedade Concentrada>50%	-0,92	-1,28	-0,96	-1,33	-0,79	-0,94	-0,53	-0,47																		
Propriedade Concentrada>20%									0,65	0,54	0,70	0,57	0,16	0,12	0,13	0,10										
Propriedade Concentrada>10%																	-10,33	-1,42	-11,31	-1,58	-12,26	-1,76	-12,30	-1,74		
Poder_Controladores_Conselho			1,40	1,13	0,44	0,27	-0,24	-0,15			1,34	1,07	0,51	0,30	-0,22	-0,13			2,16	1,78	1,42	0,96	0,79	0,54	-0,32	-0,18
Índice_*Stake* _Controladores/*Block holders*					0,04	1,24	0,05	1,29					0,04	1,02	0,04	1,15					0,04	1,04	0,05	1,27	0,05	1,17
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							3,31	1,70							2,84	1,58							3,67	1,99	3,21	1,60
Q de Tobin	-0,05	-0,15	0,12	0,41	-0,20	-0,51	-0,54	-1,41	-0,10	-0,34	0,06	0,23	-0,23	-0,56	-0,54	-1,34	-0,03	-0,10	0,14	0,51	-0,19	-0,51	-0,51	-1,45	-0,56	-1,36
Indústria Manufatureira	-0,05	-0,07	0,09	0,11	0,95	0,80	1,05	0,76	-0,03	-0,04	0,12	0,15	0,99	0,80	1,18	0,86	-0,20	-0,26	-0,16	-0,21	0,31	0,26	0,04	0,03	1,09	0,80
Idade	0,01	0,85	0,01	0,78	0,02	0,91	0,02	1,03	0,01	0,80	0,01	0,72	0,02	0,92	0,03	1,26	0,01	1,09	0,01	1,05	0,02	1,49	0,03	1,68	0,02	1,05
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,27	1,45	0,30	1,60	0,54	1,92	0,45	1,57	0,21	1,06	0,24	1,17	0,54	1,80	0,44	1,45	0,27	1,43	0,30	1,62	0,73	2,57	0,64	2,16	0,46	1,64
Investidores Institucionais	-1,76	-2,12	-1,37	-1,61	-0,83	-0,50	-1,67	-0,90	-1,36	-1,66	-0,95	-1,11	-0,70	-0,41	-1,33	-0,72	-1,74	-2,19	-1,24	-1,50	-0,85	-0,52	-2,14	-1,16	-1,77	-0,85
Alavancagem Financeira	-1,85	-0,66	-2,49	-0,87	-5,94	-1,28	-3,69	-0,76	-1,74	-0,66	-2,44	-0,90	-5,89	-1,29	-3,82	-0,79	-1,85	-0,78	-2,68	-1,09	-6,39	-1,75	-3,61	-0,95	-3,58	-0,78
Folga Financeira	-0,20	-1,58	-0,12	-0,96	-0,02	-0,11	-0,13	-0,88	-0,19	-1,47	-0,12	-0,93	0,00	-0,03	-0,13	-0,84	-0,18	-1,36	-0,07	-0,54	0,04	0,27	-0,08	-0,50	-0,11	-0,66
LN(CAPEX)	-0,02	-0,60	-0,02	-0,48	-0,11	-1,68	-0,12	-1,73	-0,01	-0,34	-0,01	-0,22	-0,10	-1,48	-0,11	-1,63	-0,02	-0,42	-0,01	-0,20	-0,10	-1,60	-0,10	-1,45	-0,11	-1,67
Novo Mercado e Nível 2	0,43	0,48	0,27	0,30	0,91	0,78	1,77	1,34	0,84	0,94	0,70	0,78	1,28	1,21	2,03	1,86	0,61	0,69	0,44	0,50	0,88	0,81	1,72	1,55	1,89	1,51
Adquirente Serial	-0,42	-0,54	-0,42	-0,52	-0,07	-0,07	-0,19	-0,14	-0,34	-0,40	-0,34	-0,39	-0,12	-0,11	-0,07	-0,05	-0,01	-0,01	0,03	0,04	0,68	0,73	0,54	0,53	-0,18	-0,13
Aquisição Internacional	-1,52	-2,26	-1,50	-2,23	-2,53	-2,88	-2,48	-2,79	-1,41	-2,11	-1,39	-2,08	-2,35	-2,73	-2,45	-2,78	-1,61	-2,35	-1,58	-2,33	-2,99	-3,41	-2,89	-3,22	-2,48	-2,80
_cons	-1,95	-0,46	-3,60	-0,83	-5,86	-0,82	-6,59	-0,87	-3,05	-0,76	-4,75	-1,16	-6,97	-1,07	-7,36	-1,16	7,02	0,83	5,74	0,70	2,14	0,24	1,69	0,19	-6,56	-0,82
N	226		222		160		150		226		222		160		150		226		222		160		150		150	
F	1,71		1,73		1,86		1,98		1,54		1,56		1,79		1,97		1,66		1,76		2,21		2,28		1,96	
R^2	0,09		0,11		0,16		0,18		0,09		0,10		0,15		0,18		0,15		0,17		0,25		0,28		0,18	

Os coeficientes angulares das regressões e o valor do t de student estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por Hubber-White Sandwich; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de missing values (dados faltantes); CAR: cumulative abnormal return, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao benchmark de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 90 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_3_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseados em ranqueamento da amostra - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
Variáveis	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t
Empresas Familiares	0,07	0,13	0,30	0,39	-0,41	-0,32	-0,04	-0,04	0,10	0,18	0,35	0,46	-0,36	-0,28	0,04	0,04	0,19	0,34	0,33	0,43	-0,46	-0,37	-0,03	-0,03
Stake Controladores																								
Propriedade Concentrada_Alta																	-0,85	-1,09	-0,74	-0,82	-0,88	-0,61	-0,84	-0,56
Propriedade Concentrada_Média									-0,02	-0,03	0,37	0,65	0,31	0,35	0,24	0,27								
Propriedade Concentrada_Baixa	0,48	0,67	-0,08	-0,10	-0,14	-0,13	-0,07	-0,07																
Poder_Controladores_Conselho			1,17	1,12	0,75	0,46	-0,46	-0,29			1,12	1,10	0,75	0,48	-0,45	-0,30			1,01	0,94	0,68	0,44	-0,53	-0,36
Índice_*Stake* _Controladores/*Block holders*					0,03	1,02	0,04	1,12					0,04	1,09	0,04	1,15					0,05	1,25	0,05	1,30
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							3,54	2,33							3,54	2,40							3,68	2,48
Q de Tobin	-0,12	-0,48	-0,04	-0,16	-0,23	-0,63	-0,41	-1,11	-0,13	-0,54	-0,04	-0,16	-0,22	-0,62	-0,40	-1,13	-0,15	-0,59	-0,05	-0,18	-0,24	-0,68	-0,42	-1,21
Indústria Manufatureira	-0,19	-0,34	-0,23	-0,39	0,12	0,12	-0,27	-0,29	-0,21	-0,38	-0,29	-0,48	0,12	0,12	-0,26	-0,27	-0,29	-0,50	-0,31	-0,48	0,15	0,15	-0,25	-0,27
Idade	0,00	-0,55	0,00	-0,51	0,01	0,86	0,02	1,64	0,00	-0,68	0,00	-0,58	0,01	0,82	0,02	1,59	0,00	-0,76	0,00	-0,52	0,01	0,85	0,02	1,53
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,27	1,92	0,22	1,52	0,56	2,10	0,52	1,90	0,26	1,86	0,23	1,57	0,56	2,11	0,51	1,92	0,29	2,01	0,25	1,68	0,57	2,19	0,53	2,01
Investidores Institucionais	-1,66	-2,18	-1,22	-1,44	-1,98	-1,52	-3,30	-2,28	-1,53	-2,02	-1,22	-1,51	-1,97	-1,55	-3,27	-2,36	-1,70	-2,32	-1,42	-1,79	-2,12	-1,71	-3,46	-2,61
Alavancagem Financeira	-2,77	-1,17	-3,51	-1,40	-5,10	-1,13	-2,26	-0,48	-2,71	-1,16	-3,67	-1,44	-4,99	-1,09	-2,18	-0,46	-2,94	-1,22	-3,70	-1,41	-4,95	-1,13	-2,10	-0,46
Folga Financeira	-0,27	-2,16	-0,21	-1,93	-0,14	-1,26	-0,23	-2,02	-0,29	-2,27	-0,22	-1,96	-0,14	-1,28	-0,23	-2,04	-0,28	-2,33	-0,21	-1,89	-0,13	-1,10	-0,22	-1,85
LN(CAPEX)	-0,05	-1,15	-0,01	-0,34	-0,07	-1,16	-0,09	-1,55	-0,05	-1,11	-0,01	-0,33	-0,06	-1,11	-0,08	-1,45	-0,05	-1,21	-0,02	-0,47	-0,07	-1,25	-0,08	-1,54
Novo Mercado e Nível 2	0,86	1,44	0,96	1,36	2,12	2,00	2,22	2,35	0,97	1,68	0,87	1,29	2,10	2,04	2,20	2,38	0,70	1,15	0,67	0,91	1,97	1,87	2,07	2,12
Adquirente Serial	-0,04	-0,06	-0,39	-0,51	-0,32	-0,32	-0,09	-0,09	-0,03	-0,05	-0,45	-0,58	-0,38	-0,36	-0,14	-0,14	-0,17	-0,24	-0,51	-0,63	-0,42	-0,40	-0,23	-0,21
Aquisição Internacional	-0,94	-1,59	-0,80	-1,26	-2,16	-2,51	-2,44	-2,88	-0,98	-1,66	-0,81	-1,28	-2,19	-2,48	-2,47	-2,83	-0,98	-1,66	-0,79	-1,26	-2,25	-2,52	-2,51	-2,93
_cons	-1,32	-0,55	-1,67	-0,65	-5,28	-0,99	-5,68	-1,10	-1,20	-0,49	-1,77	-0,67	-5,49	-1,01	-5,84	-1,09	-0,90	-0,37	-1,35	-0,51	-5,04	-0,95	-5,55	-1,07
N	355		290		187		175		355		290		187		175		355		290		187		175	
F	1,57		1,40		2,00		2,26		1,57		1,44		2,01		2,30		1,67		1,44		1,97		2,25	
R^2	0,04		0,05		0,11		0,15		0,04		0,05		0,11		0,15		0,05		0,05		0,11		0,15	

Os coeficientes angulares das regressões e o valor do t de student estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por Hubber-White Sandwich; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de missing values (dados faltantes); CAR: cumulative abnormal return, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao benchmark de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 91 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_3_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em ranqueamento da amostra - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
Variáveis	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t
1ª e 2ª Geração Familiar	0,24	0,21	0,42	0,37	-0,02	-0,01	0,89	0,56	0,16	0,14	0,35	0,30	-0,01	-0,01	0,94	0,59	-0,04	-0,04	0,23	0,20	-0,23	-0,16	0,72	0,46
Família na Administração	1,66	2,64	1,86	2,88	2,10	2,05	1,58	1,47	1,69	2,72	1,89	2,93	2,07	2,09	1,57	1,53	1,75	2,76	1,91	2,92	2,42	2,19	1,96	1,65
Propriedade Concentrada_Alta																	-1,08	-1,01	-0,77	-0,67	-2,22	-1,08	-2,50	-1,11
Propriedade Concentrada_Média									0,27	0,40	0,27	0,41	-0,02	-0,02	0,20	0,21								
Propriedade Concentrada_Baixa	0,17	0,20	0,01	0,02	0,43	0,43	0,21	0,18																
Poder_Controladores_Conselho			1,30	1,06	0,42	0,25	-0,27	-0,16			1,24	1,03	0,49	0,30	-0,24	-0,15			1,12	0,87	0,18	0,11	-0,58	-0,36
Índice_*Stake* _Controladores/*Block holders*					0,04	1,09	0,04	1,17					0,04	1,00	0,04	1,15					0,07	1,40	0,08	1,51
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							2,93	1,67							2,88	1,70							3,44	1,94
Q de Tobin	-0,10	-0,33	0,06	0,19	-0,27	-0,62	-0,56	-1,32	-0,09	-0,31	0,07	0,23	-0,23	-0,56	-0,54	-1,35	-0,09	-0,30	0,06	0,20	-0,25	-0,62	-0,61	-1,50
Indústria Manufatureira	0,05	0,07	0,19	0,25	1,04	0,87	1,16	0,85	0,01	0,01	0,16	0,21	1,00	0,83	1,19	0,87	-0,05	-0,06	0,13	0,17	1,16	0,97	1,26	0,93
Idade	0,01	0,86	0,01	0,77	0,02	0,98	0,03	1,23	0,01	0,75	0,01	0,68	0,02	0,93	0,02	1,23	0,01	0,68	0,01	0,65	0,01	0,70	0,02	0,90
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,25	1,34	0,28	1,48	0,57	2,02	0,47	1,61	0,25	1,35	0,28	1,53	0,56	1,98	0,45	1,58	0,30	1,54	0,32	1,61	0,56	2,09	0,45	1,69
Investidores Institucionais	-1,51	-1,78	-1,08	-1,21	-0,83	-0,49	-1,47	-0,76	-1,43	-1,70	-1,06	-1,22	-0,72	-0,42	-1,31	-0,70	-1,66	-2,05	-1,26	-1,48	-0,93	-0,57	-1,84	-1,04
Alavancagem Financeira	-1,64	-0,59	-2,29	-0,82	-5,99	-1,26	-3,81	-0,75	-1,67	-0,62	-2,35	-0,84	-5,88	-1,22	-3,70	-0,71	-1,88	-0,67	-2,45	-0,85	-5,50	-1,21	-3,17	-0,65
Folga Financeira	-0,17	-1,35	-0,10	-0,84	0,01	0,09	-0,12	-0,74	-0,19	-1,43	-0,11	-0,87	0,00	-0,02	-0,13	-0,86	-0,16	-1,29	-0,10	-0,78	0,04	0,28	-0,07	-0,43
LN(CAPEX)	-0,02	-0,44	-0,01	-0,30	-0,11	-1,57	-0,12	-1,65	-0,01	-0,36	-0,01	-0,26	-0,10	-1,48	-0,11	-1,54	-0,02	-0,43	-0,01	-0,33	-0,09	-1,46	-0,09	-1,43
Novo Mercado e Nível 2	0,80	0,91	0,68	0,77	1,21	1,09	2,01	1,76	0,76	0,84	0,62	0,68	1,29	1,21	2,02	1,86	0,41	0,44	0,39	0,42	0,84	0,73	1,45	1,15
Adquirente Serial	-0,43	-0,56	-0,43	-0,54	-0,09	-0,09	-0,09	-0,07	-0,47	-0,61	-0,47	-0,58	-0,13	-0,12	-0,13	-0,10	-0,57	-0,69	-0,53	-0,61	-0,40	-0,34	-0,56	-0,39
Aquisição Internacional	-1,40	-2,07	-1,38	-2,05	-2,38	-2,71	-2,45	-2,69	-1,43	-2,11	-1,41	-2,08	-2,36	-2,63	-2,48	-2,66	-1,46	-2,14	-1,42	-2,11	-2,60	-2,76	-2,64	-2,80
_cons	-3,01	-0,75	-4,65	-1,16	-7,16	-1,09	-7,48	-1,16	-3,00	-0,74	-4,70	-1,15	-7,04	-1,04	-7,49	-1,13	-2,61	-0,64	-4,32	-1,04	-6,29	-0,96	-6,39	-0,97
N	226		222		160		150		226		222		160		150		226		222		160		150	
F	1,53		1,56		1,78		1,98		1,55		1,59		1,79		2,01		1,63		1,63		1,77		1,97	
R^2	0,09		0,10		0,16		0,18		0,09		0,10		0,15		0,18		0,09		0,10		0,16		0,18	

Os coeficientes angulares das regressões e o valor do t de student estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por Hubber-White Sandwich; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de missing values (dados faltantes); CAR: cumulative abnormal return, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao benchmark de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 92 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_11_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12		Modelo 13	
Variáveis	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t
Empresas Familiares	0,01	0,01	1,05	0,98	0,08	0,04	1,53	0,99	-0,19	-0,21	1,00	0,93	-0,17	-0,09	1,29	0,79	-0,32	-0,37	1,09	1,02	0,26	0,13	1,64	1,02	1,31	0,83
Stake Controladores																									-0,06	-1,52
Propriedade Concentrada>50%	-1,71	-1,69	-1,94	-1,73	-2,25	-1,47	-2,49	-1,62																		
Propriedade Concentrada>20%									-0,98	-0,75	-1,66	-0,99	-2,34	-1,21	-1,76	-0,88										
Propriedade Concentrada>10%																	-10,74	-1,13	-11,53	-1,20	-11,17	-1,11	-10,92	-1,05		
Poder_Controladores_Conselho			3,59	2,51	4,03	1,84	3,24	1,52			3,02	2,10	3,64	1,65	2,75	1,28			3,79	2,75	4,51	2,18	3,56	1,77	2,68	1,26
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*					0,06	1,02	0,04	0,73					0,04	0,77	0,02	0,43					0,04	0,71	0,02	0,41	0,08	1,20
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							-0,44	-0,21							-0,62	-0,28							-0,67	-0,29	-0,10	-0,05
Q de Tobin	0,30	0,68	0,40	0,87	0,38	0,64	0,45	0,75	0,23	0,54	0,24	0,54	0,18	0,30	0,22	0,37	0,23	0,54	0,28	0,63	0,19	0,33	0,24	0,40	0,30	0,51
Indústria Manufatureira	-1,00	-1,26	-0,47	-0,54	0,69	0,49	0,83	0,62	-0,95	-1,15	-0,15	-0,16	0,88	0,61	1,02	0,73	-1,19	-1,47	-0,58	-0,66	0,19	0,13	0,32	0,21	0,98	0,72
Idade	0,00	0,47	0,00	0,38	0,01	0,61	0,03	1,58	0,00	0,14	0,00	0,12	0,02	0,73	0,04	1,71	0,00	0,06	0,00	0,05	0,02	0,74	0,04	1,83	0,03	1,46
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,15	0,66	0,18	0,79	-0,05	-0,12	-0,24	-0,57	0,14	0,59	0,21	0,82	0,19	0,44	-0,08	-0,17	0,11	0,50	0,13	0,57	0,15	0,36	-0,06	-0,15	-0,18	-0,44
Investidores Institucionais	-1,14	-1,02	-0,32	-0,27	1,59	0,81	2,18	1,01	-0,80	-0,76	-0,09	-0,08	1,40	0,71	2,08	0,94	-0,93	-0,91	-0,01	-0,01	1,54	0,79	2,16	0,98	1,10	0,50
Alavancagem Financeira	-3,11	-0,99	-3,85	-1,14	-5,01	-0,90	-4,20	-0,71	-2,57	-0,82	-3,01	-0,94	-4,40	-0,81	-3,36	-0,60	-2,92	-0,98	-3,90	-1,24	-5,37	-1,04	-4,15	-0,79	-3,59	-0,63
Folga Financeira	-0,05	-0,23	0,19	1,06	0,26	1,50	0,17	1,09	-0,01	-0,06	0,23	1,14	0,34	1,75	0,23	1,32	-0,02	-0,11	0,23	1,24	0,32	1,79	0,22	1,39	0,30	1,62
LN(CAPEX)	-0,08	-1,09	-0,03	-0,52	-0,10	-1,17	-0,17	-1,98	-0,06	-0,95	-0,02	-0,39	-0,09	-1,09	-0,15	-1,75	-0,06	-0,93	-0,01	-0,24	-0,07	-0,86	-0,12	-1,54	-0,16	-1,85
Novo Mercado e Nível 2	-1,96	-2,07	-1,74	-1,57	-0,18	-0,11	-1,45	-0,93	-1,50	-1,71	-1,10	-1,13	0,63	0,42	-0,40	-0,29	-1,55	-1,79	-1,22	-1,27	0,42	0,27	-0,63	-0,45	-1,23	-0,79
Adquirente Serial	-0,89	-0,90	-1,44	-1,39	-1,91	-1,38	-1,17	-0,87	-0,89	-0,86	-1,63	-1,49	-2,26	-1,62	-1,37	-0,96	-0,45	-0,47	-1,06	-1,08	-1,52	-1,15	-0,65	-0,54	-1,45	-1,02
Aquisição Internacional	0,05	0,06	0,27	0,31	0,56	0,41	-0,38	-0,28	0,37	0,43	0,59	0,67	0,87	0,68	-0,05	-0,04	0,19	0,22	0,40	0,45	0,51	0,37	-0,43	-0,31	-0,26	-0,20
_cons	3,12	0,76	-1,39	-0,34	0,31	0,04	2,72	0,34	2,55	0,62	-1,86	-0,44	-2,52	-0,33	0,15	0,02	12,99	1,24	8,87	0,85	6,38	0,54	8,44	0,71	4,48	0,54
N	355		290		187		175		355		290		187		175		355		290		187		175		175	
F	0,87		0,96		1,13		1,36		0,71		0,84		1,10		1,26		0,79		0,95		1,20		1,38		1,23	
R^2	0,04		0,05		0,07		0,09		0,03		0,04		0,07		0,08		0,04		0,06		0,09		0,11		0,09	

Os coeficientes angulares das regressões e o valor do t de student estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por Hubber-White Sandwich; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de missing values (dados faltantes); CAR: cumulative abnormal return, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao benchmark de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 93 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_11_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12		Modelo 13	
Variáveis	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t
1ª e 2ª Geração Familiar	-0,62	-0,40	-1,07	-0,66	-2,06	-1,01	-0,03	-0,01	-0,64	-0,42	-0,98	-0,62	-1,92	-0,97	0,09	0,04	-0,57	-0,38	-0,99	-0,63	-1,99	-1,02	-0,17	-0,08	-0,26	-0,11
Família na Administração	0,46	0,46	0,45	0,44	1,55	1,12	0,82	0,58	0,65	0,67	0,69	0,69	1,26	0,89	0,52	0,36	0,89	0,98	0,99	1,08	1,73	1,34	0,88	0,66	0,75	0,54
Stake Controladores																									-0,05	-0,97
Propriedade Concentrada>50%	-1,66	-1,30	-1,96	-1,53	-2,70	-1,65	-1,55	-0,75																		
Propriedade Concentrada>20%									-1,77	-0,92	-1,77	-0,90	-2,44	-1,13	-1,67	-0,76										
Propriedade Concentrada>10%																	-10,48	-1,07	-12,52	-1,31	-12,81	-1,33	-11,13	-1,04		
Poder_Controladores_Conselho			3,98	2,39	4,23	1,88	3,59	1,60			3,68	2,22	4,08	1,74	3,37	1,45			4,74	2,87	5,39	2,52	4,51	2,16	3,23	1,39
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*					0,07	1,22	0,04	0,73					0,05	0,87	0,03	0,57					0,05	0,82	0,04	0,59	0,08	1,06
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							-2,08	-0,77							-2,81	-1,07							-2,61	-0,90	-1,79	-0,64
Q de Tobin	0,27	0,53	0,32	0,59	0,36	0,51	0,12	0,16	0,18	0,35	0,17	0,32	0,17	0,24	0,03	0,04	0,25	0,48	0,29	0,54	0,29	0,41	0,12	0,17	0,02	0,02
Indústria Manufatureira	-0,96	-0,96	-1,46	-1,38	0,01	0,01	1,77	0,99	-0,60	-0,58	-1,07	-0,98	0,39	0,26	2,14	1,20	-1,04	-1,02	-1,64	-1,52	-0,55	-0,38	1,12	0,60	1,75	1,01
Idade	0,02	1,21	0,02	1,24	0,02	0,99	0,05	1,57	0,02	1,31	0,03	1,36	0,03	1,31	0,06	2,03	0,03	1,38	0,03	1,46	0,03	1,46	0,06	2,21	0,05	1,54
Tamanho_LN(Ativo Total)	-0,09	-0,33	-0,14	-0,48	-0,25	-0,55	-0,33	-0,76	-0,03	-0,10	-0,07	-0,21	0,08	0,15	-0,13	-0,25	-0,11	-0,38	-0,15	-0,52	-0,01	-0,02	-0,14	-0,32	-0,29	-0,65
Investidores Institucionais	-1,50	-1,13	-1,07	-0,81	1,11	0,44	3,82	1,29	-1,23	-1,00	-0,76	-0,61	1,16	0,47	4,15	1,50	-1,24	-1,07	-0,64	-0,54	1,37	0,56	3,99	1,44	2,84	0,91
Alavancagem Financeira	-0,81	-0,22	-1,07	-0,28	-3,74	-0,62	-5,19	-0,81	-0,08	-0,02	-0,29	-0,08	-3,18	-0,55	-4,96	-0,80	-0,63	-0,19	-1,10	-0,31	-4,05	-0,78	-5,30	-0,96	-4,52	-0,75
Folga Financeira	0,09	0,53	0,24	1,39	0,35	1,98	0,24	1,29	0,16	0,85	0,30	1,61	0,43	2,22	0,28	1,41	0,12	0,67	0,30	1,69	0,44	2,38	0,29	1,53	0,33	1,48
LN(CAPEX)	-0,08	-1,26	-0,06	-0,93	-0,18	-2,00	-0,20	-2,06	-0,07	-1,16	-0,05	-0,80	-0,16	-1,89	-0,20	-2,04	-0,07	-1,07	-0,04	-0,61	-0,14	-1,77	-0,18	-1,85	-0,20	-2,00
Novo Mercado e Nível 2	-1,68	-1,29	-1,73	-1,34	-0,72	-0,42	-0,46	-0,23	-1,00	-0,81	-0,92	-0,75	0,61	0,39	0,37	0,23	-1,19	-0,98	-1,15	-0,96	0,15	0,10	0,02	0,01	-0,38	-0,21
Adquirente Serial	-1,37	-1,30	-1,46	-1,34	-1,73	-1,17	-0,88	-0,48	-1,67	-1,40	-1,73	-1,44	-2,11	-1,38	-0,84	-0,47	-0,96	-0,98	-0,98	-0,99	-1,09	-0,80	-0,02	-0,02	-0,99	-0,54
Aquisição Internacional	-0,12	-0,12	-0,11	-0,10	-0,31	-0,22	-1,03	-0,71	0,11	0,11	0,16	0,17	0,01	0,01	-1,02	-0,71	-0,13	-0,12	-0,09	-0,09	-0,40	-0,29	-1,34	-0,90	-1,05	-0,73
_cons	6,12	1,01	4,97	0,78	5,54	0,56	3,44	0,34	4,66	0,79	3,07	0,50	0,16	0,02	0,10	0,01	14,43	1,26	14,32	1,28	11,06	0,88	9,23	0,70	5,02	0,47
N	226		222		160		150		226		222		160		150		226		222		160		150		150	
F	0,81		1,14		1,51		1,43		0,73		1,08		1,42		1,35		0,78		1,23		1,54		1,51		1,29	
R^2	0,05		0,07		0,11		0,11		0,05		0,07		0,11		0,11		0,07		0,10		0,14		0,14		0,12	

Os coeficientes angulares das regressões e o valor do t de student estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por Hubber-White Sandwich; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de missing values (dados faltantes); CAR: cumulative abnormal return, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao benchmark de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 94 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_11_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em ranqueamento da amostra - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
Variáveis	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t
Empresas Familiares	-0,30	-0,34	0,83	0,78	-0,50	-0,25	1,00	0,58	-0,25	-0,28	0,91	0,84	-0,18	-0,09	1,20	0,68	-0,04	-0,04	1,08	1,01	0,16	0,09	1,70	1,06
Stake Controladores																								
Propriedade Concentrada_Alta																	-1,80	-1,56	-0,96	-0,76	-2,16	-1,08	-1,54	-0,75
Propriedade Concentrada_Média									-0,14	-0,17	-0,60	-0,67	-1,20	-0,87	-1,08	-0,76								
Propriedade Concentrada_Baixa	1,18	1,08	1,58	1,25	2,17	1,41	1,72	1,10																
Poder_Controladores_Conselho			3,06	2,18	3,47	1,57	2,60	1,22			3,27	2,32	3,67	1,66	2,76	1,29			2,99	2,05	3,62	1,68	2,71	1,29
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*					0,05	0,97	0,03	0,62					0,03	0,51	0,01	0,22					0,07	1,14	0,04	0,73
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							-0,97	-0,43							-1,26	-0,56							-1,05	-0,46
Q de Tobin	0,23	0,54	0,21	0,48	0,09	0,15	0,17	0,28	0,20	0,45	0,22	0,50	0,13	0,23	0,21	0,36	0,16	0,35	0,21	0,46	0,18	0,31	0,25	0,41
Indústria Manufatureira	-1,03	-1,29	-0,27	-0,31	0,72	0,52	0,86	0,63	-1,07	-1,31	-0,26	-0,30	0,63	0,45	0,85	0,62	-1,26	-1,51	-0,47	-0,52	0,66	0,47	1,00	0,73
Idade	0,00	0,24	0,00	0,18	0,02	0,68	0,04	1,66	0,00	0,03	0,00	0,04	0,01	0,61	0,04	1,65	0,00	-0,09	0,00	-0,08	0,01	0,45	0,03	1,44
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,12	0,54	0,17	0,72	0,07	0,17	-0,15	-0,35	0,10	0,43	0,12	0,51	0,03	0,07	-0,19	-0,45	0,15	0,65	0,15	0,63	-0,01	-0,02	-0,24	-0,58
Investidores Institucionais	-1,00	-0,92	-0,29	-0,25	0,91	0,45	1,76	0,79	-0,69	-0,66	0,15	0,14	1,33	0,66	2,20	0,98	-1,04	-1,02	-0,05	-0,04	1,26	0,65	2,23	1,03
Alavancagem Financeira	-2,77	-0,88	-3,32	-1,01	-5,22	-0,92	-4,16	-0,70	-2,61	-0,83	-3,34	-1,00	-5,22	-0,90	-4,27	-0,70	-3,13	-0,98	-3,89	-1,13	-4,22	-0,76	-3,50	-0,60
Folga Financeira	0,01	0,03	0,25	1,26	0,35	1,84	0,24	1,39	-0,03	-0,15	0,22	1,10	0,30	1,64	0,21	1,24	-0,01	-0,05	0,20	1,06	0,29	1,61	0,21	1,28
LN(CAPEX)	-0,06	-0,93	-0,03	-0,47	-0,10	-1,20	-0,16	-1,85	-0,06	-0,87	-0,02	-0,30	-0,09	-1,01	-0,16	-1,77	-0,07	-1,02	-0,02	-0,35	-0,06	-0,82	-0,13	-1,53
Novo Mercado e Nível 2	-1,66	-1,85	-1,26	-1,25	0,38	0,24	-0,61	-0,43	-1,37	-1,57	-0,86	-0,88	0,70	0,47	-0,35	-0,25	-1,97	-2,16	-1,32	-1,28	0,37	0,24	-0,65	-0,44
Adquirente Serial	-0,79	-0,79	-1,41	-1,37	-1,88	-1,39	-1,01	-0,77	-0,75	-0,75	-1,31	-1,27	-1,81	-1,32	-0,86	-0,65	-1,07	-1,01	-1,58	-1,43	-2,39	-1,63	-1,39	-0,95
Aquisição Internacional	0,42	0,48	0,62	0,70	0,97	0,74	0,03	0,02	0,34	0,39	0,59	0,67	1,09	0,82	0,09	0,07	0,32	0,38	0,56	0,65	0,78	0,59	-0,18	-0,14
_cons	2,05	0,49	-2,62	-0,63	-1,86	-0,24	0,50	0,07	2,37	0,57	-1,96	-0,47	-0,95	-0,12	1,56	0,19	2,97	0,74	-1,60	-0,39	-1,14	-0,15	1,19	0,16
N	355		290		187		175		355		290		187		175		355		290		187		175	
F	0,72		0,84		1,11		1,25		0,70		0,82		1,17		1,28		0,84		0,84		1,16		1,36	
R^2	0,03		0,04		0,07		0,08		0,02		0,04		0,06		0,08		0,03		0,04		0,06		0,08	

Os coeficientes angulares das regressões e o valor do t de student estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por Hubber-White Sandwich; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de missing values (dados faltantes); CAR: cumulative abnormal return, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao benchmark de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 95 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_11_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em ranqueamento da amostra - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
Variáveis	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t
1ª e 2ª Geração Familiar	-0,48	-0,32	-0,89	-0,56	-1,80	-0,93	-0,06	-0,03	-0,22	-0,14	-0,50	-0,32	-1,56	-0,80	0,16	0,07	-0,73	-0,48	-0,90	-0,57	-1,89	-0,97	0,21	0,10
Família na Administração	0,82	0,88	0,83	0,88	1,87	1,35	1,01	0,70	0,75	0,80	0,75	0,79	1,49	1,09	0,71	0,51	0,93	0,99	0,92	0,97	1,99	1,29	0,97	0,59
Propriedade Concentrada_Alta																	-0,79	-0,49	0,03	0,02	-1,74	-0,64	-1,08	-0,34
Propriedade Concentrada_Média									-1,13	-1,01	-1,61	-1,42	-2,25	-1,53	-1,54	-0,99								
Propriedade Concentrada_Baixa	1,94	1,43	2,14	1,57	2,98	1,89	2,03	1,20																
Poder_Controladores_Conselho			3,78	2,30	3,91	1,71	3,29	1,44			4,15	2,50	4,35	1,93	3,57	1,60			3,79	2,22	4,17	1,81	3,43	1,51
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*					0,07	1,18	0,05	0,81					0,03	0,53	0,02	0,37					0,07	1,07	0,04	0,65
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							-2,86	-1,08							-3,32	-1,24							-3,08	-1,03
Q de Tobin	0,14	0,28	0,11	0,21	0,01	0,01	-0,05	-0,07	0,15	0,29	0,13	0,25	0,09	0,12	0,02	0,03	0,18	0,35	0,20	0,36	0,23	0,31	0,07	0,09
Indústria Manufatureira	-0,70	-0,71	-1,21	-1,17	0,46	0,32	2,04	1,18	-0,64	-0,64	-1,10	-1,07	0,22	0,16	2,01	1,16	-0,86	-0,84	-1,25	-1,18	0,30	0,21	2,18	1,25
Idade	0,03	1,39	0,03	1,45	0,03	1,29	0,05	1,89	0,03	1,40	0,03	1,54	0,03	1,37	0,06	2,02	0,02	1,10	0,02	1,23	0,02	0,91	0,05	1,70
Tamanho_LN(Ativo Total)	-0,07	-0,22	-0,11	-0,37	-0,09	-0,19	-0,21	-0,48	-0,15	-0,51	-0,21	-0,69	-0,12	-0,25	-0,24	-0,52	-0,09	-0,31	-0,18	-0,56	-0,19	-0,43	-0,31	-0,75
Investidores Institucionais	-1,49	-1,18	-1,08	-0,85	0,75	0,30	3,69	1,30	-1,05	-0,85	-0,54	-0,44	1,15	0,44	4,22	1,48	-1,11	-0,96	-0,45	-0,39	1,34	0,55	4,47	1,61
Alavancagem Financeira	-0,54	-0,15	-0,64	-0,17	-4,33	-0,71	-5,76	-0,88	-0,22	-0,06	-0,32	-0,08	-4,51	-0,73	-6,07	-0,90	-0,59	-0,16	-0,67	-0,17	-3,22	-0,54	-5,19	-0,81
Folga Financeira	0,19	1,03	0,34	1,83	0,50	2,47	0,34	1,56	0,14	0,78	0,31	1,67	0,43	2,17	0,28	1,42	0,13	0,78	0,27	1,50	0,43	2,26	0,27	1,38
LN(CAPEX)	-0,08	-1,26	-0,06	-0,92	-0,19	-2,09	-0,22	-2,09	-0,07	-1,15	-0,05	-0,81	-0,19	-2,02	-0,23	-2,08	-0,06	-1,08	-0,04	-0,70	-0,13	-1,67	-0,18	-1,87
Novo Mercado e Nível 2	-1,27	-1,05	-1,20	-1,00	0,02	0,01	0,00	0,00	-0,71	-0,55	-0,51	-0,41	0,61	0,40	0,44	0,27	-1,27	-0,94	-0,87	-0,67	0,23	0,13	0,05	0,03
Adquirente Serial	-1,41	-1,33	-1,47	-1,37	-1,67	-1,16	-0,59	-0,35	-1,26	-1,22	-1,27	-1,19	-1,47	-1,02	-0,30	-0,18	-1,50	-1,35	-1,48	-1,28	-2,15	-1,38	-0,80	-0,42
Aquisição Internacional	0,17	0,17	0,24	0,23	0,13	0,10	-0,86	-0,59	0,19	0,19	0,30	0,30	0,40	0,29	-0,77	-0,52	0,04	0,04	0,14	0,14	0,06	0,04	-1,03	-0,71
_cons	3,48	0,59	2,02	0,33	0,68	0,07	0,46	0,05	4,62	0,79	3,13	0,51	2,34	0,24	1,49	0,16	4,58	0,80	2,81	0,47	2,05	0,23	1,43	0,16
N	226		222		160		150		226		222		160		150		226		222		160		150	
F	0,79		1,11		1,46		1,33		0,73		1,07		1,54		1,41		0,77		1,05		1,39		1,36	
R^2	0,05		0,07		0,12		0,12		0,05		0,07		0,11		0,12		0,04		0,06		0,10		0,11	

Os coeficientes angulares das regressões e o valor do t de student estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por Hubber-White Sandwich; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de missing values (dados faltantes); CAR: cumulative abnormal return, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao benchmark de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 96 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_21_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12		Modelo 13	
Variáveis	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t
Empresas Familiares	0,82	0,64	3,77	2,70	2,51	1,11	3,83	1,95	0,72	0,56	3,76	2,71	2,54	1,10	3,89	1,92	0,61	0,49	3,84	2,74	2,58	1,12	3,85	1,97	3,66	1,85
Stake Controladores																									-0,04	-0,76
Propriedade Concentrada>50%	-0,76	-0,60	-0,40	-0,29	-0,07	-0,04	-0,64	-0,35																		
Propriedade Concentrada>20%									0,03	0,02	0,28	0,13	0,15	0,06	0,14	0,05										
Propriedade Concentrada>10%																	-12,09	-1,34	-13,48	-1,45	-11,43	-1,15	-12,21	-1,25		
Poder_Controladores_Conselho			4,03	1,92	5,23	1,83	4,29	1,49			3,98	1,85	5,22	1,80	4,19	1,44			4,65	2,21	5,99	2,13	5,01	1,77	4,10	1,42
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*					0,02	0,22	0,00	0,02					0,01	0,20	-0,01	-0,08					0,02	0,25	0,00	0,01	0,03	0,37
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							3,46	1,02							3,19	0,91							3,94	1,11	3,94	1,13
Q de Tobin	-0,08	-0,12	0,21	0,29	0,10	0,11	0,01	0,01	-0,13	-0,19	0,17	0,24	0,09	0,10	-0,04	-0,04	-0,08	-0,12	0,25	0,35	0,10	0,11	-0,06	-0,07	-0,02	-0,02
Indústria Manufatureira	-0,20	-0,18	1,02	0,80	2,61	1,46	2,10	1,12	-0,24	-0,21	1,00	0,77	2,59	1,42	2,12	1,12	-0,35	-0,32	0,79	0,61	2,20	1,19	1,44	0,72	2,15	1,15
Idade	-0,01	-0,70	-0,01	-0,61	-0,03	-0,94	-0,01	-0,45	-0,01	-0,92	-0,01	-0,76	-0,03	-0,97	-0,01	-0,46	-0,01	-0,88	-0,01	-0,65	-0,02	-0,79	-0,01	-0,27	-0,01	-0,49
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,35	1,09	0,60	1,90	0,13	0,23	-0,04	-0,06	0,33	0,97	0,57	1,70	0,11	0,20	-0,05	-0,08	0,34	1,07	0,60	1,90	0,29	0,52	0,16	0,25	0,00	-0,01
Investidores Institucionais	0,00	0,00	1,10	0,70	3,57	1,93	2,52	1,02	0,21	0,15	1,25	0,82	3,58	1,94	2,62	1,04	-0,07	-0,05	0,98	0,65	3,58	1,97	2,24	0,90	1,79	0,69
Alavancagem Financeira	-6,14	-1,41	-6,93	-1,52	-8,97	-1,22	-6,57	-0,81	-5,93	-1,37	-6,99	-1,57	-8,98	-1,24	-6,51	-0,83	-6,25	-1,50	-7,21	-1,67	-9,69	-1,38	-6,83	-0,91	-6,33	-0,79
Folga Financeira	0,06	0,22	0,37	1,54	0,48	2,44	0,38	1,95	0,06	0,23	0,37	1,49	0,48	2,35	0,38	1,87	0,08	0,29	0,41	1,70	0,52	2,67	0,42	2,14	0,45	2,17
LN(CAPEX)	-0,01	-0,05	0,04	0,43	0,08	0,61	0,06	0,37	0,00	0,02	0,04	0,48	0,08	0,63	0,07	0,46	0,00	-0,02	0,04	0,49	0,08	0,63	0,08	0,53	0,05	0,34
Novo Mercado e Nível 2	-0,79	-0,59	-0,36	-0,24	1,81	0,88	0,46	0,23	-0,53	-0,43	-0,18	-0,14	1,85	1,02	0,73	0,41	-0,72	-0,59	-0,50	-0,37	1,56	0,84	0,46	0,26	0,24	0,12
Adquirente Serial	-0,96	-0,71	-1,72	-1,21	-3,15	-1,74	-3,06	-1,66	-0,90	-0,64	-1,68	-1,15	-3,15	-1,76	-3,02	-1,58	-0,54	-0,40	-1,30	-0,93	-2,57	-1,46	-2,53	-1,43	-3,24	-1,73
Aquisição Internacional	0,94	0,69	1,18	0,82	3,61	2,10	2,98	1,71	1,06	0,80	1,24	0,88	3,63	2,17	3,06	1,78	0,90	0,68	1,05	0,74	3,14	1,80	2,65	1,51	2,94	1,69
_cons	-2,76	-0,44	-13,86	-2,29	-9,22	-0,92	-7,37	-0,69	-3,13	-0,50	-14,03	-2,34	-9,24	-0,96	-7,77	-0,76	8,90	0,81	-1,23	-0,11	-0,97	-0,08	0,57	0,04	-5,77	-0,51
N	355		290		187		175		355		290		187		175		355		290		187		175		175	
F	0,45		1,48		1,63		1,82		0,42		1,41		1,65		1,79		0,54		1,55		1,69		1,78		1,80	
R^2	0,02		0,05		0,09		0,08		0,01		0,05		0,09		0,08		0,03		0,07		0,11		0,11		0,09	

Os coeficientes angulares das regressões e o valor do t de student estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por Hubber-White Sandwich; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de missing values (dados faltantes); CAR: cumulative abnormal return, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao benchmark de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 97 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_21_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em legislação societária - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12		Modelo 13	
Variáveis	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t
1ª e 2ª Geração Familiar	-3,12	-1,67	-3,41	-1,78	-4,20	-1,84	-2,79	-1,05	-3,13	-1,68	-3,39	-1,78	-4,21	-1,86	-2,96	-1,14	-3,15	-1,69	-3,48	-1,83	-4,49	-2,03	-3,53	-1,38	-3,36	-1,26
Família na Administração	0,70	0,52	0,80	0,58	1,89	1,06	1,35	0,72	0,69	0,53	0,85	0,64	1,85	1,04	1,38	0,75	0,77	0,61	0,98	0,77	1,90	1,12	1,46	0,82	1,33	0,72
Stake Controladores																									-0,03	-0,58
Propriedade Concentrada>50%	-0,17	-0,11	-0,43	-0,29	-0,04	-0,02	0,88	0,38																		
Propriedade Concentrada>20%									-0,40	-0,16	-0,36	-0,14	-0,22	-0,08	0,13	0,05										
Propriedade Concentrada>10%																	-12,63	-1,30	-15,17	-1,61	-13,86	-1,47	-13,22	-1,34		
Poder_Controladores_Conselho			4,76	1,90	5,28	1,73	4,62	1,48			4,70	1,86	5,25	1,67	4,64	1,44			5,88	2,31	6,33	2,13	5,73	1,87	4,38	1,37
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*					0,00	0,04	-0,02	-0,27					0,00	0,04	-0,01	-0,15					0,00	0,08	0,00	-0,04	0,02	0,28
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							-1,20	-0,29							-0,54	-0,13							0,36	0,08	0,56	0,13
Q de Tobin	0,52	0,60	0,67	0,73	0,54	0,47	0,32	0,27	0,51	0,59	0,64	0,69	0,53	0,45	0,34	0,28	0,60	0,69	0,76	0,82	0,59	0,50	0,37	0,31	0,28	0,23
Indústria Manufatureira	1,20	0,90	0,78	0,54	2,20	1,17	3,21	1,37	1,26	0,94	0,86	0,59	2,22	1,15	2,99	1,29	0,92	0,70	0,36	0,25	1,43	0,76	1,77	0,73	2,73	1,18
Idade	-0,01	-0,33	-0,01	-0,32	-0,02	-0,69	-0,01	-0,14	-0,01	-0,32	-0,01	-0,31	-0,02	-0,67	-0,01	-0,25	0,00	-0,19	0,00	-0,14	-0,01	-0,42	0,00	-0,11	-0,01	-0,36
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,21	0,53	0,21	0,50	0,07	0,11	0,03	0,04	0,23	0,55	0,22	0,50	0,10	0,14	0,00	0,01	0,24	0,59	0,23	0,55	0,27	0,42	0,22	0,32	0,04	0,05
Investidores Institucionais	-0,40	-0,22	0,21	0,12	2,71	0,95	4,38	1,17	-0,41	-0,24	0,29	0,16	2,69	0,94	3,93	1,06	-0,69	-0,41	0,12	0,07	2,57	0,92	3,07	0,84	2,62	0,64
Alavancagem Financeira	-2,21	-0,42	-3,08	-0,56	-6,89	-0,86	-7,93	-0,90	-2,10	-0,41	-2,92	-0,55	-6,86	-0,87	-7,82	-0,90	-2,44	-0,49	-3,51	-0,69	-7,47	-1,02	-7,60	-0,93	-7,14	-0,82
Folga Financeira	0,37	1,39	0,57	2,09	0,68	2,78	0,59	2,22	0,39	1,41	0,58	2,13	0,68	2,77	0,58	2,10	0,37	1,39	0,62	2,26	0,73	2,94	0,64	2,29	0,64	2,21
LN(CAPEX)	-0,03	-0,31	0,00	-0,04	-0,02	-0,17	-0,03	-0,17	-0,03	-0,32	0,00	-0,02	-0,02	-0,18	-0,03	-0,20	-0,03	-0,31	0,00	0,05	-0,02	-0,17	-0,02	-0,10	-0,04	-0,25
Novo Mercado e Nível 2	-0,41	-0,22	-0,49	-0,27	1,49	0,71	1,59	0,65	-0,34	-0,20	-0,31	-0,18	1,51	0,81	1,15	0,56	-0,60	-0,35	-0,63	-0,36	1,04	0,55	0,81	0,39	0,67	0,29
Adquirente Serial	-1,01	-0,68	-1,15	-0,75	-2,75	-1,43	-2,24	-0,97	-1,07	-0,68	-1,21	-0,74	-2,77	-1,42	-2,39	-1,02	-0,49	-0,34	-0,54	-0,37	-1,83	-1,00	-1,73	-0,83	-2,68	-1,14
Aquisição Internacional	0,18	0,12	0,21	0,13	2,21	1,27	1,78	0,98	0,21	0,14	0,27	0,17	2,19	1,29	1,74	0,96	-0,05	-0,03	-0,01	-0,01	1,51	0,87	1,27	0,69	1,67	0,91
_cons	-0,26	-0,03	-2,77	-0,30	-2,65	-0,20	-4,06	-0,30	-0,36	-0,04	-3,20	-0,36	-2,83	-0,24	-2,60	-0,22	11,73	0,92	10,68	0,84	7,69	0,53	7,13	0,48	0,12	0,01
N	226		222		160		150		226		222		160		150		226		222		160		150		150	
F	0,61		0,86		1,46		1,21		0,62		0,85		1,46		1,16		0,77		1,12		1,57		1,25		1,15	
R^2	0,03		0,05		0,09		0,08		0,03		0,05		0,09		0,08		0,05		0,08		0,12		0,11		0,08	

Os coeficientes angulares das regressões e o valor do t de student estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por Hubber-White Sandwich; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de missing values (dados faltantes); CAR: cumulative abnormal return, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao benchmark de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 98 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_21_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em ranqueamento da amostra - Painel A. Todas Empresas da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
Variáveis	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t
Empresas Familiares	0,71	0,57	3,75	2,69	2,50	1,08	3,91	1,86	0,80	0,65	3,81	2,73	2,69	1,17	4,18	1,97	0,90	0,71	3,81	2,73	2,48	1,10	3,97	2,02
Stake Controladores																								
Propriedade Concentrada_Alta																	-1,71	-1,03	-0,80	-0,46	-2,63	-1,03	-3,04	-1,03
Propriedade Concentrada_Média									0,50	0,45	0,27	0,22	0,57	0,33	0,78	0,42								
Propriedade Concentrada_Baixa	0,19	0,13	0,12	0,07	0,05	0,02	-0,14	-0,07																
Poder_Controladores_Conselho			3,94	1,85	5,21	1,77	4,20	1,43			3,92	1,86	5,26	1,80	4,23	1,44			3,78	1,75	5,06	1,78	3,97	1,40
Índice_*Stake* _Controladores/*Blockholders*					0,01	0,21	-0,01	-0,09					0,02	0,26	0,00	-0,02					0,05	0,65	0,04	0,48
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							3,22	0,94							3,22	0,94							3,73	1,06
Q de Tobin	-0,12	-0,18	0,18	0,25	0,09	0,10	-0,03	-0,03	-0,15	-0,23	0,18	0,25	0,12	0,13	0,00	0,00	-0,16	-0,24	0,17	0,24	0,09	0,10	-0,07	-0,07
Indústria Manufatureira	-0,22	-0,20	1,05	0,83	2,61	1,47	2,13	1,13	-0,31	-0,27	0,99	0,77	2,59	1,44	2,19	1,16	-0,39	-0,35	0,95	0,72	2,69	1,52	2,24	1,21
Idade	-0,01	-0,88	-0,01	-0,71	-0,03	-0,95	-0,01	-0,46	-0,01	-1,00	-0,01	-0,76	-0,03	-0,98	-0,01	-0,51	-0,01	-1,00	-0,01	-0,76	-0,03	-1,01	-0,02	-0,56
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,33	1,02	0,59	1,85	0,13	0,24	-0,05	-0,08	0,33	1,03	0,58	1,85	0,11	0,20	-0,08	-0,13	0,37	1,15	0,61	1,88	0,13	0,25	-0,02	-0,04
Investidores Institucionais	0,16	0,10	1,17	0,73	3,56	1,85	2,65	1,03	0,24	0,17	1,22	0,80	3,66	1,97	2,79	1,12	-0,13	-0,09	1,01	0,69	3,25	1,78	2,10	0,84
Alavancagem Financeira	-5,95	-1,37	-6,86	-1,52	-8,97	-1,20	-6,45	-0,79	-6,01	-1,39	-7,01	-1,55	-8,70	-1,15	-6,15	-0,75	-6,40	-1,47	-7,10	-1,56	-8,42	-1,15	-5,82	-0,73
Folga Financeira	0,07	0,25	0,38	1,53	0,48	2,48	0,38	1,91	0,05	0,19	0,37	1,50	0,47	2,43	0,37	1,91	0,09	0,34	0,37	1,56	0,50	2,57	0,42	2,15
LN(CAPEX)	0,00	0,01	0,04	0,46	0,08	0,62	0,07	0,46	0,00	0,02	0,04	0,48	0,09	0,70	0,08	0,55	-0,01	-0,05	0,04	0,43	0,09	0,69	0,09	0,59
Novo Mercado e Nível 2	-0,58	-0,45	-0,23	-0,16	1,83	0,99	0,74	0,41	-0,58	-0,47	-0,25	-0,19	1,84	1,02	0,69	0,40	-1,09	-0,82	-0,50	-0,34	1,44	0,75	0,22	0,11
Adquirente Serial	-0,91	-0,66	-1,71	-1,20	-3,15	-1,77	-3,05	-1,66	-0,98	-0,71	-1,76	-1,22	-3,29	-1,80	-3,23	-1,70	-1,19	-0,83	-1,85	-1,26	-3,52	-1,88	-3,59	-1,79
Aquisição Internacional	1,07	0,81	1,25	0,89	3,63	2,16	3,06	1,77	1,02	0,77	1,23	0,87	3,57	2,11	2,96	1,70	1,06	0,80	1,24	0,88	3,38	1,96	2,81	1,60
_cons	-3,16	-0,50	-14,04	-2,36	-9,29	-0,96	-7,80	-0,76	-3,32	-0,53	-14,04	-2,34	-9,67	-0,98	-8,29	-0,80	-2,49	-0,40	-13,62	-2,28	-8,55	-0,89	-7,31	-0,73
N	355		290		187		175		355		290		187		175		355		290		187		175	
F	0,41		1,42		1,61		1,76		0,45		1,43		1,65		1,80		0,48		1,51		1,87		1,90	
R^2	0,01		0,05		0,09		0,08		0,01		0,05		0,09		0,08		0,02		0,05		0,09		0,09	

Os coeficientes angulares das regressões e o valor do t de student estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por Hubber-White Sandwich; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de missing values (dados faltantes); CAR: cumulative abnormal return, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao benchmark de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela. 99 – Resultados Regressões Multivariadas: CAR_21_IBRX50 - Porcentagens de Concentração Acionária Baseadas em ranqueamento da amostra - Painel B. Empresas Familiares da Amostra - MQO com erros-padrão robustos

	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8		Modelo 9		Modelo 10		Modelo 11		Modelo 12	
Variáveis	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t	ß	t
1ª e 2ª Geração Familiar	-3,09	-1,66	-3,37	-1,76	-4,22	-1,87	-3,04	-1,15	-3,31	-1,79	-3,46	-1,82	-4,20	-1,87	-2,91	-1,11	-4,01	-2,20	-4,04	-2,16	-4,75	-2,24	-3,53	-1,45
Família na Administração	0,72	0,56	0,86	0,67	1,93	1,07	1,40	0,73	0,82	0,64	0,94	0,73	1,90	1,08	1,40	0,76	1,02	0,81	1,07	0,84	2,77	1,47	2,45	1,22
Propriedade Concentrada_Alta																	-3,56	-1,58	-2,73	-1,17	-5,72	-1,75	-6,76	-1,74
Propriedade Concentrada_Média									0,70	0,47	0,34	0,22	0,11	0,06	0,70	0,35								
Propriedade Concentrada_Baixa	0,83	0,48	0,87	0,50	0,93	0,46	0,37	0,17																
Poder_Controladores_Conselho			4,72	1,88	5,12	1,65	4,57	1,43			4,64	1,84	5,28	1,73	4,63	1,48			4,09	1,57	4,46	1,49	3,70	1,22
Índice_*Stake*_Controladores/*Blockholders*					0,01	0,16	-0,01	-0,09					0,00	0,05	-0,01	-0,10					0,09	1,10	0,09	1,02
Índice_remuneração_variável e por ações/remuneração total							-0,41	-0,10							-0,50	-0,12							1,03	0,23
Q de Tobin	0,50	0,57	0,61	0,66	0,46	0,38	0,31	0,25	0,53	0,61	0,66	0,71	0,55	0,46	0,37	0,30	0,54	0,62	0,65	0,70	0,48	0,41	0,17	0,14
Indústria Manufatureira	1,26	0,97	0,84	0,60	2,30	1,22	2,97	1,29	1,12	0,85	0,79	0,56	2,20	1,17	3,05	1,32	0,91	0,68	0,63	0,43	2,63	1,44	3,23	1,45
Idade	-0,01	-0,28	-0,01	-0,25	-0,02	-0,64	-0,01	-0,24	-0,01	-0,43	-0,01	-0,37	-0,02	-0,69	-0,01	-0,28	-0,01	-0,60	-0,01	-0,53	-0,03	-1,02	-0,02	-0,65
Tamanho_LN(Ativo Total)	0,23	0,58	0,22	0,54	0,10	0,17	0,04	0,05	0,22	0,54	0,20	0,48	0,07	0,11	-0,02	-0,03	0,37	0,88	0,33	0,74	0,09	0,14	0,01	0,01
Investidores Institucionais	-0,57	-0,32	0,10	0,05	2,48	0,86	3,71	0,98	-0,28	-0,16	0,37	0,21	2,74	0,95	4,10	1,11	-1,03	-0,64	-0,31	-0,19	2,17	0,83	2,62	0,74
Alavancagem Financeira	-2,22	-0,42	-2,98	-0,55	-7,14	-0,88	-7,84	-0,87	-2,29	-0,44	-3,07	-0,57	-6,84	-0,84	-7,50	-0,82	-3,01	-0,58	-3,56	-0,66	-5,92	-0,76	-6,13	-0,69
Folga Financeira	0,41	1,50	0,61	2,24	0,72	2,86	0,60	2,06	0,36	1,36	0,57	2,10	0,68	2,77	0,57	2,04	0,44	1,69	0,60	2,23	0,80	3,31	0,73	2,67
LN(CAPEX)	-0,03	-0,37	-0,01	-0,07	-0,04	-0,27	-0,04	-0,24	-0,02	-0,24	0,00	0,02	-0,02	-0,14	-0,02	-0,11	-0,03	-0,32	0,00	-0,04	0,00	-0,02	0,02	0,10
Novo Mercado e Nível 2	-0,47	-0,27	-0,43	-0,25	1,33	0,70	1,09	0,52	-0,50	-0,27	-0,38	-0,21	1,50	0,81	1,09	0,53	-1,72	-0,88	-1,34	-0,71	0,35	0,16	-0,45	-0,18
Adquirente Serial	-1,01	-0,69	-1,15	-0,75	-2,66	-1,40	-2,41	-1,06	-1,09	-0,75	-1,20	-0,79	-2,78	-1,45	-2,54	-1,12	-1,45	-0,98	-1,50	-0,97	-3,43	-1,79	-3,68	-1,50
Aquisição Internacional	0,24	0,16	0,30	0,19	2,18	1,27	1,75	0,96	0,14	0,09	0,23	0,14	2,21	1,29	1,66	0,90	0,03	0,02	0,12	0,07	1,61	0,92	1,24	0,67
_cons	-0,80	-0,10	-3,57	-0,41	-2,96	-0,24	-2,76	-0,23	-0,61	-0,07	-3,31	-0,38	-2,76	-0,22	-2,90	-0,24	0,65	0,08	-2,07	-0,24	-0,74	-0,06	0,13	0,01
N	226		222		160		150		226		222		160		150		226		222		160		150	
F	0,63		0,90		1,49		1,15		0,64		0,83		1,46		1,17		0,92		1,04		2,07		1,63	
R^2	0,03		0,05		0,09		0,08		0,03		0,05		0,09		0,08		0,04		0,05		0,10		0,09	

Os coeficientes angulares das regressões e o valor do t de student estão reportados na tabela; MQO: mínimos quadrados ordinários, regredidos utilizando matrizes robustas para estimação dos parâmetros por Hubber-White Sandwich; em caso de diminuição do número de observações reportadas, salienta-se que é decorrente de missing values (dados faltantes); CAR: cumulative abnormal return, em que o primeiro valor refere-se à janela de evento, e a segunda nomenclatura ao benchmark de retorno de mercado utilizado.

Fonte: Elaborado pelo autor.

ANEXOS

Reportam-se, conforme abordado anteriormente, os anexos que fundamentaram as análises na seção pertinente.

Anexo 1 – Histórico setorial acumulado das transações de aquisições de empresas, no período de 1994-2012.....248

Anexo 2 – Aquisições de empresas, em 2012, no Brasil, discriminadas por setor, origem e destino do capital.....249

Anexo 1 – Histórico setorial acumulado das transações de aquisições de empresas, no período de 1994-2012

#Setor	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	0	99	98	97	96	95	94	Total
1º	104	90	85	58	73	56	46	49	22	28	13	36	57	28	8	8	11	7	8	733
2º	46	44	42	39	54	66	43	36	36	22	29	32	36	25	36	49	38	24	21	697
3º	27	34	28	23	19	27	28	21	32	21	22	27	26	47	31	14	5	8	5	439
4º	24	35	28	22	23	19	21	19	19	16	20	17	18	16	28	36	31	20	15	415
5º	30	42	36	19	24	25	61	16	12	17	16	36	20	10	11	17	9	1	0	392
6º	24	29	26	22	26	35	19	19	17	12	12	19	23	17	19	9	5	2	3	324
7º	4	15	14	6	20	31	38	25	19	14	13	15	11	9	23	18	17	9	11	311
8º	65	41	30	18	18	35	17	5	9	9	7	9	5	8	13	6	8	1	2	273
9º	18	16	19	9	17	39	21	18	7	5	4	7	12	6	25	22	18	13	14	281
10º	19	29	34	8	19	6	8	14	16	7	26	40	28	6	1	3	4	4	2	263
11º	16	31	16	24	27	4	6	16	10	10	5	7	6	9	15	24	16	9	8	250
12º	33	46	41	23	41	51	Em 2007 foi determinada uma categoria para esse setor.													219
13º	17	19	11	15	8	18	14	9	3	1	4	2	5	5	9	19	15	14	5	189
14º	25	21	18	12	9	12	15	13	10	4	4	4	6	6	4	4	10	11	4	184
15º	11	13	12	9	9	10	10	5	4	1	4	7	6	13	20	16	11	11	4	171
16º	36	26	16	8	13	17	11	9	11	4	4	8	5	1	11	7	6	4	1	168
	10	20	20	2	17	51	5	1	1	1	4	2	2	1	2	4	2	0	1	153
18º	23	16	15	11	8	4	15	9	1	2	2	6	5	7	6	8	7	2	1	133
19º	16	20	24	9	27	13	9	2	2	1	5	4	6	1	0	0	0	0	0	133
20º	13	14	15	2	13	12	1	0	2	4	7	4	7	6	7	9	9	5	2	126
21º	19	8	15	0	6	3	7	11	2	3	2	2	5	13	10	8	15	2	3	123
22º	13	27	20	12	53	Em 2008 foi determinada uma categoria para esse setor.														120
23º	4	4	9	6	4	7	8	2	3	4	1	9	7	5	9	14	4	7	7	111
	5	5	5	5	2	6	0	6	3	5	4	8	10	24	13	9	2	0	2	112
25º	10	15	26	13	14	25	Em 2007 foi determinada uma categoria para esse setor.													96
26º	14	12	12	7	15	12	6	2	2	1	0	1	1	1	2	0	4	2	4	91
27º	14	12	13	8	21	12	5	0	1	1	2	0	2	1	1	0	4	0	0	88
28º	14	14	13	8	6	2	6	3	3	2	1	4	1	2	2	2	4	2	2	90
29º	3	12	16	11	6	1	4	4	7	1	3	7	1	1	2	4	4	1	1	88
30º	56	25	Em 2011 foi determinada uma categoria para esse setor.																	53
31º	9	5	10	7	2	3	11	6	3	2	1	2	1	1	1	2	2	5	3	75
32º	5	2	10	3	7	4	4	2	4	1	3	3	3	6	1	6	5	5	0	71
33º	2	1	3	1	1	4	2	5	3	6	0	0	0	6	8	8	4	8	7	69
34º	9	13	7	1	11	12	3	2	0	1	0	1	5	0	0	1	0	0	0	59
35º	4	9	7	2	1	4	1	1	2	2	1	0	4	3	3	4	4	8	1	60
36º	8	7	1	7	5	4	0	0	2	0	0	2	0	2	3	0	6	4	8	59
37º	8	3	8	1	7	1	0	5	0	0	0	0	1	5	2	1	4	1	0	44
38º	7	7	7	0	1	0	1	2	1	1	0	2	5	1	4	0	0	0	1	37
39º	0	1	2	1	0	0	0	2	0	3	0	1	1	1	0	4	5	9	3	33
40º	1	2	0	0	0	1	1	0	0	0	1	1	1	0	1	5	2	0	0	16
41º	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	1	0	2	2	0	0	7	1	0	15
42º	1	3	Em 2011 foi determinada uma categoria para esse setor.																	4
43º	49	29	11	22	35	67	26	24	30	18	6	15	19	14	20	31	30	12	26	456
Total geral	816	817	726	454	663	699	473	363	299	230	227	340	353	309	351	372	328	212	175	**7824**

1º Tecnologia da Informação (TI); 2º Alimento, bebida e fumo; 3º Telecomunicação e mídia; 4º Instituição financeiras; 5º Companhia energética; 6º Publicidade e editora; 7º Metalurgia e siderurgia; 8º Serviços para empresas; 9º Produtos químicos e petroquímicos; 10º Petróleo e Gás; 11º Seguros; 12º Imobiliário; 13º Eletroeletrônico; 14º Produto químico e farmacêutico; 15º Parte e peça automotiva; 16º Shopping Center; 17º Transporte; 18º Mineração; 19º Loja de varejo; 20º Produto de engenharia; 21º Educação; 22º Construção e produto de construção; 23º Madeira e papel; 23º Supermercado; 25º Açúcar e álcool; 26º Hotel e restaurante; 27º Hospital e laboratório de análise clínica; 28º Serviço portuário e aeroportuário; 29º Higiene; 30º Empresas de Internet; 31º Aviação; 32º Cimento; 33º Têxtil; 34º Vestuário e Calçados; 35º Embalagem; 36º Montadora de veículo; 37º Serviço público; 38º Fertilizante; 39º Indústria extrativista; 40º Design e projeto gráfico; 41º Ferroviário; 42º Revenda de veículo; 43º Outros.*Fonte: KPMG (2012b). Acesso em: 24 de Abril de 2013 às 08:00.*

Anexo 2 – Aquisições de empresas, em 2012, no Brasil, discriminadas por setor, origem e destino do capital

#	Setor	d	cb1	cb2	cb3	cb4	cb5	subtotal (cb)	Total (d+cb)
1	Tecnologia de Informação (TI)	38	37	4	1	24	0	66	104
2	Serviços para empresas	19	37	3	0	6	0	46	65
3	Empresas de internet	12	31	2	0	10	1	44	56
4	Alimentos, bebidas e fumo	18	16	3	3	5	1	28	46
5	Shopping centers	24	6	0	1	5	0	12	36
6	Imobiliário	22	7	1	3	0	0	11	33
7	Companhias energéticas	20	4	0	5	1	0	10	30
8	Telecomunicações	10	9	1	0	5	2	17	27
9	Produtos químicos e farmacêuticos	5	12	2	2	4	0	20	25
10	Instituições financeiras	12	5	1	1	4	1	12	24
11	Publicidade e Editoras	11	9	1	3	0	0	13	24
12	Mineração	6	8	1	0	5	3	17	23
13	Educação	12	7	0	0	0	0	7	19
14	Petrolífero	6	3	2	4	4	0	13	19
15	Produtos químicos e petroquímicos	3	9	4	0	2	0	15	18
16	Eletroeletrônicos	3	10	0	0	4	0	14	17
17	Lojas de Varejo	12	4	0	0	0	0	4	16
	Seguros	10	3	1	1	1	0	6	16
19	Hospitais e laboratórios clínicos	12	1	0	0	1	0	2	14
	Hotéis e restaurantes	10	3	0	0	1	0	4	14
	Serviços portuários e aeroviários	11	3	0	0	0	0	3	14
22	Construção e produtos de construção	7	6	0	0	0	0	6	13
	Produtos de engenharia	1	7	1	1	3	0	12	13
24	Partes e peças automotivas	1	4	2	0	4	0	10	11
25	Açúcar e Álcool	5	2	0	1	2	0	5	10
	Transportes	7	3	0	0	0	0	3	10
27	Aviação	1	6	1	0	1	0	8	9
	Vestuário	6	3	0	0	0	0	3	9
29	Montadoras de veículos	0	2	1	2	3	0	8	8
	Serviços públicos	4	1	1	1	1	0	4	8
31	Fertilizantes	2	5	0	0	0	0	5	7
32	Cimento	2	1	2	0	0	0	3	5
	Supermercados	4	1	0	0	0	0	1	5
34	Embalagens	0	4	0	0	0	0	4	4
	Madeira e papel	1	1	1	0	1	0	3	4
	Metalurgia e siderurgia	2	2	0	0	0	0	2	4
37	Higiene	1	1	1	0	0	0	2	3
38	Têxteis	1	0	0	0	0	1	1	2
39	Design e projetos gráficos	1	0	0	0	0	0	0	1
	Revenda de veículos	1	0	0	0	0	0	0	1
41	Outros	19	23	1	1	5	0	30	49
Total Geral		**342**	**296**	**37**	**30**	**102**	**9**	**474**	**816**

Continuação do **Anexo 2 –** Aquisições de empresas, em 2012, no Brasil, discriminadas por setor, origem e destino do capital

Cross border 1 (cb1):	Empresa estrangeira adquirindo empresa brasileira estabelecida no Brasil.
Cross border 2 (cb2):	Empresa brasileira adquirindo empresa estrangeira estabelecida no exterior.
Cross border 3 (cb3):	Empresa brasileira adquirindo empresa estrangeira estabelecida no Brasil.
Cross border 4 (cb4):	Empresa estrangeira adquirindo empresa de capital majoritário estrangeiro estabelecida no Brasil.
Cross border 5 (cb 5):	Empresa estrangeira adquirindo empresa brasileira estabelecida no exterior.
Doméstico *(d)*:	Empresa brasileira adquirindo empresa de capital majoritário brasileiro no próprio país.

Fonte: KPMG (2012b). Acesso em: 24 de Abril de 2013 às 08:00h