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

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E RETORNO ANORMAL EM AQUISIÇÕES:
EVIDÊNCIAS DO BRASIL**

Edison Simoni da Silva

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo

SÃO PAULO

2014

Prof. Dr. Marco Antonio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

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

Prof. Dr. Roberto Sbragia
Chefe do Departamento de Administração

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

EDISON SIMONI DA SILVA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E RETORNO ANORMAL EM AQUISIÇÕES:
EVIDÊNCIAS DO BRASIL**

Tese apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para a obtenção do título de Doutor em Ciências.

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo

Versão Corrigida

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

SÃO PAULO

2014

FICHA CATALOGRÁFICA

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

Silva, Edison Simoni da

Governança corporativa e retorno anormal em aquisições: evidências do Brasil / Edison Simoni da Silva. -- São Paulo, 2014.
134 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2014.
Orientador: Eduardo Kazuo Kayo.

1. Fusão e aquisição de empresas 2. Governança corporativa 3. Valor (Administração) 4. Finanças das empresas I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 658.16

**À minha querida Ana,
por tudo,
especialmente o amor.**

Agradeço primeiramente ao meu orientador, Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo, não só pela orientação, mas, também, pelo apoio e incentivo ao meu desenvolvimento acadêmico e profissional desde os tempos de graduação e pelo exemplo de dedicação e desempenho nas atividades de ensino e pesquisa.

Também agradeço aos Profs. Drs. Alexandre Di Miceli da Silveira e Herbert Kimura pela participação no exame de qualificação e pelas sugestões de melhoria do trabalho. Ao Prof. Dr. Alexandre agradeço, ainda, pelos ensinamentos sobre Governança e por apresentar novas perspectivas para o estudo do tema.

Registro também meus agradecimentos à CVM, Comissão de Valores Mobiliários, pelo fornecimento de dados que facilitaram a realização desta pesquisa.

Ao longo da minha trajetória de estudante na FEA tive a oportunidade de aprender com Mestres excepcionais. Agradeço a todos. Em especial, registro minha gratidão ao Prof. Dr. Rubens Famá, meu orientador no Mestrado e que me ensinou o valor do estudo dos clássicos de Finanças, ao Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa, pelas várias oportunidades de desenvolvimento acadêmico e profissional, ao Prof. Dr. José Roberto Securato, pelo exemplo de atuação docente e por ter esclarecido vários assuntos espinhosos em Finanças, ao Prof. Dr. Cláudio A. Pinheiro Machado Filho, por alargar minha visão sobre Governança, ao Prof. Dr. Abraham Sin Oih Yu, por me apresentar outras perspectivas no estudo do processo de tomada de decisão, e ao Prof. Dr. Iran Siqueira Lima, pelos ensinamentos sobre o nosso mercado financeiro.

Alguns professores foram essenciais no início do meu desenvolvimento acadêmico. Destaco e agradeço, em especial, ao Prof. Dr. Delmo Alves, ao Prof. Jaime Oliveira, ao Prof. Dr. João M. G. Boaventura, ao Prof. Dr. João W. Grava, ao Prof. Manuel Nunes e à Profa. Dra. M. Sylvia M. Saes, com os quais tive contato inicialmente na FECAP.

Aos colegas da FECAP, agradeço pelo incentivo, apoio e por aturarem os almoços, cafezinhos etc. falando sobre temas tão áridos.

Durante os anos que passei na FEA, tive o prazer de fazer novos amigos. Agradeço a todos pela amizade e pelo aprendizado. Também agradeço aos antigos, pela paciência em esperar que eu pudesse estar mais presente.

Por fim, registro aqui meus agradecimentos aos meus pais, que me ensinaram, cada um à sua maneira, os valores do trabalho, da honestidade e da humildade; à minha irmã, pela companhia durante toda a vida; e à minha querida esposa, Ana, cujo apoio ultrapassou as palavras e atingiu ação. A todos vocês, prometo me fazer mais presente.

RESUMO

Estudos realizados no Brasil e no exterior têm obtido evidências de que as empresas experimentam retornos anormais, em média, nulos ou próximos de zero em anúncios de aquisição de outras firmas, mas com elevada dispersão. Identificar fatores que possam explicar tal variância, com foco na estrutura de governança das empresas adquirentes, é o tema desta tese. De forma mais específica, a presente tese procura investigar se características ligadas à estrutura de controle e propriedade e ao conselho de administração das firmas adquirentes apresentam relações estatisticamente significantes com o retorno anormal das adquirentes nos anúncios de aquisição, nas direções sugeridas pela literatura. As análises foram efetuadas com uma amostra de 249 anúncios de aquisições feitos, entre 2001 e 2013, por empresas negociadas em bolsa no Brasil. Os resultados indicam que, em média, tais transações criaram valor para os acionistas das adquirentes. Todavia, como ocorrido em outros estudos, foi observada elevada dispersão. Por meio de análises de regressão linear múltipla, foram obtidas evidências de relação positiva entre o retorno anormal das adquirentes e a concentração da propriedade, especialmente em altos níveis e nas mãos do maior acionista (em termos de direitos de votos). Este resultado corrobora a hipótese de que a concentração da propriedade alinha os interesses dos acionistas controladores aos dos demais acionistas. Também foram obtidas evidências de relação negativa entre o retorno anormal e o controle estatal. Além de se encontrar uma relação negativa, foram obtidas evidências de destruição de valor nas aquisições feitas por tais empresas. Tais resultados estão em linha com a hipótese de que os acionistas minoritários de tais empresas estão sujeitos a maior nível de expropriação pelo controlador. É preciso, todavia, tomar os resultados com cautela, pois o número de observações em que a adquirente tem controle estatal é baixo (apenas 3,2% da amostra). Ainda sobre a identidade do controlador, não foram obtidas evidências de relação estatisticamente significativa entre o retorno anormal e o controle familiar. Tal resultado é consistente com os obtidos em estudos realizados com dados de outros países. Com relação ao conselho de administração, foram obtidas evidências de uma relação positiva entre a sua independência e o retorno anormal. Este resultado pode ser explicado tanto por uma redução dos conflitos de interesses em empresas com conselhos mais independentes, quanto por uma melhoria do processo decisório em decorrência da redução das chances de ocorrência de vieses cognitivos. A diversidade do conselho também apresentou relação positiva com o retorno anormal, mas com significância estatística em apenas parte das análises. Em termos gerais, esta pesquisa apresenta evidências de que as características da estrutura de governança das empresas adquirentes podem colaborar para explicar a variância nos retornos anormais associados a anúncios de aquisições em um ambiente caracterizado por maior concentração do controle e da propriedade.

ABSTRACT

Research in Brazil and abroad has obtained evidence that firms experience, on average, zero or near zero abnormal returns on announcements of acquisitions of other firms, but with high dispersion. Identifying factors that may explain such variance, focusing on the governance structure of the acquiring firms, is the subject of this thesis. More specifically, this thesis aims to investigate whether characteristics related to the structure of ownership and control and of the board of directors of the acquiring firms show statistically significant relationships with the abnormal return of acquiring firms on acquisition announcements, in the directions suggested by the literature. Analysis was performed over a sample of 249 announcements of acquisitions made between 2001 and 2013 by publicly-traded companies in Brazil. The results indicate that, on average, such transactions have created value for acquiring companies' shareholders. However, as other studies have found, high dispersion has been verified. By using multiple regression analysis, evidence of a positive relationship between abnormal returns of acquiring companies and their ownership concentration has been verified, especially at high levels and in the hands of the largest shareholder (in terms of voting rights). This result supports the hypothesis that concentration of ownership aligns the interests of the controlling shareholders to the interests of other shareholders. Evidence of a negative relationship between abnormal returns and state control over acquiring firms has also been found. In addition to such negative relationship, evidence of value destruction in acquisitions made by those companies has been verified. These results are in line with the hypothesis that minority shareholders of such companies are subject to higher levels of expropriation by the controlling shareholder. However, it is necessary to take the results with caution because the number of observations on which the acquirer has state control is low (only 3.2% of the sample). Still regarding the identity of the controlling shareholder, no evidence of a statistically significant relationship between abnormal return and family control over the acquiring companies has been found. This result is consistent with those obtained in studies over data from other countries. With regard to the board of directors, evidence of a positive relationship between independence and abnormal returns has been found. This result can be explained both by a reduction of conflicts of interests in firms with more independent boards, and by an improvement in the decision-making process due to a reduction of the probability of occurrence of cognitive biases. Board diversity also showed a positive relationship with abnormal returns, but with statistical significance in only part of the analysis. Overall this research presents evidence that the characteristics of the structure of corporate governance of acquiring firms can contribute to explain the variance in abnormal returns associated with acquisition announcements in an environment characterized by concentration of control and ownership.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS	3
LISTA DE QUADROS	4
1 INTRODUÇÃO	5
1.1 Apresentação	5
1.2 Problema de Pesquisa.....	12
1.3 Objetivos da Tese e Hipótese Central	12
1.4 Justificativa e Contribuições	14
1.5 Delimitação	15
1.6 Estrutura da Tese.....	16
2 REVISÃO DA LITERATURA E HIPÓTESES DE PESQUISA	19
2.1 Bons Motivos para a Realização de Aquisições: Sinergias	19
2.2 Os Retornos Associados às Aquisições	20
2.3 A Hipótese de <i>Hubris</i> e o Retorno em Aquisições	21
2.4 Problemas de Agência e o Retorno para as Adquirentes	22
2.4.1 Conflitos de Agência entre Proprietários e Gestores.....	22
2.4.2 Conflitos de Agência entre Controladores e Minoritários.....	24
2.4.2.1 Concentração do Controle, Separação entre Controle e Propriedade e Conflitos entre Controladores e Minoritários.....	25
2.4.2.2 A Influência do Ambiente	29
2.4.2.3 Diferenças entre Tipos de Controladores	30
2.4.2.4 O Papel de Monitoramento de Outros Acionistas Relevantes	31
2.4.2.5 Conflitos entre Controladores e Minoritários: as Decisões de Aquisição.....	31
2.5 Mecanismos de Governança: o Conselho de Administração.....	32
2.5.1 Independência do Conselho de Administração	33
2.5.2 Separação das Funções de Presidente do Conselho e Presidente Executivo.....	35
2.5.3 Tamanho do Conselho.....	37
2.5.4 Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal.....	37
2.5.5 Diversidade do Conselho.....	39
2.6 Hipóteses da Pesquisa	42
2.7 Resultados de Estudos Anteriores.....	44
2.7.1 Estudos com Dados de Ambiente Caracterizado pela Dispersão Acionária	44
2.7.2 Estudos com Dados de Ambientes com Controle mais Concentrado	49
3 METODOLOGIA	55
3.1 O Método	55
3.2 Modelos de Análise de Regressão Múltipla.....	56
3.3 Definição Operacional das Variáveis.....	58
3.3.1 Variável Dependente	58
3.3.2 Variáveis Explicativas: Estrutura de Propriedade e Controle	61
3.3.2.1 Fração da Propriedade detida Pelo Maior e pelos Três Maiores Acionistas	61
3.3.2.2 Diferença entre Direitos de Controle e Direitos de Propriedade	64
3.3.2.3 Participação no Capital Votante do Segundo e Terceiro Maiores Acionistas ..	65
3.3.2.4 Identidade do Controlador	65
3.3.3 Variáveis Explicativas: Conselho de Administração	67
3.3.3.1 Independência.....	67
3.3.3.2 Acúmulo das Funções de Presidente Executivo e Presidente do Conselho	69
3.3.3.3 Tamanho	69
3.3.3.4 Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal.....	69

3.3.3.5	Diversidade	70
3.3.4	Variáveis de Controle	72
3.3.4.1	Excesso de Confiança / Otimismo Gerencial	72
3.3.4.2	Forma de Pagamento	72
3.3.4.3	Localização da Empresa-Alvo	73
3.3.4.4	Diversificação	74
3.3.4.5	Valor do Investimento	74
3.3.4.6	Retorno sobre os Ativos	75
3.3.4.7	Porte	75
3.3.4.8	Alavancagem Financeira	76
3.3.4.9	Intangibilidade	76
3.3.4.10	Setor da Adquirente	77
3.3.4.11	Momento da Aquisição	78
3.3.4.12	Sobreposição	78
3.3.5	Resumo das Variáveis Analisadas	78
3.4	Crítérios de Seleção da Amostra	80
3.5	Fontes dos Dados	82
3.5.1	Anúncios de Aquisição	82
3.5.2	Fontes Usadas na Construção das Variáveis	83
3.5.3	Outras Fontes Usadas na Pesquisa	83
3.6	Limitações	84
4	RESULTADOS DA PESQUISA EMPÍRICA	87
4.1	Estatísticas Descritivas	87
4.2	Testes de Correlação e de Diferenças de Média	93
4.3	Análises de Regressão	97
4.4	Análises Adicionais	106
4.5	Resumo dos Resultados	106
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	109
	REFERÊNCIAS	113
	APÊNDICES	125

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Pontuação no índice de governança de Silveira (2004) por segmento de listagem e entre emissoras de ADR II ou III	10
Tabela 2 - Eventos por empresa	87
Tabela 3 - Distribuição setorial e temporal dos eventos	87
Tabela 4 - Estatísticas para o retorno anormal acumulado.....	88
Tabela 5 - Estatísticas descritivas das demais variáveis	89
Tabela 6 - Estatísticas descritivas adicionais de variáveis de estrutura de controle e propriedade	91
Tabela 7 - Correlações entre o retorno anormal e variáveis explicativas contínuas	93
Tabela 8 - Testes de diferença de média do CAR(-1,+1) para variáveis explicativas binárias	94
Tabela 9 - Testes de diferença de média do CAR(-2,+2) para variáveis explicativas binárias	94
Tabela 10 - Resultados das variáveis principais nas análises de regressão: CAR(-1,+1)	98
Tabela 11 - Resultados das variáveis principais nas análises de regressão: CAR(-2,+2)	99
Tabela 12 - Resultados das Variáveis de Controle nas Análises de Regressão: CAR(-1,+1)	104
Tabela 13 - Resultados das Variáveis de Controle nas Análises de Regressão: CAR(-2,+2)	105

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Procedimentos para cômputo da variável de diversidade do conselho	71
Quadro 2 – Resumo das variáveis analisadas.....	79
Quadro 3 - Estatísticas dos componentes da variável de diversidade do conselho.....	92
Quadro 4 - Resumo dos resultados: hipóteses vs. evidências	107

1 INTRODUÇÃO

1.1 Apresentação

As literaturas de Finanças e de Estratégia apresentam uma série de motivos para a realização de fusões e aquisições de empresas, como, por exemplo, economias de escopo e de escala, que levariam a ganhos denominados genericamente de “sinergia”.

Não obstante, conforme apresentado no capítulo 2, vários estudos empíricos encontraram evidências de retornos¹, em média, nulos ou próximos de zero para as adquirentes quando do anúncio de tais transações. Isso não significa, porém, que a regra seja o retorno nulo. Conforme Capron e Pistre (2002, p. 781), algumas transações parecem levar a perdas elevadas para os acionistas das adquirentes, enquanto outras parecem gerar retornos elevados para tais investidores. Segundo tais autoras, os retornos médios próximos de zero para as adquirentes escondem elevada variância. Tendo em vista a importância das decisões de fusões e aquisições, que estão entre as principais decisões de investimento tomadas pelas empresas (MASULIS; WANG; XIE, 2009, p. 1699)², vários pesquisadores têm procurado identificar fatores que expliquem a variância de retornos para as adquirentes em tais transações.

A literatura de Finanças indica duas possíveis explicações para a realização de aquisições destruidoras de valor: a hipótese de *hubris*, cuja ideia central é a de que os tomadores de decisão buscam a criação de valor nas aquisições, mas pagam além do devido por superestimarem as sinergias da operação; e problemas de agência nas adquirentes, em que a ideia é a de que algumas transações podem ser realizadas não necessariamente em busca de criação de valor para as adquirentes, mas para gerar benefícios para os tomadores de decisão.

Com relação aos problemas de agência nas adquirentes, como é apresentado no capítulo 2, os primeiros trabalhos a apontarem tal hipótese para a explicação da realização de aquisições

¹ De forma mais precisa, são estudados os retornos anormais das firmas adquirentes nos anúncios de aquisição, metodologia normalmente usada na área. Em termos simples, o retorno anormal é dado pela diferença entre o retorno observado e o retorno que se poderia esperar caso o evento (no caso desta tese, anúncio de aquisição) não tivesse ocorrido.

² Como exemplo da importância de tais decisões, na amostra utilizada nesta tese, em média, o investimento feito correspondeu a 17,2% do valor de mercado das firmas adquirentes.

destruidoras de valor foram desenvolvidos no contexto do mercado de capitais dos Estados Unidos, caracterizado pela maior dispersão acionária. Em tal contexto, gestores com nenhum ou baixo percentual da propriedade podem realizar aquisições com vistas a gerar benefícios para si, mesmo que isso reduza a riqueza dos acionistas.

Todavia, a propriedade dispersa não é a estrutura típica das empresas negociadas em bolsa no Brasil. Mais comum é a presença de um acionista ou grupo de acionistas controladores.

A concentração da propriedade deve gerar incentivos à tomada de decisões que visem a maximizar o valor da empresa. Um acionista que detenha elevada participação na propriedade sofre boa parte das consequências econômicas das suas decisões empresariais. No entanto, a manutenção do controle nem sempre é feita por meio de elevada participação na propriedade. Podem ser usados mecanismos como a emissão de ações sem direito a voto, estruturas piramidais de controle e participações cruzadas entre empresas para separar controle de propriedade. No Brasil, a legislação permite a emissão de ações sem direito a voto. Empresas que abriram o capital antes da Lei 10.303/2001 podem ter até dois terços do capital na forma de ações preferenciais sem direito a voto; para as que abriram o capital após a publicação de tal Lei, o limite é de cinquenta por cento (CARVALHAL-DA-SILVA, 2006, p. 47).

No contexto apresentado no parágrafo acima, os controladores estão protegidos da disciplina trazida pelo mercado de controle corporativo, presente em mercados com maior dispersão acionária. Em tais mercados, gestores que tomam decisões destruidoras de valor atraem investidores que enxergam oportunidades de ganho por meio de melhoria do uso dos recursos das empresas. Tais investidores podem comprar ações (dispersas no mercado) e substituir a gestão. Adicionalmente, não têm os incentivos à busca de maximização do valor da empresa trazidos pela elevada participação na propriedade. Tal contexto gera incentivos à atuação oportunista dos controladores, que podem buscar gozar o que a literatura denomina de benefícios privados do controle, obtidos por meio da expropriação dos demais acionistas. Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000) demonstram que, conforme os controladores reduzem a sua participação na propriedade, têm incentivos crescentes à expansão ineficiente (isto é, à realização de investimentos com valor presente líquido negativo).

Alguns pesquisadores, como, por exemplo, Claessens *et al.* (2002), têm sugerido que o tipo de controlador também pode influenciar a relação entre controlador e acionistas minoritários. Os

controles estatal e familiar, em particular, estariam associados a uma maior probabilidade de expropriação dos minoritários. Com relação ao controle familiar, é preciso observar, todavia, que podem ser encontrados na literatura argumentos na direção contrária.

Embora a separação entre controle e propriedade possa gerar incentivos à atuação oportunista de controladores, além de incentivos é preciso que os controladores tenham liberdade para expropriar os minoritários. A atuação oportunista dos controladores pode ser restringida por um maior nível de proteção legal e extralegal aos investidores (BEBCHUK; KRAAKMAN; TRIANTIS, 2000, p. 306; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANEZ; SHLEIFER, 1999, p. 512; DYCK, ZINGALES, 2004, p. 577).

Alternativamente, os investidores podem ser protegidos por mecanismos de governança no nível das firmas (BEBCHUK; KRAAKMAN; TRIANTIS, 2000, p. 303). Durnev e Kim (2005) e Klapper e Love (2004) apresentam evidências de que os mecanismos no nível das firmas parecem ser especialmente importantes em ambientes com menor proteção legal dos investidores, caso do Brasil, conforme é apresentado no Apêndice 1.

Ainda ligado à temática da estrutura de propriedade e controle, alguns pesquisadores (e.g.: LINS, 2003) levantam a hipótese de que outros acionistas (não controladores) com participação relevante nos direitos de voto podem exercer um papel de monitoramento.

Dentre os demais mecanismos de governança, destaca-se o conselho de administração, considerado o principal mecanismo interno para a solução de conflitos de agência nas empresas (SILVEIRA, 2004, p. 72). Para os fins desta pesquisa, tal mecanismo se torna ainda mais relevante, pois uma das atribuições do conselho é a tomada de decisões sobre aquisições (IBGC, 2009, p. 30).

Como é apresentado no capítulo 2, pode-se encontrar na literatura acadêmica e em códigos de melhores práticas orientações sobre as características mais adequadas para os conselhos de administração, ligadas à sua composição (independência e diversidade) e tamanho. Também são normalmente recomendados a constituição de comitês e que os cargos de presidente executivo e presidente do conselho não sejam ocupados pelas mesmas pessoas. Espera-se que empresas que contem com conselhos estruturados de acordo com as recomendações apresentem, mantidos os demais fatores constantes, desempenho superior.

É interessante notar que algumas características, particularmente a independência e a diversidade, têm sido indicadas não apenas como solução para os conflitos de agência, mas, também, para melhorar a qualidade do processo de tomada de decisão a partir de uma perspectiva comportamental. A ideia central é a de que a independência e a diversidade colaborariam para reduzir as chances de ocorrência de vieses cognitivos no processo decisório. O tema é desenvolvido no capítulo 2.³

Assim, podem ser formuladas hipóteses para uma relação positiva entre certas características do conselho e desempenho (no caso específico desta tese, nas decisões de aquisição) tendo em vista os possíveis efeitos positivos de tais características tanto na redução dos conflitos de agência, quanto na melhoria de qualidade do processo de tomada de decisão, pela redução da probabilidade de ocorrência de vieses cognitivos.

O estudo das relações entre a estrutura de governança das empresas, em particular a estrutura de controle e propriedade e a estrutura do conselho de administração, e os retornos observados para as empresas nos anúncios de aquisição de outras firmas é o tema desta tese.

Ainda que não seja novo, a literatura sobre o tema em mercados marcados por maior concentração do controle e da propriedade é escassa, como é apresentado no capítulo 2. Adicionalmente, a maior parte dos estudos tem se focado na relação entre os retornos para as adquirentes e medidas de concentração da propriedade e de excesso de direitos de voto do controlador. Foram encontrados apenas dois estudos, um com dados canadenses (BEN-AMAR; ANDRÉ, 2006) e outro com dados da Europa Continental (CAPRIO; CROCI; GIUDICE, 2011), que investigaram o eventual papel de monitoramento exercido por outros acionistas não controladores. Com relação ao tipo de controlador, os mesmos dois estudos investigaram o tema, com foco no controle familiar. Foi encontrado apenas um estudo, o de Ben-Amar e André (2006), que investigou as relações entre características do conselho, mais especificamente a sua independência e tamanho, e os retornos para as adquirentes. E dois estudos, o de Ben-Amar e André (2006) que, conforme já relatado, usou dados do Canadá, e o de Aybar e Ficici (2009), que usou dados de adquirentes localizadas principalmente na Ásia e América Latina, investigaram a relação entre o retorno para as adquirentes e a dupla listagem em bolsa nos Estados Unidos, usada como uma aproximação para a qualidade da governança

³ O leitor interessado no tema também pode consultar Silveira (2013, p. 35-38), que apresenta uma lista de 25 vieses cognitivos individuais ou coletivos que podem levar a problemas para a governança das empresas.

das empresas.

No Brasil, Oliveira Neto (2011) e Esteter (2012) investigaram a relação entre os retornos em anúncios de investimentos estratégicos, como aquisições e *joint-ventures*, e: (i) a listagem no Nível 2 ou no Novo Mercado da BM&FBovespa; e (ii) a listagem em tais segmentos e a dupla listagem em bolsas de valores nos Estados Unidos por meio da emissão de recibos de depósitos. A listagem nos segmentos diferenciados da BM&FBovespa e a dupla listagem nos Estados Unidos são utilizadas como aproximações nos estudos para a qualidade de governança das empresas.⁴

A abordagem de uso de variáveis binárias para indicar a listagem em segmentos diferenciados de governança ou a dupla listagem em bolsas nos Estados Unidos é válida. As empresas listadas no Nível 2 e no Novo Mercado têm que cumprir com exigências adicionais como, por exemplo, a manutenção de um percentual mínimo de conselheiros independentes (BM&FBOVESPA, 2012). As empresas com recibos de ações negociados em bolsa nos Estados Unidos têm que cumprir com algumas exigências daquele mercado, como a apresentação periódica do relatório 20-F com informações detalhadas sobre a empresa⁵ (COFFEE JR., 2002, p. 1786). Também se submetem a exigências da Lei Sarbanes-Oxley, criada com o objetivo de elevar a confiabilidade das demonstrações financeiras publicadas pelas empresas (COFFEE JR., 2002, p. 1768).⁶ Autores como La Porta *et al.* (2000, p. 23) e Coffee Jr. (2002, p. 1807) sugerem que a dupla listagem em bolsas nos Estados Unidos pode levar a uma melhoria na qualidade das práticas de governança de empresas oriundas de outros mercados (com menores níveis de exigência), sobretudo na dimensão transparência.

Embora a abordagem de uso de variáveis binárias como relatado acima seja válida, há, também, limitações. Um problema reside na possibilidade de haver diferenças relevantes nas práticas de governança entre empresas classificadas como homogêneas. Em outras palavras, pode ser que tal abordagem não consiga captar adequadamente as diferenças nas práticas de governança entre as empresas. Isso pode ser exemplificado pela análise da pontuação obtida pelas empresas no índice desenvolvido por Silveira (2004) para mensurar a qualidade da

⁴ Os resultados dos estudos são apresentados no capítulo 2.

⁵ Detalhes sobre as informações que devem ser apresentadas no relatório 20-F podem ser obtidos em JPMorgan (2012, p. 46-49).

⁶ O leitor interessado em mais informações sobre Lei Sabanes-Oxley e a sua aplicação às empresas estrangeiras pode consultar Coffee Jr. (2002, p. 1824-1825), Borgerth (2007, p. 19-47), Furuta (2010, p. 30-36) e Silveira (2010, p. 93-97).

governança das empresas no Brasil. O índice, calculado para o ano de 2002 para 161 empresas, contém 20 questões objetivas e é computado em uma escala de 0 a 20 pontos. A Tabela 1 apresenta as pontuações mínima e máxima obtidas pelas empresas listadas nos diferentes segmentos da BM&FBovespa e pelas empresas que tinham dupla listagem nos Estados Unidos por meio de programas de ADR, *American Depositary Receipts* ou recibo americano de depósito, níveis II ou III, que permitem a negociação em bolsa naquele país.

Tabela 1 - Pontuação no índice de governança de Silveira (2004) por segmento de listagem e entre emissoras de ADR II ou III

Segmento BM&FBovespa / Dupla Listagem EUA (número de empresas entre parênteses)		Mínimo	Máximo
Nível 1 (N1)	com ou sem ADR II ou III (14)	2	14
	sem ADR II ou III (7)	2	8
Nível 2 (N2)	com ou sem ADR II ou III (3)	4	13
	sem ADR II ou III (2)	4	9
Novo Mercado (NM)	com ou sem ADR II ou III (2)	8	13
	sem ADR II ou III (1)	8	8
ADR II ou III	com ou sem listagem N1, N2 ou NM (29)	4	16
	sem listagem N1, N2 ou NM (20)	4	16
Demais empresas (131)		1	14

Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados disponíveis em Silveira (2004, p. 59 e 123), Carvalho e Pennacchi (2012, p. 887-888), documentos arquivados pelas empresas e dados sobre dupla listagem disponíveis no *site* da CVM, Comissão de Valores Mobiliários, no *site* www.adr.com e na base de dados da Economática. Utilizou-se como data de corte para a classificação das empresas nas linhas acima o dia 31/12/2002.

O número de empresas listadas nos segmentos diferenciados de governança da BM&FBovespa era baixo, o que limita a análise. De qualquer forma, pode-se perceber elevada variação no escore obtido por empresas que seriam classificadas como homogêneas com o uso de variáveis binárias. É interessante notar que se pode incorrer, também, em erros de classificação. Por exemplo, há empresas que não pertenciam aos níveis diferenciados de listagem da BM&FBovespa, nem tinham programa de dupla listagem nos Estados Unidos, mas que tinham boas práticas de governança, conforme aproximação feita pelo índice de Silveira (2004). Embora os critérios e a metodologia de cômputo de qualquer índice possam ser questionados, os dados acima sugerem cautela com o uso de variáveis binárias para qualificar as firmas em relação às suas práticas de governança.

É importante frisar que não se questiona que, em média, deve haver uma relação positiva entre a qualidade das práticas de governança das empresas e a participação em segmentos diferenciados de listagem ou a dupla listagem em bolsas de valores nos Estados Unidos. De fato, Silveira (2004, p. 234) e Silveira *et al.* (2009, p. 183) encontraram evidências de

correlação positiva e significativa entre índices amplos de governança e a listagem no Novo Mercado ou no Nível 2 da BM&FBovespa e a dupla listagem em bolsas de valores nos Estados Unidos.⁷ Porém, como pode ser observado na Tabela 1 acima, além de haver diferenças significativas entre as firmas classificadas como homogêneas, corre-se risco de erro de classificação. Tais limitações talvez expliquem a dificuldade que os estudos têm apresentado para encontrar relações estatisticamente significantes entre o retorno anormal das adquirentes e as variáveis binárias, como é apresentado no capítulo 2.

Um problema adicional do uso de variáveis binárias para indicar listagem em segmentos diferenciados ou dupla listagem nos Estados Unidos decorre do fato de que as exigências podem mudar ao longo do tempo. Por exemplo, a exigência de manutenção de pelo menos 20% de independentes no conselho para as firmas listadas no Nível 2 e no Novo Mercado foi feita somente em 2006 (CARVALHAL-DA-SILVA, 2006, p. 43). Assim, amostras que contenham dados de períodos anteriores e posteriores a tal exigência, caso deste estudo, tratarão como iguais, do ponto de vista da governança, adquirentes que são potencialmente distintas (ainda que se trate da mesma empresa). Uma possível solução, o uso de dados apenas de períodos em que as regras eram as mesmas, deve levar a amostras reduzidas.

Tendo em vista as limitações indicadas acima, a presente pesquisa é efetuada com base em variáveis que procuram medir diretamente certas características da estrutura de governança das empresas adquirentes, com foco na estrutura de controle e propriedade (considerando também a possível influência do tipo de controlador) e no conselho de administração. O foco na estrutura de controle e propriedade decorre do fato de que as variáveis relacionadas com tal dimensão podem indicar a existência de maior alinhamento de interesses entre o controlador e os minoritários ou a existência de incentivos à atuação oportunista do controlador. Com relação ao conselho de administração, este é considerado o principal mecanismo interno de governança das empresas e está diretamente envolvido com as decisões de aquisição. Como já comentado, podem ser formuladas hipóteses para uma relação positiva entre certas características do conselho e os retornos das adquirentes seja em decorrência de uma possível

⁷ Silveira (2004, p. 234) encontrou correlações positivas e significantes entre o seu índice e a dupla listagem em bolsas dos Estados Unidos (+0,51) e com a listagem nos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa (+0,26). Silveira *et al.* (2009, p. 183), utilizando outro índice (LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005), com dados de 1998 a 2004, encontram correlações positivas e significantes com a dupla listagem em bolsas dos Estados Unidos (+0,34) e com a participação no Nível 2 ou no Novo Mercado da BM&FBovespa (+0,38). Embora existam relações positivas e significantes, os coeficientes podem ser considerados baixos e são, de certa forma, evidência dos problemas indicados acima.

redução dos problemas de agência, seja em função da melhoria do processo de tomada de decisão por redução da chance de ocorrência de vieses cognitivos.

1.2 Problema de Pesquisa

A reação do mercado de capitais às decisões de fusões e aquisições das empresas, dada pelo retorno anormal das ações das empresas envolvidas na data e em dias próximos do anúncio, é normalmente a medida de desempenho utilizada em estudos sobre o tema. Como comentado na seção anterior, tanto em estudos nacionais, quanto internacionais, tal medida costuma apresentar média próxima de zero para as adquirentes, mas com elevada variância. Um desafio para os pesquisadores da área é identificar fatores que expliquem tal variância.

Como também já foi comentado na seção anterior, um dos fatores que pode eventualmente ajudar a explicar a variância do retorno anormal observado pelas adquirentes é a sua estrutura de governança. Isso porque, conforme a literatura, as decisões de aquisição podem ser tomadas não com vistas a maximizar o valor da empresa adquirente, mas para beneficiar os gestores em empresas com capital disperso, ou os controladores no caso de empresas com controle mais concentrado. Adicionalmente, alguns pesquisadores têm levantado a hipótese de que certas características do conselho de administração podem colaborar, também, para a melhoria de qualidade do processo decisório por eventualmente contribuírem para reduzir as chances de ocorrência de alguns vieses cognitivos no processo decisório.

Em função do exposto nos dois últimos parágrafos e na seção anterior, esta pesquisa procura responder ao seguinte problema de pesquisa: **qual a relação entre o retorno anormal das adquirentes e as características da sua estrutura de governança?**

Como relatado na seção anterior, as análises da presente tese têm como foco a estrutura de controle e propriedade e o conselho de administração.

1.3 Objetivos da Tese e Hipótese Central

Tendo em vista o problema de pesquisa definido na seção anterior, a pesquisa tem por

objetivo geral investigar a relação entre as características da estrutura de governança das empresas, com foco na estrutura de controle e propriedade e no conselho de administração, e o retorno anormal para as adquirentes listadas em bolsa no Brasil. Seus objetivos específicos são investigar:

- A relação entre o retorno anormal das adquirentes e a concentração da propriedade;
- A relação entre o retorno anormal das adquirentes e o excesso de direitos de voto do(s) maior(es) acionista(s);
- A relação entre o retorno anormal das adquirentes e os direitos de voto do segundo e terceiro maiores acionistas (hipótese de papel de monitoramento de tais acionistas);
- A relação entre o retorno anormal das adquirentes e a identidade do controlador;
- A relação entre o retorno anormal das adquirentes e a estrutura do seu conselho de administração, com foco na independência, no acúmulo dos cargos de presidente executivo e presidente do conselho, no tamanho, na existência de comitê de auditoria (ou conselho fiscal) e na diversidade do conselho.

A hipótese central é de relação positiva entre o retorno anormal das adquirentes em anúncios de aquisição e as características normalmente sugeridas pela literatura ou códigos de melhores práticas como mais adequadas para reduzir os problemas de conflitos de interesses ou melhorar a qualidade do processo decisório pela redução da probabilidade de ocorrência de vieses cognitivos.

As hipóteses específicas, usadas como guias para a pesquisa empírica, são apresentadas no capítulo 2. Dentre as características estudadas, está a identidade do controlador. A ideia é a de que determinados tipos de controlador podem ser mais propensos que outros a expropriar os minoritários. Assim, as hipóteses específicas podem ser formuladas prevendo-se uma relação positiva entre o retorno anormal e o controle por controladores menos propensos a expropriar os demais acionistas; ou prevendo-se uma relação negativa entre o retorno anormal e o controle por controladores mais propensos à expropriação dos demais acionistas. A mesma observação vale para as demais características da estrutura de governança das adquirentes estudadas. Adicionalmente, havendo argumentos na literatura em sentidos contrários, as hipóteses podem ser formuladas na forma nula (ou seja, de inexistência de relação estatisticamente significativa com o retorno anormal).

1.4 Justificativa e Contribuições

As fusões e aquisições estão entre as principais decisões de investimento tomadas pelas empresas (MASULIS; WANG; XIE, 2009, p. 1699). Dessa forma, podem ter impacto relevante na riqueza dos investidores. Identificar fatores que expliquem a dispersão do desempenho das empresas nas decisões de fusões e aquisições (aproximado pelo retorno anormal) é um desafio para os pesquisadores na área de Finanças. A literatura indica que as características da estrutura de governança das empresas adquirentes podem contribuir para tal desafio, configurando uma oportunidade de pesquisa.

Como pode ser observado na seção 1.1 e no capítulo 2, há escassez de pesquisas sobre o tema desta tese em ambientes marcados por maior concentração da propriedade e controle, caso do Brasil. Adicionalmente, o foco dos poucos estudos encontrados é a análise da relação entre estrutura de propriedade e controle e o retorno anormal. Com relação à possível influência do tipo de controlador, o foco dos estudos recaiu na análise do controle familiar, sem estudar o possível efeito de outros tipos de controle, como o estatal. Foi encontrado apenas um estudo que investigou, também, o papel do conselho de administração, com foco na sua independência e tamanho. E alguns poucos estudos investigaram o tema utilizando como *proxies* para a qualidade da governança das empresas variáveis binárias que talvez não discriminem adequadamente as empresas.

Face ao exposto nos dois últimos parágrafos, são contribuições desta tese:

- A investigação de fatores que podem explicar a dispersão do retorno anormal das empresas adquirentes em uma importante decisão, a de aquisição de outras empresas. Apesar da sua importância, foram encontrados poucos estudos sobre o tema realizados no mercado brasileiro. É possível que a escassez de pesquisas na área se deva à dificuldade de obtenção de dados, também enfrentada nesta pesquisa;
- O foco nas diferenças nas características da estrutura de governança entre as empresas como uma possível explicação para a variância do retorno anormal das adquirentes, em um ambiente caracterizado pela presença de acionistas controladores. Como já comentado, há escassez de estudos sobre o tema em ambientes semelhantes ao brasileiro;
- As análises acerca da relação entre estrutura de propriedade e controle e o retorno

anormal das adquirentes. Não foram encontrados estudos que tenham investigado o tema com dados do Brasil. Assim, o presente estudo contribui para a literatura nacional sobre o tema;

- A análise da possível influência da identidade do acionista controlador. Além de poucas pesquisas terem estudado tal aspecto, o foco recaiu na análise do controle familiar. A presente pesquisa estuda, também, a relação com outros tipos de controle, como o estatal;
- A análise da relação entre o retorno anormal das adquirentes e características do seu conselho de administração. A revisão da literatura encontrou apenas um estudo realizado com dados de mercados com propriedade mais concentrada (Canadá) que investigou tal relação. Além de contribuir para a literatura com evidências sobre tal relação, esta pesquisa amplia a análise, incorporando uma dimensão não abarcada por outros estudos, qual seja, a diversidade dos conselhos;
- De forma mais geral para a literatura de Finanças, em linha com Masulis, Wang e Xie (2009, p. 1698), a investigação de um dos possíveis canais por meio dos quais as práticas de governança das empresas podem colaborar para a geração ou destruição de valor nas empresas.

1.5 Delimitação

A primeira delimitação se refere às empresas analisadas. O estudo é realizado apenas com dados de empresas negociadas em bolsa no Brasil. A restrição às empresas negociadas em bolsa se deve ao método utilizado para a estimativa do desempenho das adquirentes, o estudo de eventos, que requer o uso de dados de preço das ações das empresas; além da maior disponibilidade de dados, em geral, para tais empresas. Outra delimitação importante é a temporal. São analisados dados de 2001 a 01/11/2013, para os quais foi possível obter dados.

É assumida a validade das hipóteses dos estudos de eventos (apresentadas no capítulo 3). Em particular, a pesquisa assume que o retorno anormal nos anúncios de aquisições é uma medida adequada da criação ou destruição de riqueza associada a tais decisões. Assim, não são feitas análises sobre os efeitos em outras variáveis de desempenho, como, por exemplo, medidas contábeis de rentabilidade.

A pesquisa tem por foco a investigação da relação entre as características da estrutura de governança das empresas e o retorno anormal em aquisições. Nesta pesquisa, entende-se governança como um conjunto de mecanismos que “[...] visa a fazer com que as decisões sejam tomadas de forma a maximizar o valor de longo prazo do negócio e o retorno de todos os acionistas.” (SILVEIRA, 2010, p. 3). É importante notar que tais mecanismos podem contribuir para decisões de melhor qualidade não só por potencialmente reduzirem os conflitos de interesses, mas, também, por possivelmente reduzirem as chances de ocorrência de alguns vieses cognitivos no processo de tomada de decisão.

São investigadas duas dimensões de governança: a estrutura de propriedade e controle e o conselho de administração. Estudos desenvolvidos com dados dos Estados Unidos também têm pesquisado a relação entre o sistema de remuneração dos executivos e o retorno anormal em aquisições. A análise de tal mecanismo no Brasil teria que ser feita com amostras reduzidas.⁸

É importante observar que, embora a tese tenha se focado na relação entre o retorno anormal e a estrutura de governança das empresas, as análises são controladas por diversas variáveis que podem eventualmente influenciar o retorno anormal das adquirentes.

Por fim, embora a revisão da literatura apresente resultados de estudos empíricos que investigaram a relação entre certas características da estrutura de governança das firmas e o valor ou desempenho da firma, esta tese não tem a pretensão de esgotar o assunto. O foco da revisão da literatura empírica recaiu sobre os estudos que investigaram a relação entre governança e o retorno anormal em aquisições.

1.6 Estrutura da Tese

Neste capítulo, foram apresentados o tema estudado, o problema de pesquisa investigado, os objetivos da tese, as justificativas e contribuições da pesquisa, bem como as suas delimitações. O próximo capítulo apresenta o referencial teórico e empírico utilizado na

⁸A CVM, Comissão de Valores Mobiliários, passou a exigir a divulgação de informações sobre remuneração da administração a partir de 2010, por meio da Instrução CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009. (BRASIL, 2010).

pesquisa e as hipóteses formuladas tendo em vista tal referencial e o problema e objetivos da pesquisa. Em seguida, o capítulo 3, denominado “Metodologia”, apresenta os procedimentos utilizados para a realização dos testes das hipóteses desenvolvidas, bem como algumas das limitações da pesquisa. Os resultados da pesquisa empírica são apresentados e analisados no capítulo 4. Por fim, no capítulo 5 são apresentadas as “Considerações Finais”.

2 REVISÃO DA LITERATURA E HIPÓTESES DE PESQUISA

2.1 Bons Motivos para a Realização de Aquisições: Sinergias

As literaturas de Finanças e de Estratégia apresentam diversos motivos para a realização de fusões e aquisições com o objetivo de criação de valor, conforme observado em artigos como os de Jensen (1986), Seth (1990a, 1990b), Berkovitch e Narayanan (1993) e Capron e Pistre (2002), entre outros, e em livros como o de Copeland, Weston e Shastri (2003, p. 760-765). Entre os motivos normalmente apresentados por esses trabalhos, podem ser citados: aumento de poder de mercado; economias de escala e de escopo; ganhos decorrentes da melhoria da organização da produção em integrações verticais; ganhos decorrentes da utilização de recursos complementares; melhorias de eficiência decorrentes de troca de gestão, incluindo a redução dos problemas de agência nas empresas-alvo; superação de barreiras à entrada em mercados; maior velocidade de entrada em novos mercados; ganhos fiscais, incluindo-se os decorrentes do aumento da capacidade de endividamento em função da transação.

Dado o tema deste trabalho, é interessante notar que as aquisições podem colaborar para reduzir problemas de agência, e não serem executadas como uma manifestação de tais problemas, como apresentado mais adiante. A ideia é a de que, em um contexto de propriedade pulverizada, caso a administração exproprie os acionistas em níveis elevados, reduzindo substancialmente o valor negociado da empresa, esta pode ser alvo de uma aquisição hostil (à administração) por outras empresas ou investidores. O risco de uma tomada de controle, e substituição da administração, atuaria, então, como um mecanismo disciplinador dos gestores das empresas.

Trabalhos como os de Manne (1965, p. 112), Jensen e Meckling (1976, p. 74), Fama e Jensen (1983, p. 187), Jensen (1986, p. 323) e Shleifer e Vishny (1997, p. 756) destacam o papel importante do mercado de controle corporativo na limitação da atuação oportunista pelos administradores. Jensen (1986, p. 323 e 327-328) destaca, em particular, o papel do mercado de controle corporativo em firmas com excesso de geração de caixa. A ameaça de uma tomada de controle das empresas faria a administração se alinhar aos interesses dos acionistas, reduzindo o nível de investimento ineficiente dos fluxos de caixa em excesso.

Os possíveis ganhos resultantes de fusões e aquisições normalmente são denominados de “sinergias” (SETH, 1990b, p. 432; BERKOVITCH; NARAYANAN, 1993, p. 350). Tais sinergias levariam a um valor das empresas juntas superior à soma dos seus valores se separadas (SETH, 1990b, p. 432). Em um mercado de capitais eficiente na forma semiforte, tais ganhos seriam reconhecidos pelos investidores no anúncio das transações, levando a um aumento no valor das empresas envolvidas (BERKOVITCH; NARAYANAN, 1993, p. 350; KAYO, 2007, p. 71 e 73).

2.2 Os Retornos Associados às Aquisições

Normalmente, os resultados das aquisições são mensurados pelo método do estudo de eventos (COPELAND; WESTON; SHASTRI, 2003, p. 778). Em termos simples, o método consiste na realização de estimativas dos retornos anormais das ações das empresas em função do evento, isto é, acima ou abaixo do que se poderia esperar se o evento não tivesse ocorrido; e de testes sobre a significância estatística de tais retornos anormais.

Se for verdade que as aquisições são feitas em busca de sinergias, e se o mercado for eficiente na forma semiforte, então se deve esperar que o retorno anormal médio em estudos de eventos sobre tais transações seja positivo. Com efeito, os estudos empíricos costumam apresentar retornos anormais combinados (para as duas empresas envolvidas na operação) positivos, dando indícios de que há sinergias em tais transações. Porém, o fato de os ganhos combinados serem, em média, positivos não significa que os acionistas das duas empresas ganham com a operação. Em média, os ganhos parecem ser incorporados totalmente pelos acionistas das empresas-alvo. Enquanto os acionistas destas costumam obter retornos anormais positivos, o retorno anormal para os acionistas das adquirentes não costuma ser, em média, estatisticamente diferente de zero e pode, por vezes, ser negativo. Andrade, Mitchell e Stafford (2001), Copeland, Weston e Shastri (2003, p. 778 e p. 806-807) e Bruner (2004, p. 36-47) apresentam evidências dos padrões de retornos indicados acima.

No Brasil, há dificuldades em se mensurar os ganhos combinados, pois muitas vezes as empresas-alvo são fechadas. Em geral, os estudos se focam nos retornos das adquirentes. Brito, Batistella e Famá (2005), Camargos e Barbosa (2007), Kayo (2007), Patrocínio, Kayo e Kimura (2007) e Kayo, Patrocínio e Martin (2009) apresentam evidências de retornos, em

média, nulos ou negativos para os acionistas das firmas adquirentes. Por outro lado, Simões *et al.* (2012) encontram evidências de retorno anormal médio positivo para as adquirentes na data de anúncio das transações.

De acordo com Capron e Pistre (2002, p. 781), embora os retornos para os acionistas das adquirentes costumem ser, em média, nulos ou próximos de zero (algumas vezes negativos), em geral apresentam elevada variância. Há transações que criam valor, enquanto outras destroem. Naturalmente, uma questão que surge é: o que explica a criação e destruição de valor para os acionistas das adquirentes? A literatura de Finanças procura responder a tal questionamento apresentando dois outros motivos para as aquisições, além da busca de sinergias: *hubris* e problemas de agência nas adquirentes.

2.3 A Hipótese de *Hubris* e o Retorno em Aquisições

A proposição de *hubris* foi formulada por Roll (1986). De acordo com tal autor, gestores excessivamente confiantes e otimistas⁹ poderiam fazer avaliações incorretas de empresas-alvo, levando ao pagamento em excesso. Tais gestores superestimariam as sinergias geradas pela operação. Segundo Kayo (2007, p. 73-75), mesmo no caso de uma operação motivada por sinergia, se o problema de *hubris* for excessivo, representado pelo pagamento de um prêmio superior à criação de valor pela realização da transação, os retornos para os acionistas da adquirente serão negativos.

Malmendier e Tate (2008) apresentam evidências favoráveis a tal hipótese com dados dos Estados Unidos. Os autores classificaram os presidentes executivos como excessivamente confiantes e otimistas com base nas suas decisões acerca do exercício de compra de opções de ações da empresa e com base em análise de conteúdo de matérias publicadas na imprensa.

No Brasil, Oliveira Neto (2011) classifica os presidentes executivos das empresas como excessivamente confiantes e otimistas se forem fundadores (*proxy* para o perfil de um

⁹ Barros e Silveira (2008) revisam a literatura sobre o tema. Excesso de confiança é a tendência que as pessoas têm de “[...] superestimar suas próprias habilidades e conhecimentos e/ou a qualidade e precisão das informações que são capazes de obter.” (BARROS; SILVEIRA, 2008, p. 296). Já o otimismo está ligado à tendência que as pessoas têm de superestimar a probabilidade de passar por experiências positivas e subestimar a probabilidade de passar por experiências negativas (BARROS; SILVEIRA, 2008, p. 296). Ainda de acordo com os autores, pesquisas indicam que os dois vieses costumam ocorrer em conjunto (BARROS; SILVEIRA, 2008, p. 299).

indivíduo empreendedor, indicado na literatura como, em geral, excessivamente confiante e otimista) e também encontra evidências de relação negativa com o retorno anormal em anúncios de investimentos estratégicos, como aquisições e *joint-ventures*.

2.4 Problemas de Agência e o Retorno para as Adquirentes

A próxima subseção trata da possibilidade de aquisições destruidoras de valor para os acionistas das adquirentes serem feitas em decorrência de conflitos de interesses entre gestores e acionistas, problema característico das empresas com dispersão acionária. A subseção seguinte trata dos conflitos de interesses entre acionistas controladores e minoritários, problema de governança de mercados marcados por maior concentração acionária, que é o caso do Brasil. O tema é apresentado primeiro de forma mais ampla e, em seguida, com foco nas decisões de aquisição.

2.4.1 Conflitos de Agência entre Proprietários e Gestores

Como apresentado na seção 2.1, o mercado de controle corporativo é indicado como um dos mecanismos de governança para a redução dos conflitos entre gestores e acionistas em mercados com maior dispersão acionária. Todavia, em tais mercados, as próprias aquisições podem ser realizadas como uma manifestação dos problemas de agência. Isso porque os gestores têm incentivos e poder para realizar investimentos ineficientes (isto é, com valor presente líquido negativo).

Gestores podem buscar, por meio da expansão da empresa, ainda que acima do nível ótimo, benefícios como o aumento de poder pelo maior volume de recursos sob seu controle, da sua remuneração, normalmente atrelada ao porte das empresas, e das oportunidades de promoção dos seus funcionários (JENSEN, 1986, p. 323). O autor apresenta exemplos de investimentos, em geral, e aquisições, em particular, feitos por firmas do setor de petróleo entre fins dos anos 1970 e a primeira metade dos anos 1980 como evidência de problemas de agência (JENSEN, 1986, p. 326-327). Segundo o autor, o setor gerava alto nível de fluxo de caixa e teria capacidade ociosa. Mesmo assim, as empresas do setor continuaram investindo em exploração e desenvolvimento e em aquisições de diversificação, alternativamente à distribuição de caixa para os acionistas.

Os executivos também podem buscar, por meio de aquisições de empresas de outros setores de atividade, diversificar o seu “risco de emprego” (AMIHUD; LEV, 1981, p. 606-609). Parte substancial da renda dos executivos costuma estar concentrada na sua relação de emprego com a empresa. Além disso, no caso extremo de falência, os executivos teriam dificuldade inclusive para encontrar outro emprego. Como a aquisição de uma firma não relacionada ajuda a estabilizar os fluxos de caixa da adquirente, tais transações seriam de interesse dos executivos, mesmo que não criem valor. Amihud e Lev (1981) apresentam evidências de maior tendência à realização de aquisições do tipo conglomerado em empresas controladas por executivos (em que nenhum acionista tinha mais que 10% das ações ordinárias). Além disso, as firmas controladas pelos executivos se mostraram mais diversificadas.

As aquisições podem ainda ser utilizadas para a obtenção de ativos que se encaixem na especialidade do executivo para aumentar a dependência da empresa em relação ao seu trabalho (SHLEIFER; VISHNY, 1989, p. 123 e 132). No modelo de Shleifer e Vishny, os executivos escolhem projetos de crescimento (inclusive por meio de aquisições) que sejam complementares às suas habilidades, mesmo que tais investimentos não levem a um aumento de valor da firma. Uma vez feito o investimento, como têm vantagem comparativa naquele negócio, aumentam seu poder de barganha com os acionistas.

Dados os benefícios que os executivos podem extrair das aquisições, e partindo-se da premissa de que buscam maximizar seu próprio nível de utilidade e, portanto, não são agentes perfeitos (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 54), tais transações podem ser feitas mesmo na ausência de sinergias e a um preço superior ao valor intrínseco da empresa-alvo (SHLEIFER; VISHNY, 1988, p. 14; MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1990, p. 31). De acordo com Shleifer e Vishny (1988, p. 14), é possível, ainda, que as transações realizadas em busca de objetivos gerenciais mais do que transfiram recursos dos acionistas da adquirente para os da empresa-alvo e, na verdade, promovam a destruição de valor de forma agregada. Isso poderia ocorrer, por exemplo, no caso de os executivos da adquirente serem piores gestores para o negócio da alvo do que os executivos da alvo ou outros potenciais adquirentes. Por fim, segundo Shleifer e Vishny (1988, p. 14), embora as transações de aquisição possam criar valor de forma agregada, os executivos das adquirentes aceitariam com frequência pagar acima do devido para poderem extrair os benefícios privados da transação. Assim, mesmo nestes casos, os ganhos seriam apropriados integralmente pelos acionistas das empresas-alvo.

Como pode ser observado, o mercado de controle corporativo parece possuir duas faces. Conforme Jensen (1986, p. 328), “as tomadas de controle são tanto evidência de conflitos de interesses entre acionistas e executivos, quanto uma solução para o problema.”¹⁰

A realização de aquisições prejudiciais aos acionistas das adquirentes talvez seja restringida pela presença de mecanismos de governança que os protejam. Alguns pesquisadores têm investigado a relação entre a estrutura de governança e retorno anormal em aquisições utilizando dados de empresas listadas em bolsa nos Estados Unidos, mercado marcado por maior dispersão acionária. Os resultados de tais pesquisas são apresentados na última seção deste capítulo.

2.4.2 Conflitos de Agência entre Controladores e Minoritários

A subseção anterior mostrou que, em empresas com propriedade dispersa, os executivos podem decidir por aquisições em busca de benefícios para si, em detrimento dos acionistas. Todavia, a dispersão da propriedade não é uma característica do Brasil e de muitos outros países. Mais comum é a concentração dos direitos de voto e a separação entre direitos de voto e de propriedade por meio de mecanismos como a emissão de ações sem direito de voto e estruturas piramidais de controle.

Estatísticas podem ser obtidas nos estudos de Claessens, Djankov e Lang (2000) para países do Leste Asiático, Faccio e Lang (2002) para a Europa Continental e, por exemplo, Leal e Carvalhal-da-Silva (2006) para o Brasil. O Apêndice 2 apresenta de forma resumida tais estatísticas e indica que a concentração dos direitos de voto e a separação entre propriedade e controle, embora comuns, são especialmente altos no Brasil. É importante relatar, porém, que a concentração dos direitos de voto e a separação entre propriedade e controle devem ter sido reduzidas nos últimos anos com o aumento de empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa, que não permite a emissão de ações sem direito a voto.

A indicação de problemas de agência para explicar, ao menos em parte, a variância nos retornos observados para as adquirentes também seria aplicável em mercados como o brasileiro? Os estudos revisados nas próximas subseções indicam que sim, sobretudo em

¹⁰ “[...] takeovers are both evidence of the conflicts of interest between shareholders and managers, and a solution to the problem.”

ambientes com menor nível de proteção legal e extralegal¹¹ aos investidores, caso do Brasil, conforme pode se observar nos estudos de La Porta *et al.* (1998), Djankov *et al.* (2008) e Dyck e Zingales (2004). O Apêndice 1 apresenta detalhes sobre tais estudos.

A próxima subseção explora os efeitos da concentração do controle e da separação entre controle e propriedade nas relações entre controladores e minoritários. A subseção seguinte apresenta estudos que indicam que o ambiente pode ser importante nos efeitos da concentração do controle e da separação entre propriedade e controle na expropriação dos minoritários pelos controladores. Alguns estudos indicam que a identidade do controlador e a presença de outros acionistas que exerceriam um papel de monitoramento do controlador podem ser importantes também e os temas são explorados nas subseções seguintes. Por fim, apresenta-se de forma mais direta os efeitos da concentração do controle acompanhado da manutenção de excesso de votos pelo controlador nas decisões de expansão das firmas, conforme análise feita por Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000).

2.4.2.1 Concentração do Controle, Separação entre Controle e Propriedade e Conflitos entre Controladores e Minoritários

Acionistas que possuem participação elevada no capital das empresas podem colaborar para reduzir os problemas de agência da relação entre acionistas e gestores. Isso porque possuem interesse na maximização dos lucros e baixos incentivos ao desvio de recursos da empresa, bem como condições de fazer seus interesses serem respeitados (SHLEIFER; VISHNY, 1997, p. 754; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILNAEZ-SHLEIFER, 1999, p. 474).

Embora a concentração da propriedade tenha vantagens, há custos. O mais óbvio, segundo Shleifer e Vishny (1997, p. 758), é a ineficiência na diversificação das carteiras dos investidores, que passam a carregar risco em excesso. Um problema mais fundamental da concentração da propriedade, de acordo com os autores, é que os controladores podem buscar, por meio da empresa, atingir seus interesses, que podem conflitar com os dos demais

¹¹ Dyck e Zingales (2004) exploram o tema. A pressão da mídia restringiria o comportamento oportunista dos controladores por questões relacionadas com a reputação (DYCK; ZINGALES, 2004, p. 577). Segundo os autores, o *enforcement* da legislação tributária reduziria a liberdade dos controladores para expropriar os minoritários por meio de transações com partes relacionadas por meio do estabelecimento de preços de transferência que os beneficiem. E o governo não sofreria do problema de carona (*free-rider*) dos minoritários, pois a aplicação das regras para uma empresa incentivaria o cumprimento da legislação pelas demais empresas (DYCK; ZINGALES, 2004, p. 578-579).

acionistas. E, como têm o controle, estão protegidos da disciplina do mercado de controle corporativo (BEBCHUK; KRAAKMAN; TRIANTIS, 2000, p. 295).

Os acionistas controladores podem se beneficiar explorando transações com outras empresas sob seu controle e aproveitando oportunidades da empresa, bem como gozar os benefícios privados normalmente associados aos gestores em empresas com propriedade pulverizada (SHLEIFER; VISHNY, 1997, p. 742 e 758-760; LA PORTA *et al.*, 2000, p. 4; NENOVA, 2003, p. 326; DYCK; ZINGALES, 2004, p. 540; DJANKOV *et al.*, 2008, p. 430). Com base em notícias publicadas em meios de comunicação voltados para negócios no Brasil, Silveira e Dias Júnior (2010) analisam 24 casos, envolvendo 21 empresas negociadas em bolsa no Brasil, de disputas entre controladores e minoritários acerca de decisões tomadas pelos primeiros. Utilizando o método de estudo de eventos, os autores apresentam evidências de elevada destruição de valor nas companhias envolvidas. É importante informar que muitas das práticas ligadas à apropriação de benefícios privados do controle são consideradas legais mesmo em países mais desenvolvidos (JOHNSON *et al.*, 2000).

O problema na relação entre acionistas controladores e minoritários é particularmente grave quando os direitos de votos dos controladores excedem de forma significativa os seus direitos de propriedade (SHLEIFER; VISHNY, 1997, p. 758). Os controladores podem separar propriedade e controle por meio de mecanismos como estruturas piramidais, participações cruzadas e emissão de ações com distintos direitos de voto (BEBCHUK; KRAAKMAN; TRIANTIS, 2000, p. 297). Tais mecanismos, sobretudo as pirâmides, são comuns em vários países (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANEZ; SHLEIFER, 1999). No Brasil, a emissão de ações sem direito a votos é disseminada (LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005, p. 19; NENOVA, 2003, p. 328).¹² Nesses casos, é possível obter o controle da empresa com reduzida participação no capital. Quer dizer, o controlador pode se entrincheirar, mantendo baixo interesse econômico na empresa. Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000, p. 297-301) demonstram que, na ausência de restrições legais, os controladores podem, por meio de tais mecanismos, reduzir sua participação no capital a níveis muito próximos de zero, mantendo o controle da empresa. Em tais casos, possuem o poder e os incentivos para expropriar os acionistas minoritários, sem sofrerem a disciplina do mercado de controle corporativo,

¹² Novamente, é preciso lembrar que a abertura de capital de várias empresas no Novo Mercado, que não permite a emissão de ações sem direito a voto, trouxe para o mercado brasileiro empresas em que tal característica não está presente.

presente nas empresas com propriedade pulverizada (SHLEIFER e VISHNY, 1997, p. 756; BEBCHUK; KRAAKMAN; TRIANTIS, 2000, p. 295).

Vários estudos já testaram as relações entre valor da empresa e estrutura de controle e propriedade utilizando dados de ambientes com maior concentração do controle e da propriedade. A ideia é a de que quanto maior o incentivo que os controladores têm à expropriação dos minoritários, menor o valor da empresa para estes acionistas, *ceteris paribus*. Dentre os estudos realizados com dados de outros ou de vários países, pode-se citar La Porta *et al.* (2002), Claessens *et al.* (2002), Lins (2003) e, mais recentemente, Gompers, Ishii e Metrick (2010). Conjuntamente, tais estudos fornecem evidências de relação positiva entre valor da empresa e a fração do capital detida pelo controlador; e negativa entre valor e: o nível de direitos de voto do controlador e a separação entre direitos a voto e direitos a fluxo de caixa pelo controlador.

Leal (2004) fez uma revisão da literatura sobre a relação entre estrutura de propriedade e valor. Segundo o autor, no Brasil, as evidências obtidas até então davam suporte à hipótese de entrincheiramento dos controladores, com uma relação negativa entre concentração dos direitos de voto e valor da firma, em linha com as evidências internacionais; mas não de incentivo, pois não apresentariam evidências de uma relação significativa entre valor e concentração da propriedade (LEAL, 2004, p. 334). Outros estudos, como os de Silveira *et al.* (2004), Silveira (2004), Carvalhal-da-Silva (2004), Carvalhal-da-Silva e Leal (2006), Leal e Carvalhal-da-Silva (2005; 2006) e Okimura, Silveira e Rocha (2007), também estudaram o tema com dados de empresas brasileiras. Tais pesquisas apresentam evidências favoráveis principalmente à hipótese de entrincheiramento e, com menor grau de intensidade, para a separação entre controle e propriedade. Com relação à hipótese de influência positiva da participação do controlador na propriedade sobre o valor das firmas, apenas o estudo de Carvalhal-da-Silva e Leal (2006) apresentou relação estatisticamente significativa.

Doidge (2004), com dados de vários países, e Carvalhal-da-Silva e Subrahmanyam (2007) e Saito e Silveira (2010), com dados brasileiros, testaram de forma mais direta a relação entre estrutura de controle e propriedade e a expropriação dos minoritários pelos controladores. Doidge (2004) apresenta evidências de uma relação negativa entre o prêmio das ações com direito a voto, *proxy* para os benefícios privados do controlador, e a concentração da

propriedade¹³. Carvalhal-da-Silva e Subrahmanyam (2007) apresentam evidências de que o prêmio das ações com direito a voto apresenta relações significantes com o percentual da propriedade detido pelos controladores (negativa) e com a separação entre direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa pelo controlador (positiva). Saito e Silveira (2010) encontraram uma relação negativa entre a fração de propriedade detida pelos três maiores acionistas e o prêmio observado para as ações com direito a voto. Com relação aos direitos de voto, o coeficiente se mostrou positivo em algumas análises e negativo em outras¹⁴. Os três estudos controlaram a análise por outros possíveis determinantes do prêmio associado às ações com direito a voto.

Dahya, Dimitrov e McConnell (2008) e Cheung *et al.* (2009) também analisam de forma mais direta a relação entre estrutura de propriedade e expropriação dos minoritários, mas pela análise de transações com partes relacionadas. Não encontraram evidências favoráveis às hipóteses desenvolvidas. Dahya, Dimitrov e McConnell (2008) analisam os dados de empresas localizadas em 22 países, incluindo o Brasil, que contavam com um acionista dominante (pelo menos 10% dos direitos de voto). Apresentam evidências de uma relação negativa entre a realização de tais transações e o valor das firmas. Os autores analisaram os fatores associados com a realização de tais transações. Não encontraram evidências de relação significativa com o nível de direitos sobre fluxo de caixa do acionista dominante. Já Cheung *et al.* (2009) analisam dados de compra e venda de ativos por empresas listadas em bolsa em Hong Kong. Apresentam evidências de que as empresas pagam mais (recebem menos) na compra (venda) de ativos em transações com partes relacionadas, utilizando como fundamentos para a avaliação o valor contábil e o lucro associado aos ativos. O nível de participação nos direitos sobre os fluxos de caixa e o maior alinhamento entre os direitos sobre o fluxo de caixa e de votos do maior acionista não parecem atenuar tais relações.

Os estudos citados nos últimos quatro parágrafos fornecem algum suporte à hipótese de que a estrutura de propriedade das empresas afeta o nível de expropriação dos minoritários (nas direções esperadas para as diferentes variáveis), quando esta é medida pelo valor das firmas e pelo prêmio das ações com direito a voto. Já os testes mais diretos da relação entre as características da estrutura de propriedade e a frequência e efeitos das transações com partes

¹³ O autor usa dados no nível dos países. Sua variável é a média da fração da propriedade detida pelos três maiores acionistas nas 10 maiores empresas privadas, não financeiras, listadas em bolsa em cada país.

¹⁴ Conforme as hipóteses desenvolvidas pelos autores, uma maior concentração dos direitos de voto pode reduzir as chances de troca de controle, reduzindo o prêmio das ações com direito a voto negociadas no mercado.

relacionadas, citados no último parágrafo, não encontraram significância estatística para as hipóteses testadas.

2.4.2.2 A Influência do Ambiente

Além de incentivos, é preciso que os controladores tenham liberdade para expropriar os minoritários. Conforme já observado, Johnson *et al.* (2000) apresentam evidências de que muitas das práticas ligadas à apropriação de benefícios privados do controle são consideradas legais mesmo em países mais desenvolvidos. De qualquer forma, legislações que protejam mais os direitos dos minoritários, reduzindo as oportunidades de obtenção de benefícios privados pelos controladores, devem reduzir tal tendência (BEBCHUK; KRAAKMAN; TRIANTIS, 2000, p. 306; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANEZ; SHLEIFER, 1999, p. 512).

Com efeito, Nenova (2003) e Dyck e Zingales (2004) apresentam evidências de relação negativa entre o nível de benefícios privados do controle e variáveis de proteção legal do investidor. Dahya, Dimitrov e McConnell (2008) apresentam evidências de relação negativa entre o nível de proteção legal dos investidores e a probabilidade de a empresa se envolver em transações com o acionista dominante (com mais de 10% dos votos), *proxy* para a expropriação dos minoritários, dada a relação negativa com o valor das empresas obtida na pesquisa.

Como já comentado, estatísticas de estudos nacionais e internacionais indicam que o Brasil apresenta elevados níveis de concentração de controle e excesso de direitos de voto pelos controladores e baixo desempenho em índices de proteção legal e extralegal dos investidores (veja as estatísticas nos Apêndices 1 e 2). Tal combinação sugere que a expropriação dos minoritários no Brasil deve ser particularmente alta.

De fato, pesquisas com dados de vários países sobre o prêmio associado ao bloco de controle realizadas por Nenova (2003) e por Dyck e Zingales (2004) colocam o Brasil em destaque, com elevado nível médio de prêmio, que seria explicado, conforme os autores, pela presença, em média, de elevados níveis de benefícios privados do controle. Na amostra de 18 países de Nenova (2003, p. 336), o Brasil apresenta o quarto maior nível de prêmio de controle (empatado com Austrália e Chile). Na amostra de 39 países de Dyck e Zingales (2004, p. 538), o Brasil apresenta o maior nível de prêmio associado ao controle.

2.4.2.3 Diferenças entre Tipos de Controladores

Estudos realizados anteriormente indicam que o nível de expropriação dos minoritários pode depender do tipo de controlador. Holderness e Sheehan (1988) talvez tenham sido os primeiros a tratar do tema. Levantam a hipótese de que pode haver diferenças nas motivações e efeitos do controle entre os diferentes tipos de controlador. De acordo com os autores, indivíduos podem manter o controle das empresas para extrair benefícios privados; já controladores que são empresas com capital disperso poderiam decidir abrir o capital de subsidiárias, por exemplo, para facilitar o estabelecimento de planos de remuneração baseada em desempenho para os executivos (HOLDERNESS; SHEEHAN, 1988, p. 323-324). Os autores encontram alguma evidência para o seu argumento analisando medidas como o nível de remuneração do presidente executivo (frequentemente o controlador nas empresas controladas por indivíduos), taxa de rentabilidade e valor da firma de empresas listadas em bolsa nos EUA e que contavam com controlador, comparativamente a pares em termos de setor e de porte, com capital disperso.

Claessens *et al.* (2002) apresentam evidências de que a relação negativa entre valor da firma e separação entre controle e propriedade é mais forte em empresas controladas por famílias e pelo Estado. Os autores argumentam que talvez seja mais difícil para os gestores de empresas de capital pulverizado ou de instituições financeiras (os dois outros tipos de controlador estudados) converterem, para si, benefícios privados (CLAESSENS *et al.*, 2002, p. 2765). Barontini e Siciliano (2003) encontraram resultados semelhantes com dados da Itália.

Por meio da análise de diferença de preço entre ações com direito a voto e sem direito a voto, Caprio e Croci (2008) e Saito e Silveira (2010) encontram prêmios de controle mais elevados em empresas com controle familiar na Itália e Brasil, respectivamente, dando indícios de maior probabilidade de extração de benefícios privados do controle por tal tipo de controlador.

Por fim, é importante informar que, embora existam argumentos para um maior nível de expropriação dos minoritários por famílias, também se pode argumentar na direção contrária. Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000, p. 306) afirmam que as famílias podem procurar manter boa reputação no mercado de capitais para beneficiar as futuras gerações, limitando a apropriação de benefícios privados do controle. Consistente com tal linha de argumento, Cheung *et al.* (2009) não encontraram evidências de expropriação por empresas familiares em

compras ou vendas de ativos em transações com partes relacionadas em Hong Kong.

2.4.2.4 O Papel de Monitoramento de Outros Acionistas Relevantes

Lins (2003) levanta a hipótese de que outros acionistas relevantes, não participantes da administração da empresa, podem executar um papel de monitoramento dos acionistas controladores (aqueles que administram a empresa no seu estudo). Tal hipótese é corroborada pelas evidências obtidas pelo autor na investigação da relação entre estrutura de controle e propriedade e valor das empresas com dados de empresas de 18 países considerados economias emergentes, incluindo o Brasil.

Como é apresentado na última seção, tal hipótese também é levantada no contexto das decisões de aquisições em mercados com maior concentração da propriedade em dois estudos, o de Ben-Amar e André (2006), com dados do Canadá; e o de Caprio, Croci e Giudice (2011), com dados da Europa Continental. Os resultados são apresentados naquela seção.

2.4.2.5 Conflitos entre Controladores e Minoritários: as Decisões de Aquisição

Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000) analisam os efeitos da redução da participação dos controladores nos direitos sobre o fluxo de caixa, mantido o controle, em três decisões empresariais: a escolha entre projetos de investimento alternativos, as decisões de expansão e de redução de porte das firmas e a decisão de transferência de controle. Os autores demonstram que, conforme os controladores reduzem o interesse econômico na empresa, mantendo o controle, maior é o potencial de decisões ineficientes.

No caso específico das decisões de expansão, Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000, p. 302-303) demonstram que, conforme os controladores separam controle de propriedade, passam a ter incentivos e poder para tomar decisões de investimento com valor presente líquido negativo. O interesse econômico mais baixo sobre a empresa pode fazer com que os benefícios privados a serem extraídos dos novos ativos mais que compensem a redução da riqueza do controlador em função da redução do valor da firma.

É importante reforçar que, na análise feita por Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000, p. 302-303), o controlador não incorre em perdas financeiras com o investimento, já que a sua

parcela de perda em decorrência da redução do valor da empresa é totalmente contrabalançada pelos benefícios privados a serem extraídos sobre os novos ativos. Toda a perda é suportada pelos demais acionistas. Mas, mesmo incorrendo em perdas financeiras, eventualmente os controladores podem decidir realizar investimentos com valor presente líquido negativo. Isso pode ser feito se os controladores puderem extrair benefícios não financeiros com a expansão da firma. Por exemplo, o controle de uma empresa de maior porte pode gerar maior prestígio ao controlador. Este também pode fazer investimentos em projetos por gosto pessoal, ainda que isso leve a uma redução do valor da firma. Embora o controlador arque com parte dos custos para obter tais benefícios, os custos são subsidiados pelos demais acionistas.

Com base nos resultados da sua análise, os autores argumentam que controladores com baixa participação na propriedade têm uma forte tendência à expansão. Tal tendência, todavia, pode ser restringida por ambientes que ofereçam maior nível de proteção aos investidores (como já apresentado) e por mecanismos de governança no nível das firmas que restrinjam o nível de benefícios privados que os controladores podem extrair dos novos ativos (BEBCHUK; KRAAKMAN; TRIANTIS, 2000, p. 303). Este tema é explorado na próxima seção.

2.5 Mecanismos de Governança: o Conselho de Administração

A realização de aquisições prejudiciais aos acionistas das adquirentes talvez seja restringida pela presença de mecanismos de governança no nível das firmas que os protejam. Os estudos de Durnev e Kim (2005) e de Klapper e Love (2004) indicam que os mecanismos no nível das firmas parecem ser especialmente importantes em ambientes com menor proteção legal dos investidores, caso do Brasil, conforme já relatado.

De acordo com Silveira (2004, p. 72), o conselho de administração é considerado o principal mecanismo interno para a solução de conflitos de agência, seja entre acionistas e gestores, seja entre controladores e minoritários.

A literatura acadêmica e códigos de melhores práticas de governança trazem algumas orientações sobre a composição do conselho que, potencialmente, levariam a um melhor desempenho no cumprimento das suas atribuições e, assim, a um desempenho superior para as firmas.

O estudo da relação entre características do conselho e os retornos em aquisições é particularmente interessante em decorrência de ser uma atribuição do conselho a discussão, aprovação e monitoramento das decisões de aquisição (IBGC, 2009, p. 30).

As próximas subseções tratam do tema. Como é apresentado, além de colaborar para reduzir o problema de agência, algumas características do conselho podem, eventualmente, colaborar para melhorar a qualidade do processo decisório a partir de uma abordagem comportamental, por reduzirem a chance de ocorrência de vieses cognitivos individuais e coletivos.

2.5.1 Independência do Conselho de Administração

A independência dos conselhos é normalmente apresentada como uma característica positiva da estrutura de governança das empresas. Isso pode ser observado, por exemplo, no Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, que recomenda que o conselho seja composto por uma maioria de independentes (IBGC, 2009, p. 37). Um dos requisitos dos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa é o de um nível mínimo de 20% de independentes no conselho para os segmentos mais exigentes, Nível 2 e Novo Mercado (BM&FBOVESPA, 2012).

A ideia de que a maior independência do conselho de administração é uma característica positiva da estrutura de governança das empresas está em linha com o argumento de que o órgão funciona como um mecanismo de controle dos gestores com vistas a reduzir os problemas de agência em um contexto de separação entre propriedade e controle. Em tal contexto, os conselhos teriam o papel de ratificar as decisões propostas pelos gestores e monitorar o seu desempenho e estabelecer recompensas (FAMA; JENSEN, 1983, p. 303). Como agentes internos podem ter suas carreiras comprometidas caso confrontem os presidentes executivos, a recomendação é a de que o conselho seja composto apenas por membros externos (e possivelmente independentes), com exceção do presidente executivo (JENSEN, 1993, p. 865). Tais conselheiros procurariam executar adequadamente o papel de controle para construir uma reputação de bons monitores, que os beneficiariam tanto no mercado de conselheiros (DAHYA; DIMITROV; MCCONNELL, 2008, p. 74), quanto no de executivos, por sinalizar que entendem e conseguem trabalhar com tal sistema de controle (FAMA; JENSEN, 1983, p. 315).

Além de protegerem os acionistas (todos, em empresas com controle pulverizado; ou os minoritários, nos casos em que existe controlador) nas decisões de aquisição em si, talvez conselhos independentes colaborem para reduzir o incentivo a aquisições destruidoras de valor indiretamente, ao reduzirem os benefícios privados que poderiam ser extraídos por gestores ou controladores com a expansão da firma.

Utilizando dados de vinte e dois países, incluindo o Brasil, Dahya, Dimitrov e McConnell (2008) estudam a relação entre a independência do conselho e transações com partes relacionadas em empresas que contam com acionistas dominantes, caso mais frequente no Brasil. Apresentam evidências de relação negativa entre a proporção de conselheiros independentes (em relação ao acionista dominante) e a realização de transações com partes relacionadas realizadas entre o acionista dominante e a firma. É importante lembrar que tais transações apresentaram relação negativa com o valor das firmas na sua amostra. Silveira, Prado e Sasso (2009) utilizam dados de empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa¹⁵ e encontram evidências de relação negativa e significativa entre a realização de transações com partes relacionadas e o valor das firmas. Em testes de diferença de média os autores verificaram uma relação negativa, mas sem significância, entre a realização de tais transações e a proporção de conselheiros considerados independentes (os eleitos pelos acionistas minoritários). Por outro lado, Cheung *et al.* (2009), com dados de Hong Kong, fizeram uma análise do preço pago (recebido) na compra (venda) de ativos em transações com partes relacionadas e não encontram evidências de redução da expropriação dos minoritários pela independência do conselho.

Mais recentemente, alguns autores têm argumentado que a independência do conselho pode colaborar para a qualidade do processo decisório a partir de uma perspectiva comportamental. Baseado no argumento de Kahneman e Lovallo (1993, p. 29) de que a adoção de uma “visão externa”¹⁶ pode reduzir o problema de otimismo em projeções, Heaton (2002, p. 43) argumenta que o problema de otimismo gerencial¹⁷ pode ser minorado pelo uso de conselheiros externos nas empresas, capazes de fornecerem uma visão externa aos executivos.

¹⁵ Tais empresas foram utilizadas por contarem com mais informações sobre as transações com partes relacionadas (SILVEIRA; PRADO; SASSO, 2009, p. 25). Mesmo entre tais empresas, os autores relatam dificuldades na coleta de dados, o que reduziu sua amostra para apenas 49 empresas.

¹⁶ Visão externa, de acordo com os autores, é aquela que traz para o processo decisório estatísticas de uma classe de casos similares ao em análise (KAHNEMAN; LOVALLO, 1993, p. 25).

¹⁷ “Otimismo gerencial” é utilizado pelo autor para indicar a tendência dos gestores a superestimar a probabilidade de bom desempenho para a firma e a subestimar a probabilidade de baixo desempenho para a firma (HEATON, 2002, p. 33).

De forma mais direta, Heaton (2002, p. 34) afirma que “[conselheiros] externos são capazes de chamar a atenção dos gestores para informações que podem indicar que suas percepções estão erradas.”¹⁸

Na mesma linha, Silveira (2010, p. 2-3), argumenta que a independência poderia combater o problema de excesso de confiança, por exemplo, em decisões de expansão. De acordo com tal autor, a presença de um conselho ativo e independente “[...] poderia levar a questionamentos por pessoas não envolvidas emocionalmente com tais projetos [de expansão], mudando o curso de ação inicial e evitando a exposição da companhia a riscos inadequados.” (SILVEIRA, 2010, p. 3).

Com base nos resultados de experimento conduzido por Stanley Milgram na década de 1960, Morck (2008) indica a independência dos conselhos como um mecanismo para aumentar a efetividade do órgão na sua atuação como agente de todos os acionistas a partir de uma perspectiva da psicologia social. Os experimentos de Milgram identificaram uma tendência que as pessoas têm, possivelmente inata, de lealdade a autoridades, mesmo quando deveriam agir de forma diferente. Tal tendência pode ter efeitos negativos sobre o desempenho dos conselhos de administração e, por consequência, das empresas. Conforme Morck (2008, p. 184), conselheiros deveriam rejeitar, ou no mínimo questionar, estratégias erradas propostas por presidentes executivos (ou controladores). O fenômeno de excesso de lealdade à autoridade é denominado por Morck (2008, p. 193) de problema de agência de tipo II. Variações no experimento de Milgram indicam que o fenômeno é reduzido, entre outros, pela discordância entre pares. No contexto da governança corporativa, isso poderia ser alcançado por um conselho com maior parcela de conselheiros independentes (MORCK, 2008, p. 196).

Em suma, a independência do conselho normalmente é indicada como um aspecto positivo da governança das empresas, seja pela perspectiva do problema da relação agente-principal, seja pela perspectiva comportamental.

2.5.2 Separação das Funções de Presidente do Conselho e Presidente Executivo

Diretamente ligada à independência é a recomendação presente em vários códigos de

¹⁸ “*Outsiders are capable of drawing managerial attention to information that might indicate their perceptions are wrong.*”

melhores práticas de que as posições de presidente executivo e presidente do conselho sejam preenchidas por pessoas diferentes (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003, p. 51). Tal recomendação está presente também no Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (IBGC, 2009, p. 35) e nas exigências dos segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA (BM&FBOVESPA, 2012). Em essência, a ideia é a de que o monitoramento da gestão pelo conselho é enfraquecido quando o conselho é liderado pelo próprio presidente executivo (JENSEN, 1993, p. 866).

Todavia, Bebchuk e Hamdani (2009) fazem uma análise das diferenças entre empresas com capital pulverizado e com controlador e argumentam que a separação entre as funções de presidente do conselho e presidente executivo provavelmente colaboraria pouco para proteger os minoritários em uma empresa com controlador, sobretudo se a presidência do conselho for exercida pelo controlador, já que o problema de agência fundamental em tais empresas se dá na relação entre o controlador e os minoritários (BEBCHUK; HAMDANI, 2009, p. 1304). Não obstante, Silveira, Barros e Famá (2003) encontraram uma relação negativa entre a acumulação dos cargos por uma pessoa e o valor das firmas no Brasil. Silveira (2004) encontrou também evidências de uma relação negativa com medidas contábeis de desempenho, mas não com medidas de valor da firma.

Talvez o fato de os dois cargos não serem preenchidos pela mesma pessoa esteja associado a uma estrutura no alto escalão das empresas em que estejam mais claros os papéis do conselho e da diretoria, com melhoria da qualidade do processo decisório. Ademais, estudo realizado pelo IBGC sobre empresas familiares indica que o acúmulo de cargos parece estar associado com a presença de uma liderança muito forte na empresa (IBGC, 2007, p. 39). Em tais casos, talvez tal indivíduo exerça uma influência muito alta no processo de tomada de decisão, reduzindo os possíveis benefícios de uma tomada de decisão colegiada, como o uso de outras perspectivas no processo de tomada de decisão. Com efeito, Silveira e Barros (2013) utilizam o acúmulo de cargos como uma medida de concentração do poder, que levaria a uma maior probabilidade de as decisões refletirem as visões e interesses do líder da empresa. A separação entre as posições de presidente executivo e presidente do conselho é uma das recomendações de Morck (2008, p. 196) para reduzir o problema de excesso de lealdade à autoridade. Tal recomendação é baseada nos estudos de Stanley Milgram (explicados no artigo de Morck), que indicaram que a presença de autoridades alternativas levava a uma redução do fenômeno de excesso de lealdade à autoridade.

2.5.3 Tamanho do Conselho

Conforme Silveira, Barros e Famá (2003, p. 51), os códigos de melhores práticas costumam indicar um número (ou faixa) mais adequado para o tamanho do conselho de administração. A última edição do código do IBGC recomenda que o conselho tenha entre 5 e 11 membros (IBGC, 2009, p. 36).

Recomendações para uma faixa mais adequada para o tamanho do conselho encontram amparo na literatura acadêmica. De acordo com Jensen (1993, p. 865), quando os conselhos se tornam maiores, ficaria mais fácil para o presidente executivo controlá-lo. Adicionalmente, de acordo com tal autor, pesquisas indicam que grupos muito grandes funcionariam pior em decorrência de problemas de coordenação. Por outro lado, conselhos muito pequenos podem ter dificuldade para cumprir as suas atribuições, especialmente em empresas de grande porte (SILVEIRA, 2004, p. 224). É intuitiva a ideia de que conselhos muito pequenos podem ficar sobrecarregados e, assim, não exercer adequadamente as suas atividades. Adicionalmente, de acordo com Carvalhal-da-Silva e Leal (2005, p. 6), um conselho pequeno pode dificultar o acesso de acionistas minoritários ao órgão, o que, de acordo com os autores, poderia contribuir negativamente para o valor das firmas em decorrência da potencial expropriação dos minoritários pelos controladores.

No Brasil, Silveira, Barros e Famá (2003) encontraram alguma evidência de uma relação curvilínea entre o tamanho do conselho e o valor da firma, em linha com as recomendações de um tamanho intermediário para o tamanho do órgão. Silveira (2004) também encontrou evidências de uma relação positiva entre um tamanho intermediário do conselho e medidas contábeis de desempenho. Por outro lado, o autor encontrou evidências de relação negativa entre uma faixa intermediária de tamanho do conselho e variáveis de valor da firma, contrário ao esperado.

2.5.4 Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal

Gestores e acionistas controladores podem ter incentivo à expansão das firmas em busca de benefícios privados do controle. Uma das formas de extração de tais benefícios é a realização de transações com partes relacionadas.

Talvez o potencial de realização de transações de tal tipo que prejudiquem os acionistas seja

limitado pela presença de órgãos de monitoramento como o comitê de auditoria, órgão cuja instalação é recomendada pelo IBGC no seu código de melhores práticas (IBGC, 2009, p. 45). Tal hipótese é levantada por Cheung *et al.* (2009). Entre as atribuições de tal órgão estão a contratação e supervisão da auditoria externa, incluindo a resolução de eventuais conflitos entre os auditores e a administração acerca dos relatórios financeiros; a avaliação e eventual aprovação de outros serviços pela firma de auditoria; e a supervisão do trabalho da auditoria interna (FURUTA, 2010, p. 46 e 56). Cheung *et al.* (2009) fizeram uma análise do preço pago (recebido) na compra (venda) de ativos em transações com partes relacionadas e encontram evidências de que a existência de um comitê de auditoria parece reduzir a expropriação dos minoritários em tais transações.

No Brasil, existe a figura do conselho fiscal, cujo papel é similar àquele desenvolvido pelos comitês de auditoria em outros países, embora não se envolva tanto com temas como o planejamento e a supervisão da auditoria e a contratação e demissão de auditores (CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005, p. 7).¹⁹ As empresas brasileiras com ações listadas em bolsa nos Estados Unidos por meio de recibo de depósito tiveram permissão para utilizar o conselho fiscal como órgão equivalente ao comitê de auditoria²⁰, desde que fizessem adaptações como a previsão estatutária de que a contratação dos serviços de auditoria passe a contar com a opinião do conselho fiscal (FURUTA, 2010, p. 73).²¹

Com dados das empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa, Oda (2011) apresenta evidências de relação negativa entre valor da empresa e a realização de transações com partes relacionadas, sobretudo as operacionais. Na análise da interação entre a variável de valor das transações com partes relacionadas e uma variável binária indicando a presença de comitê de auditoria ou de conselho fiscal na empresa, a autora não encontrou significância estatística. Ademais, o sinal se apresentou positivo no caso da variável de transações com partes

¹⁹ Entre as atribuições de tal órgão, como definido no artigo 163 da Lei 6.404/1976, estão: a fiscalização dos atos dos administradores e a verificação do cumprimento dos seus deveres legais e estatutários; a revisão periódica e emissão de opinião sobre as demonstrações financeiras do exercício social e sobre o relatório da administração; a emissão de opinião acerca de propostas da administração envolvendo temas como modificação do capital social, planos de investimento, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão; e a denúncia de erros, fraudes ou crimes à administração e, caso necessário, à assembleia de acionistas. (BRASIL, 1976).

²⁰ Tal órgão passou a ser exigido com a instituição da Lei Sarbanes-Oxley (COFFEE JR., 2002, p. 1768). Como já indicado anteriormente, o leitor interessado em mais detalhes sobre a Lei Sabanes-Oxley e a sua aplicação às empresas estrangeiras pode consultar Coffee Jr. (2002, p. 1824-1825), Borgerth (2007, p. 19-47), Furuta (2010, p. 30-36) e Silveira (2010, p. 93-97).

²¹ Para uma discussão sobre as diferenças e similaridades entre os dois órgãos, conselho fiscal e comitê de auditoria, veja Furuta (2010, p. 65-74).

relacionadas operacionais, mas negativo no caso das transações com partes relacionadas financeiras. Em suma, seus resultados não apresentam evidências de que a presença de um conselho fiscal ou comitê de auditoria atenua a relação negativa entre as transações com partes relacionadas e o valor das empresas.

2.5.5 Diversidade do Conselho

Conforme Silveira e Barros (2013, p. 22), a importância da diversidade dos conselhos de administração tem sido reconhecida pelos códigos de melhores práticas e reguladores ao redor do mundo.

Com efeito, em 2009 a SEC, *Securities and Exchange Commission*, dos EUA estabeleceu novas exigências de divulgação pelas empresas que passariam a valer a partir de 2010 (UNITED STATES OF AMERICA, 2009). Dentre as novas exigências, consta a divulgação sobre a consideração da diversidade na seleção de conselheiros. Tal exigência foi feita após processo de consulta à sociedade. Várias organizações, incluindo investidores institucionais e consultorias, enviaram cartas informando que informações sobre o tema eram importantes para investidores (UNITED STATES OF AMERICA, 2009, p. 38). São citados como possíveis benefícios da diversidade o aumento da independência do conselho, em decorrência da seleção de conselheiros que possivelmente teriam menos laços pré-existent com membros do conselho ou da diretoria; e a melhoria do processo de tomada de decisão pela consideração de mais pontos de vista (UNITED STATES OF AMERICA, 2009, p. 80-81).

No Brasil, o IBGC segue a tendência internacional e também recomenda a diversidade dos conselhos no seu código de melhores práticas: “[...] deve-se buscar diversidade de experiências, qualificações e estilos de comportamento para que o órgão reúna as competências necessárias ao exercício de suas atribuições.” (IBGC, 2009, p. 32).

A recomendação de maior diversidade do conselho por reguladores e códigos de melhores práticas encontra respaldo na literatura acadêmica. Subrahmanyam (2008, p. 653) argumenta que é mais provável que existam redes sociais entre indivíduos quando estes são mais semelhantes e que a existência de redes sociais tende a reduzir a qualidade da governança das

empresas²², em decorrência da necessidade das pessoas de manterem o seu capital social. De acordo com Subrahmanyam (2008, p. 635), a existência de “[...] redes sociais pode reduzir a precisão das informações coletadas e usadas pelo conselho de administração na determinação de políticas de alocação de recursos.”²³

Fracassi e Tate (2012) estudam o impacto das redes sociais entre conselheiros externos e o presidente executivo e encontram uma relação negativa com o valor das firmas. Os autores argumentam que conselheiros externos com conexões sociais com os presidentes executivos podem fazer com que tais conselheiros sejam cúmplices em decisões destruidoras de valor tomadas pelos presidentes executivos por receio de perda de relações sociais externas valiosas ou de redução de oportunidades de carreira (FRACASSI; TATE, 2012, p. 188). Mas, conforme os autores, essa não é a única possível explicação. De acordo com Fracassi e Tate (2012, p. 188), a existência de laços sociais entre os conselheiros e o presidente também pode levar à ocorrência de *groupthink*²⁴, em decorrência de um maior grau de similaridade de experiências e formação entre tais conselheiros e o presidente executivo, levando a “[...] falha na coleta de informação suficiente ou na consideração adequada de todas as alternativas [...]”²⁵.

Em linha com a argumentação de Fracassi e Tate (2012, p. 188), alguns autores na área do Direito têm indicado a diversidade como possível solução para o problema de *groupthink* nos conselhos de administração (DORFF, 2007; LESLIE, 2010). Conselhos mais heterogêneos possivelmente apresentam maior variedade de perspectivas, chave para o combate do problema de *groupthink* (DORFF, 2007, p. 2075-2076). Adicionalmente, a homogeneidade pode elevar à coesão dos grupos, aumentando a probabilidade de ocorrência de *groupthink* (DORFF, 2007, p. 2078; LESLIE, 2010, p. 1192-1193 e 1196). Todavia, Dorff (2007, p. 2078) alerta que as evidências sobre a redução do problema de *groupthink* por meio da

²² O autor encontrou evidências de relação positiva entre a qualidade da governança e a dissimilaridade étnica entre o presidente executivo e os demais conselheiros; e negativa entre a qualidade da governança e a presença de conselheiros que eram presidentes executivos de outras empresas.

²³ “[...] *social networks can reduce the precision of information collected and used by boards of directors in determining resource allocation policies.*”

²⁴ *Groupthink* é um termo utilizado por Janis (1982, p. 9 e p. 244) para se referir à tendência que grupos coesos têm de buscar a unanimidade, levando a deficiências no processo decisório como a busca incompleta de alternativas e a falha na consideração de riscos e na geração de planos de contingência. A homogeneidade dos membros é indicada como um fator que tende a levar à coesão.

²⁵ “[...] *failure to gather sufficient information or to adequately consider all alternatives [...].*”

diversidade demográfica de grupos não são conclusivas²⁶.

A hipótese de que a heterogeneidade das equipes que fazem parte do alto escalão das empresas pode estar associada positivamente com a qualidade das decisões por possivelmente reduzirem problemas como o *groupthink* também é levantada por Hambrick e Mason (1984, p. 202), dentro da literatura de Administração. Tais autores recomendam a realização de estudos empíricos sobre o tema.

Hayward, Shepherd e Griffin (2006) indicam que a diversidade pode colaborar para combater o problema de *hubris*. De acordo com tais autores, a presença de *hubris* entre empreendedores seria uma explicação para altas taxas de fracasso em novos negócios. Baseados nos resultados do experimento de Snizek e Henry (1989), que encontraram evidências de elevação da precisão em julgamentos sobre eventos incertos em grupos com maior variação nos julgamentos individuais e maior nível de discordância²⁷, os autores recomendam que empreendedores formem equipes de gestão caracterizadas pela diversidade, propiciando a geração de diferentes perspectivas sobre riscos e oportunidades (HAYWARD; SHEPHERD; GRIFFIN, 2006, p. 169).

Com base nos resultados de experimento realizado por Griffin, Dunning e Ross (1990), que apresentam evidências de ampliação do intervalo de confiança quando as pessoas são obrigadas a pensar em cenários alternativos, Bazerman e Moore (2010, p. 51) asseveram que “intervenções que forçam as pessoas a pensarem sobre perspectivas, interpretações ou hipóteses alternativas normalmente são eficazes para abalar o excesso de confiança das pessoas e induzir níveis de confiança mais precisos”. Possivelmente tais intervenções ocorram com mais frequência em uma equipe com maior grau de diversidade, seja pela maior variedade de experiências e conhecimentos no grupo, seja pelo possível menor grau de laços sociais entre os membros, que reforçaria a independência do conselho.

²⁶ Uma revisão de tais trabalhos está fora do escopo desta tese. O leitor interessado pode obter a lista de estudos revisados em Dorff (2007, p. 2078).

²⁷ O estudo identificou que grupos, em geral, têm maior nível de acurácia que indivíduos. Também identificou que grupos apresentam maior nível de confiança que a média dos indivíduos, mas menor nível de confiança que o indivíduo mais confiante do grupo. Tal evidência indica que a decisão em grupo (conselho), em si, pode reduzir o viés de excesso de confiança de líderes empresariais (presidentes executivos ou presidentes de conselho), se estes forem os mais confiantes nos grupos. Adicionalmente, como relatado, quando o grupo possui maior variedade nos julgamentos iniciais e maior nível de discordância, a precisão dos julgamentos tende a se elevar.

Anh e Walker (2007, p. 87) argumentam que a diversidade dos conselhos pode reduzir o problema de lealdade excessiva à autoridade para o qual Morck (2008) chamou a atenção. A ideia é a de que a independência, defendida por Morck (2008, p. 197) como possível solução para a mitigação de tal problema, por aumentar a chance de ocorrer discordância entre os pares, seria reforçada pela diversidade, em função de ser menor a probabilidade de haver laços entre os conselheiros em grupos mais heterogêneos.

Como pode ser observado, a maior diversidade pode colaborar para melhorar a qualidade das decisões tomadas pelos conselhos, seja por reforçar a independência do órgão, seja por colaborar para mitigar os problemas decorrentes de vieses cognitivos. Não obstante, Johnson, Schnatterly e Hill (2013, p. 240) fazem uma revisão da literatura sobre o tema e não encontram evidência consistente de relação positiva entre diversidade do conselho e desempenho das firmas. De acordo com os autores, pode ser difícil encontrar relações entre características do conselho e variáveis mais “complexas e distantes” como o desempenho da firma. Recomendam, então, a análise do impacto da diversidade nos resultados de decisões e tarefas mais específicas que possam ser atribuídas mais diretamente aos conselhos.

2.6 Hipóteses da Pesquisa

Como já foi apresentado, a literatura indica que, em média, os retornos para as empresas adquirentes costumam ser nulos ou até mesmo negativos, mas acompanhados de elevada variância. Dada a importância de tais decisões, encontrar explicações para a dispersão nos retornos para as adquirentes é um desafio para os pesquisadores na área de Finanças.

A revisão da literatura apresentada nas seções anteriores dá indícios de que a estrutura de governança das empresas pode eventualmente colaborar para explicar, ao menos em parte, tal variância, sobretudo em mercados com menor nível de proteção legal e extralegal aos investidores.²⁸ É importante lembrar que certas características do conselho de administração podem eventualmente colaborar para explicar a variância dos retornos anormais das empresas não apenas por possivelmente reduzirem os conflitos de interesses, mas também por talvez

²⁸ Uma questão que naturalmente surge é o que explica as variações nas práticas de governança das empresas. Silveira *et al.* (2010) investigaram o tema e não encontraram evidências de que a qualidade da governança das empresas seja determinada por características como as oportunidades de crescimento, o porte, o valor e a estrutura de propriedade das empresas.

levarem a uma melhoria da qualidade do processo decisório em decorrência da redução das chances de ocorrência de alguns vieses cognitivos.

Com base na literatura revisada, bem como no problema e objetivos de pesquisa traçados no capítulo 1, são formuladas as seguintes hipóteses de pesquisa:

- H1: O retorno anormal das adquirentes tem relação positiva com a concentração dos direitos de propriedade pelo(s) maior(es) acionista(s).*
- H2: O retorno anormal das adquirentes tem relação negativa com a separação entre controle e propriedade pelo(s) maior(es) acionista(s).*
- H3: O retorno anormal das adquirentes tem relação positiva com a presença de outros acionistas relevantes, que monitorariam o maior acionista.*
- H4: O retorno anormal das adquirentes não está associado com o controle familiar.*
- H5: O retorno anormal das adquirentes tem relação negativa com o controle estatal.*
- H6: O retorno anormal das adquirentes tem relação positiva com a independência do conselho de administração.*
- H7: O retorno anormal das adquirentes tem relação negativa com o acúmulo das funções de presidente do conselho e presidente executivo.*
- H8: O retorno anormal das adquirentes tem relação positiva com um tamanho intermediário para o conselho de administração.*
- H9: O retorno anormal das adquirentes tem relação positiva com a existência de um comitê de auditoria ou conselho fiscal que tenha pelo menos um membro independente.*
- H10: O retorno anormal das adquirentes tem relação positiva com a diversidade do conselho de administração.*

Como existem argumentos tanto para uma relação positiva quanto negativa entre o controle familiar e o retorno anormal em aquisições, a hipótese foi apresentada na forma nula.

Com relação à existência de um comitê de auditoria ou conselho fiscal, a hipótese de relação positiva foi formulada apenas quando há membros independentes em tais órgãos que possam efetuar o monitoramento de controladores ou gestores.

A investigação da relação entre a estrutura de governança e o retorno anormal em aquisições

não é nova. A próxima seção resume os resultados obtidos por estudos realizados nos Estados Unidos, país em que o controle costuma ser disperso e em que o tema foi mais explorado; e em ambientes com controle mais concentrado, em que há menos pesquisas.

2.7 Resultados de Estudos Anteriores

2.7.1 Estudos com Dados de Ambiente Caracterizado pela Dispersão Acionária

Os estudos apresentados a seguir foram realizados com dados de empresas negociadas em bolsa nos Estados Unidos, mercado caracterizado pela maior dispersão acionária.

Evidências de uma relação positiva entre o retorno para as adquirentes e a independência do conselho²⁹ são encontradas em Byrd e Hickman (1992), You *et al.* (1986 *apud* Slusky e Caves, 1991, p. 281), Bertin, Ghazanfari e Torabzadeh (1989), com dados de aquisições de bancos em dificuldades financeiras, e Kroll, Walters e Wright (2008). Todavia, Masulis, Wang e Xie (2007) e Goranova, Dharwadkar e Brandes (2010) não encontram relações estatisticamente significantes; e, ao contrário do esperado, focados no setor bancário, Vijaya Subrahmanyam, Rangan e Rosenstein (1997) encontraram uma relação negativa. Desai, Kroll e Wright (2005) encontraram relação positiva com a independência do conselho, mas somente quando o presidente executivo não tinha participação relevante no capital próprio (acima de 2%) e não havia acionistas externos com participação relevante no capital próprio (maior ou igual a 5%). Conforme os autores, tais resultados fornecem indícios de uma relação de substituição entre os mecanismos de governança.

Paul (2007) também investiga a influência da independência do conselho nas decisões de aquisição e apresenta evidências de que a probabilidade de desistência após uma resposta ruim do mercado de capitais (retorno anormal negativo) é mais alta em firmas com maior proporção de conselheiros independentes. A pesquisadora também identificou que conselhos

²⁹ A independência do conselho é, por vezes, mensurada pela proporção de conselheiros externos (isto é, que não são executivos). Tal definição é usada por Bertin, Ghazanfari e Torabzadeh (1989, p. 97) e, aparentemente, também por You *et al.* (1986 *apud* Slusky e Caves, 1991, p. 281) e Goranova, Dharwadkar e Brandes (2010, p. 1121). Alguns pesquisadores, como Byrd e Hickman (1992, p. 199), Subrahmanyam, Rangan e Rosenstein (1997, p. 27), Desai, Kroll e Wright (2005, p. 929), Masulis, Wang e Xie (2007, p. 1873), Paul (2007, p. 766) e Kroll, Walters e Wright (2008, p. 368) não consideram como independentes membros externos que tenham relações com a empresa, como executivos de bancos que tenham feito empréstimos para a adquirente.

mais independentes tendem a fazer mais reestruturações quando a aquisição é efetivamente realizada e seu anúncio tinha sido mal recebido pelo mercado de capitais, talvez na tentativa de tornar a integração mais crível.

Em trabalho mais recente, Fracassi e Tate (2012) estudam os efeitos da existência de laços externos entre conselheiros independentes e presidente executivo. Os autores apresentam evidências de uma relação negativa entre retornos anormais e a fração de conselheiros independentes com laços externos com o presidente executivo, como participações em outros conselhos, atuação profissional conjunta em outras empresas anteriormente, formação na mesma escola e época e participação nos mesmos clubes, instituições de caridade e outras organizações. Como relatado na subseção 2.5.5, de acordo com Fracassi e Tate (2012, p. 188), o resultado pode ser decorrente tanto de problemas de agência, quanto de uma piora na qualidade do processo decisório em decorrência de uma maior similaridade entre os conselheiros e o presidente executivo poder levar o grupo a incorrer em *groupthink*.

Também sobre a estrutura do conselho, Masulis, Wang e Xie (2007) apresentam evidências de relação negativa entre o retorno das adquirentes e o acúmulo das posições de presidente do conselho e presidente executivo. Porém, Goranova, Dharwadkar e Brandes (2010) também estudaram o tema e não encontraram relações significantes.

Ainda sobre a estrutura do conselho, Goranova, Dharwadkar e Brandes (2010) encontraram evidências de uma relação significativa negativa entre o tamanho do conselho e o desempenho das adquirentes. Conforme os autores, tal resultado seria decorrente de uma menor capacidade de monitoramento em conselhos maiores. Contudo, Subrahmanyam, Rangan e Rosenstein (1997), com dados do setor bancário, Masulis, Wang e Xie (2007) e Kroll, Walters e Wright (2008) não encontraram relações significantes entre as variáveis.

Com relação à propriedade de ações por conselheiros e executivos, são encontradas evidências de uma relação positiva com o retorno das adquirentes nos trabalhos de Lewellen, Loderer e Rosenfeld (1985) e You *et al.* (1986 *apud* Slusky e Caves, 1991, p. 281). Por outro lado, Lang, Stulz e Walkling (1991), Bertin, Ghazanfari e Torabzadeh (1989), com dados de aquisições de bancos em dificuldades financeiras, Slusky e Caves (1991) e Petry e Settle (1991) não encontraram relações estatisticamente significantes. Estes últimos autores também não encontraram evidências de relação significativa com a propriedade de opções de compra

de ações pela administração.

Focados no conselho, Subrahmanyam, Rangan e Rosenstein (1997), com dados do setor bancário, encontraram uma relação positiva entre o retorno das adquirentes e: o percentual de ações detidas pelos conselheiros externos independentes; e altos níveis de propriedade detida pelos conselheiros que também são executivos. Kroll, Walters e Wright (2008) encontraram relação positiva com a propriedade de ações pelos conselheiros e com a presença de conselheiros externos independentes com pelo menos 5% do capital próprio. Desai, Kroll e Wright (2005) também encontraram evidências de relação positiva entre o retorno das adquirentes e a participação dos conselheiros externos independentes no seu capital nos casos em que a adquirente não contava com outros mecanismos, quais sejam: presidente executivo com participação relevante no capital próprio (acima de 2%) ou presença de acionistas externos com participação relevante no capital próprio (maior ou igual a 5%). Os resultados reforçam o argumento dos autores de que pode haver uma relação de substituição entre os mecanismos de governança.

Já Wright *et al.* (2002) se focaram nos executivos e encontraram uma relação quadrática, com concavidade voltada para baixo, entre o valor investido pelo presidente executivo no capital da empresa e o retorno das adquirentes. Conforme os autores, a partir de certo ponto, os presidentes executivos podem passar a fazer aquisições não necessariamente com o objetivo de maximizar valor, mas de diversificar risco. Também encontraram uma relação positiva entre o valor dos contratos de opções de ações detidos pelos presidentes executivos e o retorno das adquirentes. Goranova, Dharwadkar e Brandes (2010) encontraram uma relação positiva do retorno das adquirentes com a participação do presidente executivo na propriedade e com o valor das opções detidas por tal executivo. Datta, Iskandar-Datta e Raman (2001) não encontraram relação significativa entre a fração de ações detida pelos executivos e o retorno das adquirentes. Mas encontram uma relação positiva e significativa com a parcela da compensação total dos executivos relativa a opções de compra de ações, em especial quando a propriedade de ações pelos executivos é mais baixa. Já Masulis, Wang e Xie (2007) não encontraram relação significativa nem com a propriedade de ações pelos executivos, nem com a parcela da compensação total relativa a opções de compra de ações.

Slusky e Caves (1991) apresentam evidências de um papel relevante de monitoramento feito por acionistas externos. Os autores encontraram uma relação positiva entre o retorno das

adquirentes e a fração de ações detida por acionistas que possuem 5% ou mais do capital da empresa e que não são executivos ou conselheiros. Por outro lado, Goranova, Dharwadkar e Brandes (2010) não encontraram relação estatisticamente significativa entre o retorno das adquirentes e a presença de acionistas com participações elevadas no seu capital³⁰.

Kroll *et al.* (1997) encontram evidências de que o retorno das adquirentes tende a ser positivo em empresas que contam com acionistas externos com pelo menos 5% do capital ou cujos líderes (presidente do conselho ou presidente executivo) tenham pelo menos 5% do capital. Nas demais, denominadas pelos autores como empresas controladas pelos executivos, o retorno para as adquirentes tende a ser negativo. Tal tendência, todavia, parece ser reduzida pela propriedade de ações pelos conselheiros externos. É interessante notar que a relação positiva entre a propriedade de ações pelos conselheiros externos e o retorno das adquirentes não foi observada nas demais empresas, que já contavam com o monitoramento de acionistas externos ou com o maior alinhamento entre os líderes da empresa e os demais acionistas.

Alguns pesquisadores têm investigado a relação entre o retorno anormal das adquirentes e o monitoramento por investidores institucionais. Wright *et al.* (2002) apresentam evidências de uma relação positiva entre o percentual do capital próprio detido por investidores institucionais e o retorno das adquirentes. Já Masulis, Wang e Xie (2007) e Gaspar, Massa e Matos (2005) não encontraram relação significativa. Gaspar, Massa e Matos (2005) encontraram ainda evidências de que quanto mais de curto prazo for o horizonte de investimento dos acionistas investidores institucionais de uma firma³¹, mais baixo tende a ser o seu retorno em aquisições. Tal resultado seria explicado pelo menor monitoramento dos executivos em tais empresas, de acordo com os autores. Chen, Harford e Li (2007) não identificaram relação significativa entre o retorno das adquirentes e o percentual do capital próprio detido por investidores institucionais, nem mesmo os considerados independentes de longo prazo³². Mas a probabilidade de desistência de uma aquisição “ruim” (isto é, com

³⁰ O estudo não deixa clara a definição operacional da variável.

³¹ Foi utilizada uma variável de *turnover* dos investimentos feitos pelos investidores institucionais em períodos trimestrais. Com base em tal medida, calculou-se uma média ponderada do *turnover* dos investidores institucionais de cada adquirente. A ponderação foi feita pela participação no capital próprio da firma (em relação ao total detido por investidores institucionais naquela firma).

³² Fundos de doações de universidades, bancos e seguradoras, por exemplo, podem não ter a independência necessária, por terem laços com a empresa, para monitorar adequadamente os executivos. São classificados como de longo prazo os investidores que estavam há pelo menos um ano no capital da empresa como um dos cinco principais investidores institucionais e que tinham estilo de investimento mais de longo prazo, conforme seus padrões históricos de investimento (CHEN; HARFORD; LI, 2007, p. 286).

retorno anormal classificado no quintil inferior da amostra estudada) apresentou relação positiva com o percentual do capital próprio da adquirente detido por investidores institucionais independentes de longo prazo. Goranova, Dharwadkar e Brandes (2010) identificaram que quanto mais elevada a sobreposição (em número de investidores e em percentual da propriedade) de acionistas investidores institucionais entre adquirente e adquirida, menor tende a ser o retorno da adquirente, possivelmente por conflitos de interesses. Porém, tal tendência parece ser atenuada por conselhos mais independentes, de menor tamanho e em que o presidente executivo não acumula o cargo de presidente do conselho.

Masulis, Wang e Xie (2007) e Harford, Humphery-Jenner e Powell (2012) encontraram uma relação negativa entre o retorno para os acionistas das adquirentes e variáveis que mensuram a dificuldade de tomada de controle das adquirentes, protegendo os executivos.³³

Por fim, Masulis, Wang e Xie (2007) também encontraram evidências de relação positiva entre o retorno das adquirentes e a competição no seu setor.

Algumas das pesquisas apresentadas acima fornecem evidências de que quando os executivos são menos monitorados, têm menos incentivos, estão mais protegidos da disciplina do mercado corporativo e são menos disciplinados pela concorrência no seu setor, tendem a fazer aquisições de pior qualidade para os acionistas, provavelmente buscando benefícios para si. Também há alguma evidência de que a existência de laços sociais entre conselheiros e o presidente executivo pode estar associada negativamente com os retornos em aquisições, seja por problemas de agência ou por queda da qualidade do processo decisório utilizando-se uma perspectiva comportamental. É importante notar, não obstante, que muitos trabalhos não conseguiram encontrar relações significantes entre os mecanismos de governança e o retorno para as adquirentes. Também é interessante notar que alguns trabalhos apresentam indícios de que eventualmente pode haver interdependência entre os mecanismos de governança.

³³ Por exemplo, quando os conselheiros não têm mandato unificado, um investidor que queira tomar o controle da empresa pode ter que esperar algum tempo para renovar o conselho. Quando os acionistas não podem acumular seus votos, é mais difícil que um investidor ou grupo de investidores consiga eleger um membro para o conselho. As pesquisas utilizam índices que agrupam vários dispositivos que dificultam a tomada de controle das firmas.

2.7.2 Estudos com Dados de Ambientes com Controle mais Concentrado

Alguns poucos estudos empíricos sobre a relação entre as práticas de governança das firmas e o retorno para as adquirentes foram realizados em mercados caracterizados pela maior concentração do controle. O foco dos estudos, em geral, é a relação com a estrutura de controle e propriedade. Os resultados são apresentados a seguir. Também são apresentados os resultados de dois estudos realizados com empresas emissoras de ações com distintos direitos de voto listadas em bolsa nos Estados Unidos. Tais empresas apresentam alta concentração de votos e de propriedade.

Hanson e Song (1996) estudam a relação entre o excesso de votos da administração (conselheiros e diretores executivos) e o desempenho de adquirentes negociadas em bolsa nos Estados Unidos. Tal separação se dá por meio da emissão de ações com distintos direitos de voto. Na sua amostra, em média, a administração possui 48,6% dos direitos de voto e 36,0% dos direitos sobre os fluxos de caixa. Com uma pequena amostra de 69 transações realizadas entre 1978 e 1990, os pesquisadores apresentam evidências de uma relação negativa entre o retorno para a adquirente e a separação entre controle e propriedade pela administração.

Bigelli e Mengoli (2004) analisam a relação entre estrutura de controle e propriedade e o retorno das adquirentes na Itália, país caracterizado pela elevada concentração do controle e da propriedade e pelo uso de mecanismos para separar direitos de voto de direitos sobre o fluxo de caixa. Na sua amostra, o maior acionista detém 43,7% dos votos e 30,4% da propriedade. Utilizam dados de 148 aquisições superiores a 10% do capital da alvo³⁴ realizadas entre 1989 e 1996. São obtidas evidências de relação negativa entre o retorno anormal das adquirentes e o excesso de votos do maior acionista; e positiva com o nível de direitos sobre o fluxo de caixa do maior acionista, com alguma evidência de relação quadrática, com concavidade voltada para baixo.

Com relação à relação quadrática encontrada, os autores argumentam que, para níveis mais baixos de propriedade, o efeito alinhamento seria mais forte; e, em níveis mais altos de propriedade, em que o controle não seria contestável, o efeito entrincheiramento predominaria. Bigelli e Mengoli (2004) se baseiam em Morck, Shleifer e Vishny (1988) na sua argumentação, que encontraram uma relação não monotônica entre o valor das empresas e

³⁴ Em média, as adquirentes compraram 66,86% dos direitos de voto.

o percentual de ações detido pelos conselheiros estudando empresas listadas em bolsa nos Estados Unidos. Todavia, é importante observar que Morck, Shleifer e Vishny (1988, p. 295) encontraram evidências, no seu estudo, de prevalência do efeito incentivo sobre o efeito entrenchamento em níveis mais altos de concentração da propriedade.

Ben-Amar e André (2006) estudam o tema no Canadá. Conforme os autores, a propriedade é mais concentrada no Canadá que em outros países anglo-saxões e o uso de mecanismos como estruturas de controle piramidais e emissão de duas classes de ações que levam à separação entre propriedade e controle é comum naquele país. Na sua amostra de 327 aquisições realizadas entre 1998 e 2002, os acionistas internos (presidente do conselho ou executivo) têm, em média, 22,7% dos direitos de voto e 14,4% da propriedade. Os autores não encontram nenhuma relação entre o excesso de votos dos acionistas internos e o retorno anormal das adquirentes. Talvez o resultado seja decorrente do alto nível de proteção dos minoritários existente no Canadá, conforme os autores. Foram obtidas evidências de relação positiva entre a fração da propriedade detida pelos acionistas internos e o desempenho em aquisições. A inclusão de um termo quadrático também teve significância, com sinal negativo. De acordo com os autores, talvez acionistas com elevada participação sejam vistos como tomadores de decisões de diversificação pobres (BEN-AMAR; ANDRÉ, 2006, p. 531).³⁵ A presença de acionistas externos com participação relevante nos direitos de voto também apresentou relação positiva com o desempenho das adquirentes. Tais acionistas devem ter interesse e poder para monitorar a administração (BEN-AMAR; ANDRÉ, 2006, p. 532).

Ben-Amar e André (2006) testaram, também, o efeito da manutenção de programas de ADR, *american depositary receipt* ou recibo americano de depósito, níveis II ou III sobre o desempenho das adquirentes. Não encontraram nenhuma relação entre as variáveis. Novamente, segundo os autores, tal resultado pode ser decorrente de as empresas canadenses operarem em um mercado com alto nível de proteção aos acionistas minoritários.

Com relação ao conselho de administração, Ben-Amar e André (2006) apresentam evidências de uma relação positiva entre a criação de valor para as adquirentes e a proporção de

³⁵ Na sua amostra, os acionistas internos têm, em média, 14,4% da propriedade, com um desvio padrão de 18,4%; e o ponto de máximo do retorno das adquirentes se dá, conforme os coeficientes estimados, quando os acionistas internos têm 49% da propriedade. Assim, os resultados obtidos podem indicar apenas uma relação positiva decrescente entre as variáveis (WOOLDRIDGE, 2010, p. 182-187).

conselheiros independentes³⁶; e negativa com o tamanho do conselho. Sobre este último ponto, talvez existam problemas de comunicação e coordenação em conselhos com muitos membros (BEN-AMAR; ANDRÉ, 2006, p. 536).

Por fim, o trabalho encontrou evidências de uma relação positiva entre o controle familiar e o desempenho em aquisições. Segundo os autores, o resultado pode ser explicado pelo fato de as famílias terem parte relevante da sua riqueza investida na empresa, terem perspectiva de longo prazo, inclusive por preocupações em transferir a riqueza para as próximas gerações, e precisarem manter bom relacionamento, no longo prazo, com a comunidade financeira com vistas ao levantamento de recursos e à redução do custo de capital (BEN-AMAR; ANDRÉ, 2006, p. 536). É importante observar, todavia, que os autores não controlaram a análise da influência do controle familiar pelo nível de fluxo de caixa detido pelos acionistas internos; que seu estudo indicou uma relação positiva (talvez decrescente) entre desempenho em aquisições e nível de fluxo de caixa detido pelos acionistas internos; e que, na sua amostra, tal nível é mais elevado nas empresas familiares.

Aybar e Ficici (2009) estudam 433 aquisições internacionais feitas entre 1991 e 2004 por 58 firmas localizadas principalmente na Ásia e América Latina. Os autores utilizaram entre as variáveis de controle uma variável binária para indicar se a adquirente é emissora de ADR II ou III, utilizada como *proxy* para a qualidade da governança das empresas. Não encontram evidências de relação positiva com o retorno anormal das adquirentes. Os pesquisadores não testaram a relação entre o retorno anormal da adquirente e outras variáveis ligadas à governança das empresas.

Masulis, Wang e Xie (2009) investigaram o desempenho de adquirentes listadas em bolsa nos Estados Unidos que possuem ações com distintos direitos de voto. Utilizam uma amostra de 410 aquisições realizadas entre 1995 e 2003. Em tal amostra, a administração da adquirente possuía, em média, 67,4% dos votos e 40,8% da propriedade. Foram obtidas evidências de relação negativa e estatisticamente significativa entre a separação entre votos e propriedade pela administração e o retorno anormal acumulado.

³⁶Os autores usaram a definição de independência da Bolsa de Valores de Toronto. De acordo com Ben-Amar e André (2006, p. 536), para ser caracterizado como independente, o conselheiro não pode ser executivo da empresa ou suas subsidiárias, não pode ser relacionado com os acionistas controladores e não pode ter negócios com a empresa que poderiam criar conflitos de interesses.

Oliveira Neto (2011) estuda os determinantes da criação de valor em eventos envolvendo aquisições de empresas, formação de *joint-ventures* e outros tipos de investimento anunciados por empresas listadas em bolsa no Brasil. Os dados são de 2005 a 2009. A análise de regressão linear múltipla com todas as variáveis explicativas foi realizada com 281 observações. O foco da análise é a relação entre o retorno anormal acumulado e o excesso de confiança dos gestores (presidentes executivos). Mas o pesquisador controlou a análise por, entre outras variáveis, uma variável binária indicando se a empresa era listada no Nível 2 ou no Novo Mercado da BM&FBovespa. O autor não encontrou relação significativa. Oliveira Neto (2011) não apresenta resultados de testes específicos para cada tipo de investimento. É possível que seja mais fácil extrair benefícios privados em investimentos que levem ao controle dos ativos. Também não controla a análise por variáveis relacionadas com a estrutura de controle e propriedade das empresas.

Com uma amostra semelhante à de Oliveira Neto (2011), mas que inclui eventos ocorridos também em 2010, Esteter (2012, p. 85) encontrou uma relação positiva e significativa (a 10%) entre o retorno anormal e a listagem no Nível 2 ou no Novo Mercado nas observações envolvendo anúncios de aquisições. Porém, é preciso notar que somente foi encontrada significância em uma das janelas de evento investigadas pelo autor. Esteter (2012) também analisou a relação com a dupla listagem em bolsas de valores nos Estados Unidos e não encontrou evidências de relação estatisticamente significativa com o retorno anormal.

Caprio, Croci e Giudice (2011) estudam os dados de 1998 a 2008 de 2.145 aquisições feitas por empresas localizadas em 12 países na Europa Continental, região em que é mais frequente (que nos Estados Unidos) a presença de acionistas controladores e o uso de mecanismos para separar direitos de voto dos direitos sobre fluxo de caixa (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANEZ; SHLEIFER, 1999). Na sua amostra, o acionista com maior nível de direitos de voto tem, em média, 39,9% do controle e 30,2% da propriedade. O trabalho apresentou alguma evidência, fraca, de que o retorno anormal das adquirentes aumenta com a elevação da participação do maior acionista nos direitos a fluxo de caixa e diminui com o excesso de direitos de voto de tal acionista. Não foram encontradas evidências de relação positiva entre a participação do segundo maior acionista nos direitos de votos e o retorno anormal das adquirentes. Por fim, os autores testaram, mas não encontraram evidências de relação estatisticamente significativa entre o retorno das adquirentes e controle familiar.

Bhaumik e Selarka (2012) analisam os dados de 123 anúncios de aquisição feitos entre 1995 e 2004 por empresas negociadas em bolsa na Índia. Encontraram evidências de uma relação positiva entre concentração da propriedade e retorno anormal das adquirentes. Os autores não investigaram a relação com outros mecanismos de governança.

Como pode ser observado nos estudos revisados, o foco costuma recair sobre a relação entre estrutura de propriedade e controle e o retorno das adquirentes, sem incorporar na análise outros mecanismos de governança.

Entre os poucos estudos encontrados, há alguma evidência de relação positiva (eventualmente quadrática, com concavidade voltada para baixo) entre o desempenho das adquirentes e o nível de interesse econômico dos controladores³⁷; e negativa entre o desempenho das adquirentes e o excesso de direitos de voto dos controladores. Um estudo, de Ben-Amar e André (2006), com dados do Canadá, também apresentou evidências de que grandes acionistas externos podem exercer um papel de monitoramento. Os mesmos resultados não foram obtidos com dados da Europa Continental utilizados no estudo de Caprio, Croci e Giudice (2011). Talvez a diferença nos resultados se deva ao maior nível de controle (e entrincheiramento) dos maiores acionistas na Europa Continental. Com relação ao controle familiar não há evidências claras que indiquem relações significantes, em qualquer direção.³⁸

Não foram obtidas evidências de que a dupla listagem nos Estados Unidos está associada a um desempenho mais elevado em aquisições. Existe alguma evidência, embora fraca, de relação positiva entre a listagem no Novo Mercado ou no Nível 2 da BM&FBovespa e o retorno anormal em aquisições.

Por fim, apenas um estudo investigou a relação entre o desempenho das adquirentes e as características do seu conselho de administração, o de Ben-Amar e André (2006). Tal estudo apresenta evidências de relação positiva com a independência do conselho de administração; e negativa com o seu tamanho.

³⁷ A administração ou o maior acionista, a depender do estudo.

³⁸ Embora o estudo de Ben-Amar e André (2006) indique uma relação positiva com o controle por famílias, tal resultado pode ser decorrente do maior nível de interesse econômico deste tipo de controlador na sua amostra, como já comentado.

3 METODOLOGIA

3.1 O Método

O presente trabalho tem por objetivo geral investigar a relação entre o retorno anormal das adquirentes em operações de aquisições de empresas e a sua estrutura de governança, com foco na estrutura de propriedade e controle e perfil do conselho de administração. Tal objetivo é atingido por meio da realização de um estudo de eventos, seguido de análises estatísticas da relação entre o retorno anormal e a estrutura de governança das adquirentes.

O retorno anormal das adquirentes é estimado pelo método do estudo de eventos, procedimento comum em estudos sobre aquisições (COPELAND; WESTON; SHASTRI, 2003, p. 778). Conforme MacKinlay (1997, p. 13), “[...] um estudo de evento mensura o impacto de um evento específico sobre o valor de uma firma”³⁹. Em termos simples, busca-se mensurar a diferença entre o retorno observado para as ações da empresa e o retorno esperado caso o evento não tivesse ocorrido. Tal diferença é denominada de retorno anormal.

Uma premissa fundamental da metodologia é a de eficiência semiforte do mercado de capitais (MACKINLAY, 1997, p. 13; MCWILLIAMS; SIEGEL, 1997, p. 629). Conforme McWilliams e Siegel (1997, p. 629), a metodologia também se apoia nas seguintes premissas: o evento representa informação nova, não antecipada pelos investidores; e não há outros eventos relevantes economicamente ocorrendo simultaneamente ou pelo menos é possível isolar o efeito do evento analisado. Mais detalhes sobre o método podem ser encontrados nas obras de MacKinlay (1997) e McWilliams e Siegel (1997), entre outros.

Uma vez estimados os retornos anormais, são feitos, inicialmente, análises univariadas e testes bivariados para a relação entre tal variável e variáveis representativas das características da estrutura de governança das adquirentes. Em seguida, são efetuadas análises de regressão linear múltipla, procedimento padrão nos estudos que objetivam identificar fatores que expliquem a variância do desempenho das adquirentes e indicado por MacKinley (1997, p. 33) e McWilliams e Siegel (1997, p. 638). A análise é controlada por outros fatores

³⁹ [...] *an event study measures the impact of a specific event on the value of a firm.*”

normalmente citados na literatura como determinantes do retorno das adquirentes. Como testes de Breusch-Pagan rejeitaram a hipótese de homoscedasticidade (WOOLDRIDGE, 2010, p. 256-257) e algumas firmas fizeram mais de uma aquisição no período analisado, respondendo por mais de uma observação na amostra, são utilizados erros padrão robustos a heteroscedasticidade e agrupados por adquirente (PETERSEN, 2009, p. 436-437).

3.2 Modelos de Análise de Regressão Múltipla

A Equação 1 apresenta, genericamente, a especificação utilizada nas análises de regressão:

$$CAR_i = \alpha + \sum_{j=1}^m \beta_j \cdot GC_{ji} + \sum_{k=1}^n \gamma_k \cdot VC_{ki} + \varepsilon_i \quad (1)$$

Onde:

- o subscrito “i” identifica o evento;
- CAR é o retorno anormal acumulado (*cummulative abnormal return*);
- α é o intercepto, a ser estimado;
- GC_j é a variável “j” representativa de uma das “m” características analisadas da estrutura governança das adquirentes, abarcando a estrutura de propriedade e controle (incluindo a identidade do controlador) e o conselho de administração;
- β_j é o coeficiente de regressão da variável GC_j , a ser estimado;
- VC_k é a variável de controle “k”;
- γ_k é o coeficiente de regressão da variável de controle “k”, a ser estimado; e
- ε é o termo de erro.

As diferentes variáveis relacionadas com a concentração da propriedade, com o excesso de votos do(s) maior(es) acionistas e com os direitos de voto do segundo e terceiro maiores acionistas são utilizadas alternadamente, enquanto as variáveis relacionadas com a identidade do controlador, com o perfil do conselho de administração e as variáveis de controle constam, sempre, de todas as análises.

De forma mais específica, utiliza-se a especificação de Claessens *et al.* (2002), em que são utilizadas em uma mesma equação uma variável representativa dos direitos de propriedade do maior acionista e outra variável representativa do excesso de direitos de voto de tal acionista. São efetuadas análises com os dados do acionista (ou conjunto de acionistas unidos por acordo) com maior nível de direitos de voto. A equação também inclui uma variável representativa da soma dos direitos de voto do segundo e do terceiro maiores acionistas, com vistas a se testar a hipótese de que tais acionistas exercem um papel de monitoramento.

Alternativamente, alguns estudos nacionais utilizam a soma da participação detida pelos maiores acionistas na análise da relação entre estrutura de controle e propriedade e outras variáveis, como o prêmio das ações com direito a voto (SAITO; SILVEIRA, 2010) ou a qualidade das práticas de governança das firmas (SILVEIRA *et al.*, 2010). Seguindo tais estudos, são efetuadas análises com a soma dos direitos de propriedade e o excesso dos direitos de voto dos três maiores acionistas. Neste caso, a equação não inclui uma variável representativa da soma dos direitos de voto do segundo e do terceiro maiores acionistas.

Os estudos de Bigelli e Mengoli (2004) e de Ben-Amar e André (2006) apresentaram evidências de que a relação entre concentração da propriedade e retorno anormal em aquisições pode eventualmente ser quadrática. Todavia, a inclusão de um termo ao quadrado nas análises do presente estudo levaria a severos problemas de multicolinearidade, dada a elevada correlação entre as duas variáveis. Tal problema é exacerbado em um estudo com amostra de tamanho reduzido, como é o caso desta tese. Como alternativa, são utilizadas variáveis binárias que indicam se o nível de concentração da propriedade é alto, intermediário ou baixo (definições operacionais na seção 3.3). Se houver uma relação quadrática entre o retorno anormal e a concentração da propriedade, deve-se esperar, *ceteris paribus*, uma relação positiva entre o retorno anormal e a classificação de concentração intermediária. Este tipo de especificação permitiu o estudo da hipótese levantada pelos autores supracitados sem se incorrer em elevados níveis de multicolinearidade, conforme análise feita dos fatores de inflação de variância, substancialmente inferiores neste tipo de especificação.

Ainda sobre as especificações utilizadas em estudos sobre estrutura de propriedade e controle e valor ou desempenho das firmas, Gompers, Ishii e Metrick (2010) analisam os efeitos incentivo e entrenchamento em empresas emissoras de ações com diferentes direitos de voto incluindo, em algumas de suas análises, simultaneamente, variáveis de concentração dos

direitos de voto e de direitos de propriedade. Esse tipo de especificação também traria problemas de multicolinearidade neste estudo, pois cerca de 60% das observações da amostra são de aquisições feitas por empresas listadas no Novo Mercado, em que não se pode emitir ações sem direito a voto. Assim, tal tipo de especificação não foi utilizada.

Por fim, nas análises de regressão, assume-se que as variáveis de governança são exógenas. Silveira *et al.* (2010) investigaram o tema com dados brasileiros, utilizando um índice amplo de governança desenvolvido por Leal e Carvalhal-da-Silva (2005), e oferecem certo suporte a esta premissa. Okimura, Silveira e Rocha (2007) e Silveira, Barros e Famá (2008) também investigaram especificamente a hipótese de endogeneidade da estrutura controle e propriedade com dados de empresas negociadas em bolsa no Brasil. Tais autores fornecem evidências de exogeneidade, ao menos no Brasil.

3.3 Definição Operacional das Variáveis

A seguir, são apresentados os procedimentos adotados na construção das variáveis do estudo. De forma a tornar mais fácil a compreensão das fontes dos dados, tais fontes são apresentadas junto com a definição operacional das variáveis. No caso específico dos dados sobre anúncios de aquisição, são apresentados os detalhes sobre a coleta dos dados na subseção 3.5.1.

3.3.1 Variável Dependente

A variável dependente do estudo é o retorno anormal observado na data e nos dias adjacentes à data de anúncio de aquisições, medida tradicionalmente usada nos estudos para medir a criação (ou destruição) de riqueza em aquisições. Como já relatado na seção 3.1, o retorno anormal é dado pela diferença entre o retorno observado para a ação da empresa e o retorno esperado caso o evento não tivesse ocorrido. O retorno observado é calculado conforme a Equação 2:

$$R_{i,t} = \ln \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) \quad (2)$$

Onde:

- $R_{i,t}$ é o retorno observado para a ação da empresa adquirente do evento “i” na data “t”;
- $P_{i,t}$ é o preço de fechamento da ação da empresa adquirente do evento “i” na data “t”;
- $P_{i,t-1}$ é o preço de fechamento da ação da empresa adquirente do evento “i” na data “t-1”.

O retorno esperado é calculado pelo modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado (modelo de mercado). Para o uso de tal modelo, é preciso estimar a relação entre o retorno das ações das empresas adquirentes e o retorno da carteira de mercado, no caso deste estudo, o Ibovespa, Índice Bovespa. Isto é feito por meio da análise de regressão linear simples, tendo-se como variável dependente o retorno observado para a ação da empresa e como variável explicativa o retorno observado para a carteira de mercado. Utiliza-se uma janela estimação de 180 dias, mesmo período de tempo usado por Kayo *al.* (2009), iniciando em -190 e terminando em -11 em relação à data do anúncio da aquisição. Os parâmetros estimados por tal procedimento (coeficiente angular e coeficiente linear) são então utilizados na estimativa do retorno esperado, conforme indicado na Equação 3:

$$ER_{i,t} = \theta_i + \delta_i \cdot R_{Ibovespa,t} \quad (3)$$

Onde:

- $ER_{i,t}$ é o retorno esperado para a ação da empresa adquirente do evento “i” na data “t”;
- θ_i é o coeficiente linear estimado para a ação da empresa adquirente do evento “i” conforme o procedimento explicado no parágrafo acima;
- δ_i é o coeficiente angular estimado para a ação da empresa adquirente do evento “i” conforme o procedimento explicado no parágrafo acima;
- $R_{Ibovespa,t}$ é o retorno do Ibovespa na data “t”.

Os preços usados na Equação 2 e na geração dos parâmetros indicados na Equação 3 são ajustados por todos os tipos de provento e foram obtidos na Economática. Utiliza-se a ação mais líquida da adquirente, conforme índice de liquidez calculado pela Economática.

Em seguida, calcula-se o retorno anormal, conforme a Equação 4:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - ER_{i,t} \quad (4)$$

Onde:

- $AR_{i,t}$ é o retorno anormal para a ação da empresa adquirente do evento “i” na data “t”.

Normalmente, os estudos sobre fusões e aquisições medem a criação ou destruição de valor ao longo de uma janela de evento, que inclui um ou mais dias antes do anúncio e um ou mais dias depois do evento. Isso é feito acumulando-se os retornos anormais ao longo da janela de evento, conforme descrito na Equação 5:

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t} \quad (5)$$

Onde:

- $CAR_i(t_1, t_2)$ é o retorno anormal acumulado para a ação da empresa adquirente do evento “i” entre t_1 e t_2 ;
- t_1 é a quantidade de dias antes da data de anúncio (definida como $t = 0$);
- t_2 é a quantidade de dias depois da data de anúncio.

São usadas duas janelas de eventos, uma de -1 até +1; e outra de -2 até +2. Procura-se usar janelas curtas para se evitar problemas com a sobreposição de eventos. Janelas de três dias são comuns em estudos sobre os efeitos das fusões e aquisições (ANDRADE, MITCHELL; STAFFORD, 2001). Simões *et al.* (2012) analisam o comportamento das ações das empresas em anúncios de aquisições na Argentina, no Brasil e no Chile entre 1995 e 2008 e concluem que, no caso brasileiro, a informação é incorporada aos preços na data do anúncio.

Há alguns casos em que a empresa anuncia mais de uma aquisição em uma mesma data. Em tais casos, os investimentos foram somados e as análises foram feitas considerando-se uma observação apenas. Há, também, alguns poucos casos em que a empresa faz anúncios em datas muito próximas, tendo as suas janelas de evento sobrepostas. Em tais casos, os investimentos também foram somados e as análises foram feitas considerando-se uma observação apenas. A janela de evento teve início tendo-se como referência a data do primeiro anúncio e como data de término a data do último anúncio.

A data do anúncio é aquela em que a notícia saiu pela primeira vez. A pesquisa utiliza anúncios coletados na base de *Investment Banking* da Thomson Reuters e nos fatos relevantes publicados pelas empresas e disponíveis no *site* da CVM, Comissão de Valores Mobiliários. Os detalhes sobre a coleta dos anúncios são apresentados na subseção 3.5.1. Para os eventos coletados na Thomson Reuters, a data do anúncio de referência é aquela oferecida pela própria base. No caso dos eventos obtidos por consulta aos fatos relevantes, a data de publicação do fato relevante no *site* da CVM é a data de referência. Para se obter maior precisão na data do anúncio, foi realizado um cruzamento de dados entre bases, conforme indicado abaixo:

- Os anúncios da Thomson Reuters foram cruzados com os fatos relevantes e comunicados ao mercado publicados no *site* da CVM; com o módulo de notícias do Economática para 2001 a 02/02/2003⁴⁰; e com notícias publicadas no Valor Econômico (consulta à base digital);
- nos casos dos eventos coletados com base na análise da publicação de fatos relevantes, também se buscou confirmar a data com pesquisas sobre notícias no Valor Econômico.

Foi utilizada a primeira data em que a informação sobre o evento tenha se tornado pública. No caso de a informação ter se tornado pública depois do fechamento do mercado, o dia seguinte foi utilizado como data de anúncio.

3.3.2 Variáveis Explicativas: Estrutura de Propriedade e Controle

3.3.2.1 Fração da Propriedade detida Pelo Maior e pelos Três Maiores Acionistas

Como antecipado na seção 3.2, são usadas variáveis representativas dos direitos de propriedade do maior e dos três maiores acionistas. São coletados os dados de participação

⁴⁰ Os fatos relevantes e comunicados ao mercado anteriores a 03/02/2003 não estão disponíveis na página de cada empresa no *site* da CVM (módulo “ITR, DFP, IAN, IPE, FC, FR e outras Informações” da seção “Companhias Abertas e Estrangeiras”, disponível na área “Acesso Rápido” do *site*). Mas podem ser consultados fatos relevantes para o período entre 03/12/2001 a 02/03/2003 em um módulo separado (entrar em “Companhias Abertas e Estrangeiras” e, em seguida, no *link* “Fatos Relevantes anteriores a 03/02/2003”). Em alguns casos, houve dificuldade para abrir os documentos e não havia uma descrição clara sobre o conteúdo do fato relevante. Assim, o módulo de notícias do Economática também foi consultado. Para eventos ocorridos anteriormente a 03/12/2001, o módulo de notícias do Economática é a única fonte disponível.

direta (isto é, sem considerar efeitos de eventuais estruturas piramidais) na propriedade (total de ações) dos maiores acionistas em termos de direito de voto (ações com direito a voto). Em empresas que não emitem ações sem direito a voto, não há qualquer diferença. Mas, nas empresas que emitem ações sem direito de voto, embora a tendência seja a de que os acionistas com maior nível de direito de propriedade sejam, também, aqueles com maior nível de direito de votos, isso não necessariamente precisa ocorrer.

Nos casos em que a análise é feita com a soma dos direitos de propriedade dos três maiores acionistas, não havendo acionistas relevantes em termos de direitos de voto além do maior (ou do maior e do segundo maior), são coletadas as participações dos eventuais acionistas relevantes em termos de direito de propriedade identificados nos documentos das empresas.

Se houver acordo de acionistas, as participações detidas pelos acionistas do bloco são consideradas conjuntamente, como se fossem apenas um acionista. Adicionalmente, participações detidas separadamente por membros de uma mesma família também são tratadas de forma consolidada. Procedimento análogo foi feito na análise dos demais casos, como quando o controle é estatal ou detido por empresa estrangeira. Tais procedimentos também foram adotados por Silveira (2004, p. 102). Para executar tais procedimentos, caso necessário, além dos quadros específicos com a identidade dos acionistas (Grupo 3 do documento Informações Anuais; e item 15.1 do documento Formulário de Referência), foram consultadas as informações disponíveis nos itens 8.1 e 8.2 (grupo econômico) e 15.4 (organograma dos acionistas) do Formulário de Referência e nos Grupos 9 (histórico) e 20 (governança) do Informações Anuais. No caso das empresas emissoras de recibos de ações negociados em bolsa nos EUA, também foram consultados os relatórios 20-F (item 7).

Como também foi antecipado na seção 3.2, com vistas a se captar alguma eventual relação quadrática entre a concentração da propriedade e o retorno anormal identificada em outros estudos, sem se incorrer em problemas severos de multicolinearidade, foram construídas variáveis binárias para indicar se a concentração é baixa, intermediária ou alta.

A seguir, são apresentadas as variáveis utilizadas no estudo:

- FC1 = participação direta no total de ações do acionista com maior nível de direitos de voto;

- FC123 = participação direta no total de ações dos três acionistas com maior nível de direitos de voto. Não havendo segundo ou terceiro acionista relevante (identificado nos documentos) com participação relevante nos direitos de voto, mas havendo acionista(s) identificados nos documentos com participação relevante no capital total, são utilizados tais dados;
- FC1 BAIXO = 1 (um) caso a empresa esteja abaixo do percentil 25 na distribuição amostral de FC1; e 0 (zero) caso contrário;
- FC1 MÉDIO = 1 (um) caso a empresa esteja no ou acima do percentil 25 e abaixo do percentil 75 na distribuição amostral de FC1; e 0 (zero) caso contrário;
- FC1 ALTO = 1 (um) caso a empresa se classifique no ou acima do percentil 75 na distribuição amostral de FC1; e 0 (zero) caso contrário;
- FC123 BAIXO = 1 (um) caso a empresa esteja abaixo do percentil 25 na distribuição amostral de FC123; e 0 (zero) caso contrário;
- FC123 MÉDIO = 1 (um) caso a empresa esteja no ou acima do percentil 25 e abaixo do percentil 75 na distribuição amostral de FC123; e 0 (zero) caso contrário;
- FC123 ALTO = 1 (um) caso a empresa se classifique no ou acima do percentil 75 na distribuição amostral de FC123; e 0 (zero) caso contrário.

Os pontos de corte para as classificações foram estabelecidos com o objetivo de separar os dois extremos em termos de participação na propriedade, que estariam associados, *ceteris paribus*, a retornos anormais mais baixos caso seja válida a hipótese de que existe uma relação quadrática entre as variáveis.

Ressalta-se que são utilizadas as participações diretas na propriedade, sem qualquer tratamento para os efeitos de eventuais estruturas piramidais de controle. O mesmo procedimento foi utilizado por Silveira *et al.* (2004, 2009, 2010) e por Saito e Silveira (2010). Conforme Leal, Carvalhal-da-Silva e Valadares (2002, p. 17), “a utilização da estrutura de pirâmides não parece ser um esforço no sentido de evitar a regra de uma ação – um voto nas companhias brasileiras.”

São utilizados os últimos dados disponíveis antes da data do anúncio de aquisição. O mesmo procedimento foi adotado para as demais variáveis de estrutura de propriedade, bem como as relacionadas com o conselho de administração.

3.3.2.2 Diferença entre Direitos de Controle e Direitos de Propriedade

As variáveis são calculadas pela diferença entre os direitos de voto (participação no capital votante) e direitos de propriedade (participação no total de ações) do maior e dos três maiores acionistas. Tal definição foi usada, por exemplo, em Claessens *et al.* (2002), Silveira (2004), Silveira *et al.* (2004; 2009; 2010), Gompers, Ishii e Metrick (2010) e Caprio, Croci e Giudice (2011). Masulis, Wang e Xie (2009, p. 1701) afirmam que usaram tanto a diferença quanto a razão entre os direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa, com resultados similares.

Claessens *et al.* (2002) apresentam resultados que indicam que a relação negativa entre tal variável e o valor das firmas parece ocorrer principalmente entre as empresas com maior nível de separação. Assim, seguindo procedimento semelhante, foram construídas variáveis binárias para identificar elevado nível de separação entre direitos de voto e direitos de propriedade. Tal variável assumiu valor 1 (um) no caso de a empresa estar na ou acima da mediana entre as empresas com diferença entre direitos de controle e direitos de propriedade maior que zero; e 0 (zero) caso contrário.

Abaixo, são apresentadas as variáveis usadas no estudo:

- DIF1 = diferença entre a participação no capital votante e a participação no total de ações do acionista com maior nível de direitos de voto;
- DIF123 = diferença entre a participação no capital votante e a participação no total de ações dos três acionistas com maior nível de direitos de voto. Não havendo segundo ou terceiro acionista identificados nos documentos com participação nos direitos de voto, mas havendo acionista(s) identificados nos documentos com participação no capital total, são utilizados tais dados;
- DIF1 ALTO = 1 (um) caso a empresa esteja na ou acima da mediana calculada entre as empresas que apresentaram DIF1 maior que zero; e 0 (zero) caso contrário;
- DIF123 ALTO = 1 (um) caso a empresa esteja na ou acima da mediana calculada entre as empresas que apresentaram DIF123 maior que zero; e 0 (zero) caso contrário.

São utilizadas as mesmas fontes indicadas em 3.3.2.1. Novamente, são usadas as participações diretas, sem se computar os efeitos de eventuais estruturas piramidais.

3.3.2.3 Participação no Capital Votante do Segundo e Terceiro Maiores Acionistas

Com vistas a se testar, no contexto das decisões de aquisições e com dados do Brasil, a hipótese de que outros acionistas com participação relevante nos direitos de voto podem prestar um papel de monitoramento do maior acionista (LINS, 2003; BEN-AMAR; ANDRÉ, 2006; CAPRIO; CROCI; GIUDICE, 2011), foram coletadas as participações nos direitos de voto do segundo e do terceiro maiores acionistas. Tal participação foi somada, já que é possível que tais acionistas se articulem para atuar no monitoramento do maior acionista.

Eventualmente, pode ser que seja necessária a presença de outros acionistas com participação mais elevada nos direitos de voto para que estes possam exercer o papel de monitoramento. Uma participação mais elevada pode, por exemplo, facilitar a eleição de pelo menos um membro para o conselho de administração. Para testar tal hipótese, foi construída uma variável binária para indicar a presença de outros acionistas com participação mais alta (em relação às demais empresas da amostra) nos direitos de voto.

São apresentadas abaixo as variáveis usadas no estudo:

- VOTOS23 = soma da participação nos direitos de voto do segundo e do terceiro maiores acionistas;
- VOTOS23 ALTO = assume valor 1 (um) caso a soma dos direitos de voto do segundo e do terceiro maiores acionistas esteja na ou acima da mediana calculada entre as empresas que apresentaram VOTOS23 maior que zero e 0 (zero) caso contrário.

São utilizadas as mesmas fontes indicadas em 3.3.2.1.

3.3.2.4 Identidade do Controlador

A identidade do controle foi classificada nas seguintes categorias: familiar (FAMILIAR), estatal (ESTATAL), estrangeiro (ESTRANG), institucional (INSTITUC), pulverizado (PULVERIZ) ou compartilhado (COMPART). São utilizadas variáveis binárias nas análises de regressão.

Tal classificação segue, em linhas gerais, aquela utilizada por Silveira *et al.* (2009, 2010), exceto pelo fato de que tais autores não apresentam as categorias institucional e pulverizado,

talvez por não haver, na sua base de dados, empresas com tal tipo de controle, de acordo com as definições operacionais adotadas nos estudos.

O controle é considerado pulverizado quando nenhum acionista detém 10% ou mais dos direitos de voto. Esse foi o nível mínimo para identificar a existência de controle nos estudos de Claessens *et al.* (2002), Dahya, Dimitrov e McConnell (2008) e Silveira e Barros (2013), por exemplo.

O controle é considerado familiar quando um indivíduo, família ou grupo de famílias formalmente unidas por acordo de acionistas – critério também usado por Saito e Silveira (2010) – atendem às seguintes regras, na ordem:

- Detém mais que 50% dos direitos de voto de uma empresa;
- Detém 40% ou mais dos direitos de voto e não existem outros acionistas vinculados por acordo (por exemplo, um fundo de pensão). Embora não tenha o controle majoritário, provavelmente tal acionista tem condições de definir os rumos da empresa;
- Detém 30% ou mais dos direitos de votos, não existem outros tipos de acionistas vinculados por acordo e não existem outros acionistas com participação relevante nos direitos de voto (10% ou mais). Novamente, é possível que mesmo com uma participação mais baixa o acionista tenha condições de definir os rumos da empresa, pois não encontra nenhuma oposição por outros acionistas com participação relevante nos direitos de voto.

O limite de 50% é indicado por Saito e Silveira (2010) como o critério para a classificação do controle em familiar ou estatal. Estudos feitos com dados de outros países muitas vezes usam limites mais baixos, mesmo quando utilizam dados de economias que, em geral, apresentam maior concentração acionária. É o caso dos estudos de Claessens *et al.* (2002) e de Caprio, Croci e Giudice (2011), que utilizaram o limite de 10% e indicaram o controle como familiar, por exemplo, se uma família é o acionista com maior nível de direitos de voto. Mas, conforme Caprio, Croci e Giudice (2011, p. 1639), muitos outros autores usam limites mais altos, como 20% ou 25%. Os próprios autores fazem análises utilizando limites mais altos (30%). O limite de 30% também é usado por Barontini e Siciliano (2003) para identificar a existência de controle. Os autores, que usaram dados da Itália, argumentam que limites inferiores podem ser muito baixos para assegurar o controle em amostras que contam com empresas pequenas

(BARONTINI; SICILIANO, 2003, p. 5). É possível que este seja o caso do Brasil também⁴¹. Barontini e Siciliano (2003, p. 5) também utilizam a presença de outro acionista com 10% ou mais dos direitos de voto como uma força redutora do poder do controlador.

Os mesmos critérios são usados para a classificação das empresas como com controle do tipo estatal, estrangeiro ou institucional. Os demais casos são classificados como tendo o controle compartilhado, exceto quando o controle é do tipo pulverizado. São utilizadas as mesmas fontes indicadas em 3.3.2.1.

3.3.3 Variáveis Explicativas: Conselho de Administração

3.3.3.1 Independência

A variável de independência do conselho, denominada INDEP, é computada como a relação entre o número de conselheiros classificados como independentes e o número total de membros do conselho de administração. São computados apenas os membros titulares.

Como primeira etapa na classificação dos conselheiros como independentes, foi utilizada a classificação indicada pelas empresas nos seus relatórios (Informações Anuais, Formulários de Referência, relatórios 20-F e relatórios anuais disponíveis na página da empresa na Internet). Além da análise das seções que tratam especificamente sobre o perfil dos administradores (Grupo 12 do relatório Informações Anuais; Seção 12 do Formulário de Referência; e Item 6 do 20-F), foram pesquisadas informações nas seções que tratam de governança (Grupo 20 do Informações Anuais; Item 16 do 20-F). Havendo dúvidas (exemplo: empresa do Novo Mercado sem indicação de independentes), também foram consultadas as atas das assembleias que elegeram os conselheiros.

Parte das empresas negociadas em bolsa no Brasil não é obrigada a ter conselheiros independentes em função de não ter aderido aos regulamentos dos segmentos diferenciados de

⁴¹ Estudo de Caprio e Croci (2008, p. 2438) com dados de empresas listadas em bolsa na Itália indica que a mediana do valor dos ativos totais em 2003 era de R\$9.750 milhões (foi usada a taxa de câmbio de R\$3,6646 por Euro, de 31/12/2003, conforme a Economia). Carvalhal-da-Silva e Leal (2005, p. 10) apresentam uma mediana de R\$1.673 milhões para o ativo total em 2002 de empresas listadas em bolsa no Brasil.

governança corporativa, Nível 2 e Novo Mercado.⁴² Tais empresas, embora não sejam obrigadas, podem ter conselheiros que se classificariam como independentes com base nos critérios estabelecidos nos regulamentos dos segmentos diferenciados de governança da BM&FBovespa. Adicionalmente, é preciso lembrar que o requisito de 20% de independentes do Nível 2 e do Novo Mercado foi estabelecido apenas a partir de 2006 (CARVALHAL-DASILVA, 2006, p. 42-44).

Em função do exposto acima, foi efetuada uma análise do perfil dos conselheiros disponível nos relatórios supracitados e foram classificados como independentes todos aqueles que atenderiam aos requisitos dos regulamentos de listagem no Nível 2 e no Novo Mercado. Também foram analisadas, quando disponíveis, as informações sobre relações familiares e de subordinação, prestação de serviços e controle que constam dos itens 12.9 e 12.10 do Formulário de Referência. Eventualmente, havendo dúvidas, foram efetuadas pesquisas nos *sites* na Internet de empresas às quais o conselheiro se vincula para identificar eventuais relações comerciais (busca por informações sobre clientes da empresa). Para ser independente, o conselheiro não pode ser controlador⁴³ ou vinculado a este (como conselheiro de empresa controladora, por exemplo), ser ou ter sido empregado nos últimos três anos pela empresa (incluindo controladas) ou sociedade ou entidade relacionada com o controlador, ser parente de administradores da empresa ou manter relações comerciais com a empresa. Procura-se, assim, seguir as definições de independência presentes nos regulamentos do Nível 2 e do Novo Mercado (BM&FBOVESPA, 2012).⁴⁴ Procedimentos semelhantes foram usados por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) e por Dahya, Dimitrov e McConnell (2008).

Não obstante os cuidados tomados para a classificação dos conselheiros como independentes, a amostra pode conter conselheiros que, na essência, não o são. Por exemplo, conselheiros que atuem também como consultores podem eventualmente relutar em confrontar propostas de controladores com vistas à obtenção de contratos de consultoria no futuro. Essa é uma limitação desta pesquisa.

⁴² As empresas com dupla listagem em bolsas de valores nos Estados Unidos precisam manter conselheiros independentes para compor o comitê de auditoria (COFFEE JR., 2002, p. 1824-1825). Porém, como já foi comentado na subseção 2.5.4, podem cumprir tal exigência por meio do conselho fiscal, devidamente adaptado.

⁴³ Entendido como o acionista com maior nível de direitos de voto.

⁴⁴ Embora não esteja explícito nos regulamentos, para os fins desta pesquisa, entendeu-se que conselheiros que estejam vinculados a acordos de acionistas, diretamente ou por meio de vínculos com entidade que participe de acordo de acionistas, não são independentes, ainda que sejam apontados como tal pelas empresas. A ideia é a de que tais conselheiros participam do grupo de controle e devem seguir as orientações de voto estabelecidas pelos acionistas que fazem parte do acordo.

3.3.3.2 Acúmulo das Funções de Presidente Executivo e Presidente do Conselho

Foi utilizada uma variável binária, denominada DUALIDADE, que assumiu valor 1 (um) caso os dois postos sejam preenchidos por um mesmo indivíduo e 0 (zero) caso contrário. São utilizadas as mesmas fontes indicadas em 3.3.3.1.

3.3.3.3 Tamanho

Como relatado no capítulo 2, a recomendação em geral é de um tamanho intermediário para o conselho de administração. Uma alternativa para testar a relação entre o tamanho do conselho de administração e o retorno anormal das adquirentes seria a de usar duas variáveis: o número de conselheiros e o número de conselheiros ao quadrado. Porém, tal especificação levaria a problemas de multicolinearidade dada a alta correlação entre as variáveis. Assim, foi utilizada uma variável binária, denominada TAM CA, que assumiu valor 1 (um) caso o conselho tenha entre 5 e 11 membros, conforme recomendado pelo IBGC (IBGC, 2009, p. 36); e 0 (zero) caso contrário. São utilizadas as mesmas fontes indicadas em 3.3.3.1.

3.3.3.4 Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal

A existência de um comitê de auditoria ou de um conselho fiscal pode, eventualmente, restringir a expropriação dos minoritários pelos controladores, reduzindo o incentivo à expansão das firmas em busca de benefícios privados do controle. Naturalmente, a efetividade de tal órgão será maior se houver membros independentes na sua composição. Assim, foi construída uma variável binária, denominada AUDIT_CF, que assumiu valor 1 (um) caso a empresa tenha: comitê de auditoria com pelo menos um conselheiro independente ou conselho fiscal com pelo menos um membro que possa ser considerado independente (seguindo os critérios indicados em 3.3.3.1); e 0 (zero) caso contrário. São utilizadas as mesmas fontes indicadas em 3.3.3.1.

É importante notar que a definição acima é mais exigente que aquela adotada por Oda (2011) na sua pesquisa sobre o efeito dos órgãos na relação entre valor e transações com partes relacionadas. Tal autora não exigiu a presença de pelo menos um membro independente.

3.3.3.5 Diversidade

A diversidade do conselho foi analisada tomando como referência o trabalho de Silveira e Barros (2013). Foram analisadas quatro dimensões de diversidade: formação acadêmica, gênero, idade e cultural (em termos de nacionalidade). Silveira e Barros (2013) também incluíram no seu índice de heterogeneidade do conselho o tempo médio de participação dos membros no conselho, desde a sua primeira indicação para o órgão. De acordo Silveira e Barros (2013, p. 48), quando a média é alta, os conselheiros podem desenvolver uma “mentalidade de clube”, reduzindo a probabilidade de confronto. Entretanto, a inclusão de tal dimensão neste estudo não foi possível, pois exigiria a pesquisa de vários documentos das empresas, o que não seria viável tendo em vista o prazo disponível para a sua conclusão.

O Quadro 1, localizado na próxima página, apresenta os procedimentos adotados para o cômputo da variável de diversidade (DIVERSID CA). Os procedimentos são semelhantes aos adotados por Silveira e Barros (2013). Tais autores utilizaram os quartis para efetuar a pontuação. No caso dos dados desta pesquisa, foram encontrados muitos casos com diversidade nula nas dimensões gênero e cultural (mais de 50% da amostra). Assim, para as dimensões gênero, idade e cultural, para as quais foi calculado o índice de heterogeneidade de Blau, optou-se por atribuir pontuação igual a zero quando não existe diversidade e atribuir pontos de 1 a 3 usando a distribuição amostral dos casos em que havia diversidade, utilizando-se como pontos de corte os percentis 33 e 67. No caso da formação acadêmica, a atribuição de pontos foi feita em função da presença das quatro classes de formação adotadas. O cálculo do índice de heterogeneidade forçaria a classificação dos conselheiros em um tipo de formação. Mas há conselheiros que possuem mais de um tipo de formação.

São utilizadas as mesmas fontes indicadas em 3.3.3.1. Os dados sobre as nacionalidades, em geral, estão disponíveis nas atas de assembleias que elegeram os conselheiros. Em alguns poucos casos não foi possível obter dados sobre a idade ou a nacionalidade nos documentos indicados acima e, assim, foram feitas buscas na Internet. Tais buscas identificaram, por exemplo, documentos oficiais (e.g.: atas assembleias de outras empresas) em que a nacionalidade do conselheiro era informada e matérias e perfis dos conselheiros em *sites* (Forbes, por exemplo) que indicavam a nacionalidade e/ou a idade do conselheiro.

Quadro 1 – Procedimentos para cômputo da variável de diversidade do conselho

Dimensão	Procedimentos
Gênero	<p>Foi calculada a proporção de homens e mulheres no conselho.</p> <p>Com base nas proporções, foi calculado o índice de Blau, medida indicada para a mensuração de diversidade como variedade (HARRISON; KLEIN, 2007, p. 1210). Conforme tais autores, o índice de Blau é calculado da seguinte forma: Índice de Blau = $1 - \sum p_k^2$, onde k é a categoria "k"; a medida varia de 0 a $(k-1) / k$.</p> <p>Observações com valor 0 para o índice (sem diversidade) receberam pontuação 0. As demais foram pontuadas da seguinte forma:</p> <ul style="list-style-type: none"> – os casos abaixo do percentil 33 (P33) receberam 1 ponto; – os classificados no ou acima do P33 e abaixo do P67 receberam 2 pontos; – os demais receberam 3 pontos.
Formação Acadêmica	<p>Com base em Silveira e Barros (2013, p. 48), foram consideradas quatro categorias de formação: negócios; direito; engenharia e tecnologia da informação; outros.</p> <p>As observações receberam, então, pontos de 0 a 3 da seguinte forma:</p> <ul style="list-style-type: none"> – 0 pontos para os que tinham apenas uma categoria de formação presente no conselho; – 1 ponto para os que tinham duas categorias de formação presentes no conselho; – 2 pontos para os que tinham três categorias de formação presentes no conselho; – 3 pontos para os que tinham quatro categorias de formação presentes no conselho. <p>O que se considerou foi a presença de um determinado tipo de formação no conselho, levando-se em conta que um mesmo conselheiro pode ter mais de uma formação (por exemplo: graduação em Engenharia e pós-graduação em Administração).</p>
Idade	<p>Os conselheiros foram classificados nas seguintes faixas de idade: até 30 anos; acima de 30 e até 40 anos; acima de 40 e até 50 anos; acima de 50 e até 60 anos; acima de 60 e até 70 anos; acima de 70 anos. Calculou-se, então, para cada conselho, o percentual de conselheiros em cada classe. Em seguida, calculou-se o índice de Blau.</p> <p>As observações com índice de Blau igual a 0 (sem diversidade, conforme as faixas utilizadas) receberam pontuação igual a 0. As demais foram pontuadas da seguinte forma:</p> <ul style="list-style-type: none"> – os casos abaixo do P33 receberam 1 ponto; – os classificados no ou acima do P33 e abaixo do P67 receberam 2 pontos; – os demais receberam 3 pontos.
Cultural	<p>Segundo Silveira e Barros (2013, p. 48), a diversidade cultural foi avaliada pela presença de conselheiros de outras nacionalidades.</p> <p>Para cada conselho, foi calculado o índice de Blau permitindo que o número máximo de categorias (número de nacionalidades) variasse de acordo com o número de conselheiros. Tal procedimento permite que o valor máximo possível da variável de diversidade aumente com o tamanho do grupo. Por exemplo, um grupo de 10 membros com 10 nacionalidades apresentaria índice superior ao de um grupo de 5 membros com 5 nacionalidades. De acordo com Harrison e Klein (2007, p. 1212), assume-se que o primeiro grupo, maior, tem um conjunto mais rico de informações que podem ser usadas no processo decisório. Uma alternativa seria a de padronizar o valor para cada observação pelo máximo teórico. A correlação entre a medida pura e a medida padronizada é de 0,99 na amostra (mesmo considerando apenas os casos com índice maior que zero). Adicionalmente, dado que na maioria dos casos em que há estrangeiros está presente apenas uma nacionalidade adicional (80,4% dos casos em que havia mais de uma nacionalidade), a medida apresenta alta correlação (0,99 considerando todos os dados; 0,94 desconsiderando os casos sem diversidade cultural) com uma medida baseada na classificação dos conselheiros em dois grupos: brasileiros e estrangeiros.</p> <p>Os casos com índice de Blau igual a 0 (sem diversidade) receberam pontuação igual a 0. As demais observações receberam pontuação conforme indicado abaixo:</p> <ul style="list-style-type: none"> – os casos abaixo do P33 receberam 1 ponto; – os classificados no ou acima do P33 e abaixo do P67 receberam 2 pontos; – os demais receberam 3 pontos.
DIVERSID CA (consolidado)	Foram somados os pontos obtidos em cada dimensão. Em seguida, tal pontuação foi dividida por 12 (máximo possível), fazendo a variável assumir valores entre 0 e 1.

3.3.4 Variáveis de Controle

3.3.4.1 Excesso de Confiança / Otimismo Gerencial

As análises de regressão foram realizadas incluindo uma variável binária denominada EMPREEND, que visa a captar o excesso de confiança e otimismo dos líderes das empresas adquirentes. Seguindo a definição operacional de Barros e Silveira (2008), baseada em ampla revisão da literatura na área, tal variável assume valor 1 (um) se o presidente do conselho ou o presidente executivo for o fundador (ou um dos fundadores) ou herdeiro do fundador (ou de um dos fundadores) da empresa; e 0 (zero) caso contrário.

A definição acima é distinta da usada por Oliveira Neto (2011), que considerou que as firmas tinham líderes excessivamente confiantes e otimistas quando o presidente executivo era o fundador. Porém, conforme Barros e Silveira (2008, p. 310), o perfil empreendedor, supostamente associado positivamente com o excesso de confiança e otimismo, foi verificado em virtualmente todos os casos em que o herdeiro era o líder da empresa. Adicionalmente, tais autores argumentam que é provável, em pelo menos parte das empresas, que, nos casos em que não há acúmulo das funções de presidente executivo e presidente do conselho, este último seja o tomador de decisão de última instância (BARROS; SILVEIRA, 2008, p. 309). Tal argumentação é corroborada pela análise empírica efetuada por Silveira e Barros (2011).

A classificação foi feita com base em consultas aos perfis dos administradores e histórico da empresa disponíveis nos documentos Formulário de Referência, Informações Anuais e relatório 20-F. Havendo necessidade, foram feitas pesquisas na Internet, nos *sites* das empresas e na imprensa em geral (por meio de mecanismos de busca, usando os nomes dos administradores e da empresa, bem como os termos “fundador” e “herdeiro” como palavras-chave). Trata-se de procedimento semelhante ao usado por Barros e Silveira (2008, p. 305).

3.3.4.2 Forma de Pagamento

O pagamento envolvendo ações pode sinalizar informações negativas sobre as empresas em um contexto de assimetria informacional (ANDRADE, MITCHELL; STAFFORD, 2000; TRAVLOS, 1987). Assim, em linha com outras pesquisas (e.g.: BEN-AMAR; ANDRÉ, 2006; KAYO, 2007), as análises foram efetuadas incluindo uma variável para indicar a forma

de pagamento. Tal variável, denominada CAIXA, assume valor 1 (um) caso o pagamento seja totalmente em dinheiro; e 0 (zero) caso contrário.⁴⁵ As informações foram obtidas na base da Thomson Reuters e nos documentos relacionados com o anúncio disponíveis no *site* da CVM (fatos relevantes e comunicados ao mercado).

3.3.4.3 Localização da Empresa-Alvo

A expansão internacional das firmas pode gerar ganhos como a obtenção de economias de escala (AYBAR; FICICI, 2009, p. 1.318). Empresas localizadas em mercados emergentes podem ainda se beneficiar pelo acesso a recursos e competências estratégicos não passíveis ou muito caros/demorados de serem desenvolvidos internamente, no mercado local (GUBBI *et al.*, 2010, p. 400-403). Mas os potenciais ganhos são acompanhados por desafios importantes (AYBAR; FICICI, 2009, p. 1.318). Diferenças de cultura podem intensificar os problemas de integração. O desconhecimento do mercado externo pode levar a erros na identificação de complementaridades e avaliação da empresa-alvo. Como a expansão internacional pode colaborar para a redução de risco dos executivos/controladores, pode ser motivada mais para atender aos seus interesses que em benefício de todos os acionistas. Gubbi *et al.* (2010) apresentam evidências de criação de valor em aquisições transnacionais feitas por empresas localizadas na Índia. Todavia, o estudo de Aybar e Ficici (2009) com dados de aquisições transnacionais feitas por empresas localizadas na América Latina e Ásia, principalmente, encontrou retornos anormais médios para as adquirentes nulos ou negativos.

Tendo em vista o exposto no último parágrafo, as análises utilizaram como controle a informação sobre se a empresa-alvo se localiza no Brasil ou no exterior. Foi criada uma variável binária, chamada INTERNAC, que assume valor 1 (um) caso a empresa-alvo se localize no exterior; e 0 (zero) caso contrário.⁴⁶ Tais informações estão disponíveis na base da Thomson Reuters e nos documentos disponíveis no *site* da CVM (fatos relevantes e comunicados ao mercado).

⁴⁵ Há duas observações relativas a casos em que houve sobreposição de eventos de aquisição e em que o método de pagamento diferiu. Como pelo menos uma das aquisições envolveu o pagamento em ações, a variável CAIXA assumiu valor 0 (zero) em tais casos.

⁴⁶ Há uma observação relativa a casos em que houve sobreposição de eventos de aquisição e em que uma das aquisições foi nacional, enquanto a outra foi internacional. Como pelo menos uma das aquisições envolveu a expansão internacional, a variável INTERNAC assumiu valor 1,0.

3.3.4.4 Diversificação

Alguns estudos sobre fatores relacionados com o retorno anormal em aquisições controlam a análise por uma variável binária para indicar se a aquisição é de uma empresa relacionada (mesmo setor) ou de empresa não relacionada (outro setor). São exemplos os estudos de Ben-Amar e André (2006), Kayo, Patrocínio e Martin (2009) e Masulis, Wang e Xie (2009).

Seth (1990a) faz uma revisão e análise da literatura sobre o tema e conclui que é mais provável que os ganhos associados a aumento de poder de mercado e a economias de escala e de escopo sejam obtidos em aquisições relacionadas. De outro lado, em aquisições não relacionadas as chances de se tornar os fluxos de caixa combinados menos arriscados são mais elevadas⁴⁷. Isso possibilitaria o aumento do nível de endividamento, mantido o risco de dificuldades financeiras médio anterior à transação. A maior capacidade de endividamento poderia gerar aumento nos benefícios fiscais do endividamento. Seth (1990a) denomina tal fonte de criação de valor como cosseguro (*coinsurance*). A autora encontra alguma evidência, fraca, de retornos anormais mais altos nas transações relacionadas.

Em linha com as demais pesquisas na área, análises são feitas controlando o grau de relacionamento entre a adquirente e a empresa-alvo. Isso é feito por meio de uma variável binária, chamada DIVERSIFIC, que assume valor 1 (um) quando as empresas não pertencem a um mesmo setor; e 0 (zero) caso contrário. A classificação é feita com base na análise de informações disponíveis na base da Thomson Reuters, no conteúdo de documentos relacionados com a transação no *site* da CVM (fatos relevantes e comunicados ao mercado); e notícias sobre o evento publicadas no Valor Econômico.

3.3.4.5 Valor do Investimento

Também é comum o controle das análises pelo tamanho do investimento feito. Esta é uma recomendação feita pelo menos desde Asquith, Bruner e Mullins Jr. (1983). Tais autores encontraram uma relação positiva entre o tamanho do investimento (em relação ao tamanho da adquirente) e o retorno anormal em aquisições. Interpretaram o resultado como evidência de busca de maximização de valor pelos gestores em decisões de aquisição. As análises são feitas, então, com uma variável denominada INVEST, computada como a relação entre o

⁴⁷ Por não estarem positiva e perfeitamente correlacionados.

valor pago na aquisição (incluindo a dívida líquida assumida) e o valor de mercado da empresa adquirente (valor de mercado do capital próprio mais a dívida líquida, se positiva). Caso exista sobreposição entre eventos de aquisição, os investimentos são somados.

Como regra geral, utiliza-se a posição na data de fechamento da última demonstração financeira anual disponível. Para eventos realizados no ano de abertura do capital da empresa, usa-se a posição de dívida líquida disponível nos últimos dados trimestrais e de valor de mercado do capital próprio de onze dias antes do evento. Adotou-se o mesmo procedimento para eventos ocorridos entre 15/09/2008 (data em que foi noticiado que o banco Lehman Brothers declararia falência) e o final de 2008 ou até a data de fechamento das demonstrações financeiras anuais para os casos de empresas que utilizam data diferente de 31/12.⁴⁸ Os dados sobre o valor do investimento são obtidos na Thomson Reuters, nos documentos relacionados com a aquisição (*site* da CVM) e nas notícias coletadas no Valor Econômico. Os dados sobre o valor de mercado da adquirente são obtidos na Economática.

3.3.4.6 Retorno sobre os Ativos

Masulis, Wang e Xie (2009) utilizam a taxa de retorno sobre os ativos como *proxy* para a qualidade dos gestores da empresa, que poderia levar a melhores aquisições. Neste estudo, as análises foram controladas por uma variável denominada ROA, definida como a média para os últimos três anos da relação entre o Lucro Antes dos Juros e Impostos de um período e o valor do Ativo Total no início do respectivo período. No caso de não haver dados para o cálculo da variável nos três anos anteriores, utilizam-se os dados disponíveis (por exemplo, do último ano). Os dados foram obtidos na Economática.

3.3.4.7 Porte

Moeller, Schlingemann e Stulz (2004) encontraram uma relação negativa entre porte da adquirente e o retorno anormal. Os autores argumentam que é possível que o problema de *hubris* seja mais intenso em empresas de maior porte (MOELLER; SCHLINGEMANN; STULZ, 2004, p. 203-204 e 226). Masulis, Wang e Xie (2007) também encontraram uma relação negativa entre porte e o retorno anormal das adquirentes. Mas os autores argumentam

⁴⁸ Tal procedimento foi adotado tendo em vista a depreciação do valor dos ativos após 15/09/2008.

que os resultados podem ser decorrentes de um maior nível de entrincheiramento dos gestores em empresas de maior porte (MASULIS; WANG; XIE, 2007, p. 1860).

Tendo em vista a possível relação negativa entre porte e o retorno em aquisições, as análises são controladas com uma variável denominada PORTE, que é dada pelo logaritmo natural do ativo total registrado na última demonstração financeira anual antes da aquisição, corrigido pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (IPCA) para 31/12/2012. Para eventos realizados no ano de abertura do capital da empresa, usa-se a posição disponível nos últimos dados trimestrais. Os dados foram obtidos na base de dados da Economática.

3.3.4.8 Alavancagem Financeira

Jensen (1986) argumenta que o endividamento reduz a folga financeira das empresas, podendo ser considerado um mecanismo de governança. Tal variável é usada em outros estudos que analisam os fatores associados ao retorno anormal das adquirentes, como, por exemplo, os de Masulis, Wang e Xie (2007, 2009) e Caprio, Croci e Giudice (2011), entre outros. Assim, as análises desta pesquisa são controladas por uma variável denominada ALAV, que é dada pela relação entre a dívida financeira líquida e o valor de mercado do capital próprio das adquirentes.

Como regra geral, utiliza-se a posição na data de fechamento da última demonstração financeira anual disponível e são feitos os mesmos ajustes indicados para a variável INVEST (subseção 3.3.4.5) para eventos realizados no ano de abertura do capital da empresa e ocorridos entre 15/09/2008 e o final de 2008 ou até a data de fechamento das demonstrações financeiras anuais para os casos de empresas que utilizam data diferente de 31/12. Os dados foram obtidos na base da Economática.

3.3.4.9 Intangibilidade

Patrocínio, Kayo e Kimura (2007) e Kayo (2007) apresentam evidências de associação positiva entre o retorno anormal das adquirentes e o seu nível de intangibilidade. Empresas intensivas em intangíveis podem eventualmente criar valor pela internalização dos seus recursos na empresa-alvo (KAYO, 2007, p. 50). O uso dos recursos da adquirente na criação de valor na transação, em oposição ao uso apenas dos recursos da empresa-alvo, deve

aumentar o poder de barganha das adquirentes e as chances de estas apropriarem o valor criado (CAPRON; PRISTE, 2002, p. 782-783).

Em função dos resultados dos estudos supracitados, as análises são controladas pela variável INTANG, definida como a relação entre o valor de mercado dos ativos (ativo total – patrimônio líquido + valor de mercado do capital próprio) e o valor contábil dos ativos. Tal definição é a mesma utilizada por Kayo (2007) e Patrocínio, Kayo e Kimura (2007). Como regra geral, utiliza-se a posição na data de fechamento da última demonstração financeira anual disponível e são feitos os mesmos ajustes indicados para a variável INVEST (subseção 3.3.4.5). Os dados foram obtidos na base da Economática.

3.3.4.10 Setor da Adquirente

É comum, nos estudos de Finanças Corporativas, o uso de variáveis binárias para captar o efeito dos setores. Tal procedimento é usado, por exemplo, por Dahya, Dimitrov e McConnell (2008) e Silveira *et al.* (2009, 2010), por exemplo. No contexto dos estudos sobre aquisições, também foi utilizado, por exemplo, por Masulis, Wang e Xie (2009). Entretanto, o uso variáveis binárias para vários setores neste estudo levaria à perda de muitos graus de liberdade em uma amostra reduzida. Assim, alternativamente, as análises foram controladas por uma variável binária, denominada SETOR REG, que assume valor 1 (um) quando o setor da adquirente é considerado regulamentado e 0 (zero) caso contrário.

Os seguintes setores (classificação da Economática) foram considerados regulamentados: Energia Elétrica, Mineração, Minerais Não Metálicos, Petróleo e Gás, Telecomunicações e Transporte. São setores que contam com agências reguladoras federais ou, no caso da mineração, com o Departamento Nacional de Produção Mineral; e que muitas vezes operam sob o regime de concessão. A classificação segue aquela utilizada por Terra (2009), exceto pelo fato de tal autor ter incluído entre os setores regulamentados o de Construção.

Eventualmente, as oportunidades de investimentos por meio de aquisições em tais setores podem ser restringidas pela regulamentação. Adicionalmente, barreiras à entrada podem reduzir o nível de concorrência em tais setores. E a concorrência no mercado de produtos pode colaborar para disciplinar os gestores/controladores – para uma discussão, veja Shleifer e Vishny (1997, p. 738), Dyck e Zingales (2004, p. 559 e 576-577) e Barros (2010).

3.3.4.11 Momento da Aquisição

Estudos como os de Masulis, Wang e Xie (2007, 2009), Kroll, Walters e Wright (2008) e Goranova, Dharwadkar e Brandes (2010) incluíram variáveis binárias relativas aos anos cobertos pelas suas amostras para controlar qualquer efeito específico do tempo. Todavia, como no caso do controle por setor de atividade, o uso de variáveis binárias para os anos levaria à perda de muitos graus de liberdade. Assim, como alternativa, o período coberto na análise (2001 a 2013) foi dividido em três subperíodos:

- 2001_2003 = 1 (um) caso o evento tenha ocorrido entre 2001 e 2003; e 0 (zero) caso contrário;
- 2004_CRISE = 1 (um) caso o evento tenha ocorrido entre 2004, início de um movimento mais intenso de abertura de capital no Brasil (PINHEIRO; CARVALHO, 2011, p. 501), e 14/09/2008, um dia antes de ter se noticiado que o banco Lehman Brothers declararia falência; e 0 (zero) caso contrário;
- POSCRISE = 1 (um) caso o evento tenha ocorrido após 14/09/2008; e 0 (zero) caso contrário.

O período compreendido entre 2004 e 14/09/2008 foi marcado por um mercado de capitais mais aquecido em termos de evolução dos preços dos ativos. A taxa média anual de rentabilidade da carteira de mercado (Ibovespa) no primeiro período foi de 13,4%. No segundo período, a taxa foi de 20,0%. Por fim, o último período (POSCRISE), apresentou uma taxa média anual de retorno de -0,3%.

3.3.4.12 Sobreposição

Como comentado em 3.3.1, ocorreram algumas sobreposições de janela de evento em anúncios feitos por uma mesma empresa. Tais casos foram tratados como uma observação. Para controlar qualquer efeito relacionado com a realização de anúncios muito próximos ou na mesma data, as análises de regressão são realizadas incluindo uma variável chamada SOBREP que assume valor 1 (um) caso exista sobreposição e 0 (zero) caso contrário.

3.3.5 Resumo das Variáveis Analisadas

O Quadro 2 apresenta um resumo das variáveis analisadas na pesquisa.

Quadro 2 – Resumo das variáveis analisadas

Nome	Breve Descrição
CAR (-1,+1)	Retorno anormal acumulado, iniciando 1 dia antes do anúncio e terminando 1 dia depois
CAR (-2,+2)	Retorno anormal acumulado, iniciando 2 dias antes do anúncio e terminando 2 dias depois
FC1	Participação no total de ações do maior acionista (ou grupo de acionistas vinculados por acordo)
FC1 BAIXO	1 caso FC1 esteja abaixo do percentil 25 na amostra, 0 caso contrário
FC1 MÉDIO	1 caso FC1 esteja no ou acima do percentil 25 e abaixo do percentil 75 na amostra, 0 caso contrário
FC1 ALTO	1 caso FC1 esteja no ou acima do percentil 75 na amostra, 0 caso contrário
FC123	Participação no total de ações dos três maiores acionistas
FC123 BAIXO	1 caso FC123 esteja abaixo do percentil 25 na amostra, 0 caso contrário
FC123 MÉDIO	1 caso FC123 esteja no ou acima do percentil 25 e abaixo do percentil 75 na amostra, 0 caso contrário
FC123 ALTO	1 caso FC123 esteja no ou acima do percentil 75 na amostra, 0 caso contrário
DIF1	Diferença entre a parcela de capital votante e a de capital total do maior acionista
DIF1 ALTO	1 caso DIF1 esteja na ou acima da mediana entre as observações que apresentaram DIF1>0, 0 caso contrário
DIF123	Diferença entre a parcela de capital votante e a de capital total dos três maiores acionistas
DIF123 ALTO	1 caso DIF3 esteja na ou acima da mediana entre as observações que apresentaram DIF3>0, 0 caso contrário
VOTOS23	Participação nos direitos de voto do segundo e do terceiro maiores acionistas
VOTOS23 ALTO	1 caso VOTOS23 esteja na ou acima da mediana entre as observações que apresentaram VOTOS23>0, 0 caso contrário
FAMILIAR	1 caso o controle seja familiar, 0 caso contrário
ESTATAL	1 caso o controle seja estatal, 0 caso contrário
ESTRANG	1 caso o controle seja estrangeiro, 0 caso contrário
INSTITUC	1 caso o controle seja institucional, 0 caso contrário
PULVERIZ	1 caso o controle seja pulverizado, 0 caso contrário
COMPART	1 caso o controle seja compartilhado, 0 caso contrário
INDEP CA	número de conselheiros independentes / total de conselheiros
DUALIDADE	1 caso as funções de presidente executivo e presidente do conselho sejam ocupadas pela mesma pessoa, 0 caso contrário
TAM CA	1 caso o conselho de administração tenha entre 5 e 11 membros, 0 caso contrário
AUDIT_CF	1 caso a empresa tenha comitê de auditoria ou conselho fiscal com pelo menos um membro independente, 0 caso contrário
DIVERSID CA	índice de 0 a 1 que reflete a heterogeneidade de gênero, formação acadêmica, idade e cultura (em termos de nacionalidades) do conselho de administração
EMPREEND	1 caso o presidente do conselho ou o presidente executivo seja o fundador ou herdeiro do fundador, 0 caso contrário
CAIXA	1 caso o pagamento seja totalmente em caixa, 0 caso contrário
INTERNAC	1 caso a empresa-alvo se localize no exterior, 0 caso contrário
DIVERSIFIC	1 caso a empresa-alvo seja de setor distinto da adquirente, 0 caso contrário
INVEST	valor pago pela empresa-alvo / valor de mercado da adquirente
ROA	retorno sobre os ativos da adquirente nos últimos três anos
PORTE	tamanho da adquirente, medido por ln(ativos, em R\$ mil); o valor dos ativos é atualizado pelo IPCA para 31/12/2012
ALAV	dívida líquida / valor de mercado do capital próprio
INTANG	valor de mercado do ativos / valor contábil dos ativos
SETOR REG	1 se o setor da adquirente for classificado como regulamentado, 0 caso contrário
2001_2003	1 caso o evento tenha ocorrido entre 2001 e 2003, 0 caso contrário
2004_CRISE	1 caso o evento tenha ocorrido entre 2003 e 14/09/2008, 0 caso contrário
POSCRISE	1 caso o evento tenha ocorrido após 14/09/2008, 0 caso contrário
SOBREP	1 caso exista sobreposição de eventos de aquisição, 0 caso contrário

3.4 Critérios de Seleção da Amostra

Foram utilizados os seguintes critérios para a seleção da amostra:

- A adquirente deve ter ações negociadas em bolsa no Brasil;
- A adquirente não deve ser dos setores "administração de empresas e empreendimentos" e "serviços financeiros e seguros"⁴⁹, por terem características muito distintas das demais empresas. Por exemplo, as instituições financeiras têm níveis de endividamento muito distintos das demais. As empresas classificadas no setor de “administração de empresas e empreendimentos” podem se assemelhar mais a fundos de investimento. A empresa de tal setor mais frequente na base da Thomson foi a *GP Investments*;
- A adquirente deve ter índice de liquidez das ações, conforme calculado pela Economática, igual ou superior a 0,1%⁵⁰ do índice da ação mais líquida no mercado. São usados dados do ano da transação e da ação mais líquida da adquirente. A liquidez é importante para que os preços se aproximem dos valores intrínsecos;
- Exclusão dos eventos classificados como “rumor” (*rumor*) ou “pretendido” (*intended*) na base da Thomson. Com relação aos casos classificados como “pretendido”, são, fundamentalmente, casos de anúncio de recompra de ações pela empresa. Há, também, alguns poucos casos de anúncio de obtenção de opção de compra e de oferta pública de aquisição minoritária relacionada a processos de fechamento de capital de subsidiárias ou de oferta obrigatória aos minoritários em casos de aquisição de controle (caso em que o valor do investimento é somado ao valor anunciado na transação de aquisição de controle). Estes casos são sempre desconsiderados por outros pesquisadores como Ben-Amar e André (2006), Masulis, Wang e Xie (2009) e Caprio, Croci e Giudice (2011), por exemplo;
- A aquisição deve ser de controle (isto é, levar à obtenção de mais de 50% do capital votante da empresa-alvo). Tal critério é usado, por exemplo, nos trabalhos de Kayo, Patrocínio e Martin (2009) e Masulis, Wang e Xie (2009), entre outros. Tal dado foi obtido nas informações da base da Thomson, nos documentos publicados no *site* da CVM e no noticiário (Valor Econômico);
- Deve haver pelo menos 192 dias de negociação entre o anúncio e o início da série de

⁴⁹ Classificação do NAICS, *North American Industry Classification System* ou Sistema Norte-Americano de Classificação Setorial, disponível na base de dados da Economática.

⁵⁰ O critério usado é arbitrário. Todavia, alguns testes indicaram que para casos com liquidez inferior ao limite estabelecido faltavam dados até mesmo para o cálculo do retorno anormal.

preços de ações da empresa na Economática, de forma a se ter, potencialmente, 191 dados de retorno até o anúncio (usa-se uma janela de estimação de 180 dias, iniciando em -11). Pinheiro e Carvalho (2011) identificaram retornos anormais pós-estabilização em aberturas de capital que usaram tal mecanismo. O efeito da estabilização parece perder força quando os autores analisam os dados até o quadragésimo dia após a abertura de capital. Assim, nos casos em que a empresa usou o mecanismo de estabilização na abertura de capital, exigiu-se uma distância de pelo menos 231 dias de negociação entre o anúncio e o início da série de preços, gerando, potencialmente, 191 dados de retorno entre o quadragésimo primeiro dia de negociação e o evento. Adicionalmente, deve haver dados de retorno em pelo menos 50% dos 180 dias da janela de estimação (para todos os casos);

- A adquirente deve ter patrimônio líquido positivo;
- A adquirente deve ter todos os dados necessários à pesquisa;
- O investimento deve ter sido de pelo menos 1% do valor de mercado da empresa adquirente (conforme definido para a variável INVEST, em 3.3.4.5). Procura-se, com isso, evitar a inclusão de casos em que seria difícil observar retornos anormais. Trata-se de procedimento usado, por exemplo, por Masulis, Wang e Xie (2007, 2009). Kroll, Walters e Wright (2008) e Fracassi e Tate (2012) utilizam 10% como corte;
- Não deve haver eventos sobrepostos que possam contaminar os resultados da análise (McWILLIAMS; SIEGEL, 1997, p. 634). Como a janela mais longa utilizada é de (-2,+2), são procuradas informações para o período compreendido em (-4,+4), caso em que a utilização de uma mesma janela de eventos levaria à sobreposição entre as janelas. São eliminados da amostra casos em que foram encontradas demonstrações financeiras e fatos relevantes sobre outros assuntos na janela (-4,+4). Com relação aos fatos relevantes, foi efetuada uma análise de conteúdo e foram mantidos casos em que não havia informação nova que pudesse influenciar os preços das ações. Tal procedimento foi adotado com o objetivo de evitar uma redução desnecessária da amostra.⁵¹

A amostra utilizada na pesquisa contém 249 observações que atenderam aos critérios acima.

⁵¹ Como regra geral, os eventos com fatos relevantes sobre outros assuntos foram eliminados. Permaneceram na amostra final três casos em que a empresa comunicou a conclusão de aquisição anterior, sem nenhuma informação nova; um caso de conclusão de venda de ativo anunciada anteriormente, sem informação nova; e três casos de anúncio de incorporação de empresa adquirida anteriormente, sem nenhuma informação nova.

3.5 Fontes dos Dados

3.5.1 Anúncios de Aquisição

Os anúncios de aquisição foram coletados em duas fontes: a base de *Investment Banking* da Thomson Reuters e os fatos relevantes publicados pelas empresas no *site* da CVM. A base da Thomson Reuters é usada para o período de 2001 a 2010. A consulta foi efetuada em março de 2011. As observações para o período compreendido entre 2011 e 01/11/2013 foram coletadas por meio de análise dos fatos relevantes publicados pelas empresas, disponíveis no *site* da CVM.

Como informado na subseção 3.3.1, com vistas a se ter maior precisão quanto à data do anúncio, foi feito um cruzamento de dados entre bases (Thomson Reuters, CVM e Valor Econômico). Em tal processo, percebeu-se que a base da Thomson Reuters não continha alguns anúncios de aquisição feitos pelas empresas e disponíveis nos seus documentos no *site* da CVM. Assim, optou-se por fazer uma pesquisa completa sobre os conteúdos de fatos relevantes publicados pelas empresas em anos anteriores também. A pesquisa foi feita com as seguintes restrições:

- Foram consultados apenas os fatos relevantes. Embora eventualmente algumas empresas façam alguns anúncios de aquisição por meio exclusivamente de comunicado ao mercado, a regra é a emissão de fato relevante⁵². Isso está em linha com a orientação da CVM sobre uso do fato relevante para a divulgação de atos ou fatos que possam influir de “modo ponderável” na cotação dos valores mobiliários da companhia e nas decisões de investimento dos investidores (BRASIL, 2011, p. 25);
- A pesquisa aos fatos relevantes se restringiu aos casos em que as empresas atendiam aos critérios de liquidez mínima das ações e de classificação setorial impostos para a inclusão de casos na amostra e explicados na seção anterior;
- A pesquisa se restringiu aos fatos relevantes publicados a partir de 03/02/2003, disponíveis na página de cada empresa no *site* da CVM e que foram obtidos por meio planilha fornecida por aquele órgão ao autor desta pesquisa.

⁵² Isso foi percebido com base no cruzamento de bases com vistas a se ter maior precisão nas datas dos eventos.

A amostra final, de 249 observações referentes a anúncios realizados entre 2001 e 01/11/2013, contém todos os anúncios identificados no processo de coleta de dados indicado acima e que atenderam aos critérios de seleção apresentados na seção anterior. Das 249 observações finais, 10 se referem a anúncios captados por meio da análise de fatos relevantes publicados entre 02/03/2003 e 2010 e que não constavam da base de dados da Thomson, sendo 6 de aquisições domésticas e 4 de aquisições internacionais. Tais casos correspondem a 6,2% do total de casos da amostra em tal período (162 observações).⁵³

Como explicado em detalhes na seção 3.3.1, com vistas a se ter maior precisão nas datas de anúncio, foi efetuado um cruzamento entre a base da Thomson Reuters, notícias publicadas pelo Valor Econômico, o módulo de notícias da Economática e documentos (fatos relevantes e comunicados ao mercado) publicados pelas empresas no *site* da CVM. Com relação a este último ponto, é importante informar que foi utilizada uma base cedida pela CVM contendo dados sobre documentos publicados pelas empresas entre 02/03/2003 e 30/04/2012. Para os períodos não cobertos pela base, foram efetuadas consultas diretamente no *site* da CVM.

3.5.2 Fontes Usadas na Construção das Variáveis

De forma a tornar mais fácil ao leitor a compreensão dos procedimentos e fontes dos dados usados na pesquisa, tais informações foram fornecidas junto com a definição operacional das variáveis. Como já relatado, os dados foram coletados na base de dados da Economática, na Thomson Reuters, nos documentos e relatórios publicados pelas empresas e disponíveis no *site* da CVM (Informações Anuais, Formulário de Referência, F-20, atas de assembleias de acionistas, fatos relevantes e comunicados ao mercado), nos *sites* das empresas (relatórios anuais e outras informações), no Valor Econômico e em pesquisas gerais na Internet.

3.5.3 Outras Fontes Usadas na Pesquisa

Para a identificação de publicação de fatos relevantes sobre outros assuntos e de demonstrações financeiras na mesma época do anúncio de aquisição, foi usada uma base de dados fornecida pela CVM cobrindo o período de 02/03/2003 a 30/04/2012, no caso dos fatos relevantes, e de 01/01/2000 a 30/04/2012, no caso das demonstrações financeiras; e foram

⁵³ Embora o número possa ser considerado baixo, não havia como saber, inicialmente, qual seria a representatividade das omissões na base da Thomson Reuters. Por isso, a pesquisa foi efetuada.

efetuadas consultas no *site* da CVM e no módulo de notícias da Economática.

Os dados sobre uso de mecanismos de estabilização foram coletados nos anúncios de encerramento de ofertas públicas iniciais, disponíveis no *site* da CVM (comunicados ao mercado), mesma fonte utilizada por Pinheiro e Carvalho (2011).

3.6 Limitações

A primeira limitação da pesquisa se refere ao método. A validade dos resultados da pesquisa depende da validade dos pressupostos adotados por estudos de eventos, como, por exemplo, a eficiência informacional semiforte do mercado de capitais.

Uma segunda limitação está ligada ao potencial de erros nos dados utilizados. Não se pode assegurar que não haja erros no fornecimento de dados pelas empresas ou mesmo na coleta de tais dados, seja por terceiros (e.g.: Economática), seja pelo pesquisador. Erros de medida nas variáveis explicativas podem trazer viés aos coeficientes de regressão estimados por mínimos quadrados ordinários (WOOLDRIDGE, 2010, p. 299), técnica usada neste trabalho.

Outra limitação se refere às aproximações utilizadas para as características que se gostaria de medir. A independência do conselho, por exemplo, pode ser afetada pelas relações sociais existentes entre os conselheiros e os controladores, algo que não foi captado na *proxy* utilizada. O interesse em possíveis contratos de longo prazo de conselheiros que também atuam como consultores também pode, eventualmente, influenciar o seu comportamento. Nas variáveis relativas à estrutura de propriedade e controle, foram usadas apenas as participações diretas dos acionistas, sem considerar os efeitos de eventuais estruturas piramidais de controle. A diversidade de idade foi calculada utilizando-se faixas de idade arbitrárias.

Embora se tenha buscado utilizar nas análises diversas variáveis que a literatura indique como potenciais determinantes do desempenho em aquisições, não se pode assegurar que não existam variáveis omitidas nos modelos (contidas no termo de erro) e correlacionadas com as variáveis explicativas, trazendo viés aos coeficientes de regressão (WOOLDRIDGE, 2010, p. 86). No entanto, como já relatado, é importante observar que os estudos de Okimura, Silveira e Rocha (2007) e Silveira, Barros e Famá (2008) e de Silveira *et al.* (2010) fornecem

evidências no Brasil em favor da exogeneidade de variáveis relacionadas à estrutura de controle e propriedade e à qualidade geral da governança corporativa das empresas, respectivamente, foco da pesquisa.

Outra importante limitação se refere ao tamanho da amostra, que pode ser considerada pequena, de apenas 249 observações.

Face às limitações apresentadas acima (e outras não observadas pelo autor), os resultados deste trabalho devem ser vistos com cautela. Recomenda-se a realização de novas pesquisas que reduzam as limitações desta, com vistas a confirmar ou refutar os resultados obtidos.

4 RESULTADOS DA PESQUISA EMPÍRICA

4.1 Estatísticas Descritivas

A amostra da pesquisa é formada por 249 observações de anúncios realizados entre 2001 e 01/11/2013. A Tabela 2 apresenta estatísticas sobre o número de eventos por empresa:

Tabela 2 - Eventos por empresa

Descrição	Quantidade
Número de observações	249
Número de adquirentes	104
Média de observações por adquirente	2,4
Número máximo de observações para uma mesma adquirente	9

As aquisições foram feitas por 104 empresas distintas. A empresa que apresentou o maior número de eventos foi a Diagnósticos da América S/A (DASA).

A Tabela 3 apresenta a distribuição setorial e temporal das observações:

Tabela 3 - Distribuição setorial e temporal dos eventos

Setor Econômica	Observações	%	Ano	Observações	%
Agro e Pesca	1	0,4	2001	4	1,6
Alimentos e Bebidas	25	10,0	2002	4	1,6
Comércio	14	5,6	2003	6	2,4
Construção	12	4,8	2004	8	3,2
Eletroeletrônicos	1	0,4	2005	5	2,0
Energia Elétrica	17	6,8	2006	12	4,8
Máquinas Industriais	3	1,2	2007	44	17,7
Mineração	8	3,2	2008	40	16,1
Minerais não Metálicos	1	0,4	2009	18	7,2
Outros	79	31,7	2010	30	12,0
Papel e Celulose	4	1,6	2011	32	12,9
Petróleo e Gas	5	2,0	2012	31	12,4
Química	14	5,6	2013	15	6,0
Siderurgia & Metalurgia	19	7,6	Total	249	100,0
Software e Dados	9	3,6			
Telecomunicações	12	4,8			
Textil	6	2,4			
Transporte	14	5,6			
Veículos e peças	5	2,0			
Total	249	100,0			

Com relação à distribuição setorial, a maior concentração está em “Outros”, que abarca

empresas de diversos setores sem categoria específica no sistema de classificação da Econômica. Tal grupo engloba empresas que seriam classificadas no NAICS, *North American Industry Classification System* ou Sistema Norte-Americano de Classificação Setorial, como dos setores de: assistência médica e social (24,1%), educação (26,6%), imobiliário (29,1%), indústria manufatureira (12,7%), informação (3,8%) e serviços de apoio às empresas e gerenciamento de resíduos e remediação (3,8%).⁵⁴ Os dados indicam que as observações estão distribuídas em vários setores de atividade. Em relação à distribuição temporal, os anos com maior número de eventos são os de 2007 e 2008.

A Tabela 4 apresenta estatísticas descritivas para a variável dependente (CAR):

Tabela 4 - Estatísticas para o retorno anormal acumulado

Variável	Média (%)	DP (%)	Teste t		Teste Wilcoxon	
			t	p-valor	z	p-valor
CAR (-1,+1)	1,81	6,22	4,59 ***	(0,00)	4,44 ***	(0,00)
CAR (-2,+2)	1,57	6,59	3,76 ***	(0,00)	3,33 ***	(0,00)

***, ** e * indicam significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente, em testes bicaudais.

Os dados da Tabela 4 indicam que o retorno anormal acumulado das adquirentes apresentou média positiva (entre 1,57% e 1,81%, a depender da janela), com significância estatística. Como um teste de Shapiro-Wilk rejeitou a hipótese de normalidade das variáveis, foi também efetuado o teste não paramétrico de sinais por postos de Wilcoxon (MCWILLIAMS; SIEGEL, 1997, p. 636; SIEGEL; CASTELLAN JR., 2006, p. 109), cujos resultados estão em linha com aqueles obtidos no teste “t”. Em média, as decisões de aquisição das empresas estão associadas com a criação de valor para os acionistas. Tal resultado difere daquele apresentado pela maioria dos demais estudos feitos com dados de empresas brasileiras e apresentados na seção 2.2, que encontraram retorno anormal médio nulo ou até mesmo negativo para as adquirentes. Por outro lado, os dados também indicam elevada variância no retorno anormal acumulado, em linha com outras pesquisas feitas no Brasil e no exterior. Identificar fatores que colaborem para explicar tal variância, com foco na estrutura de governança das empresas adquirentes, é o objetivo deste trabalho.

A Tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas para as demais variáveis do estudo:

⁵⁴ Percentuais dos casos indicados como “Outros” na classificação setorial da Econômica.

Tabela 5 - Estatísticas descritivas das demais variáveis

Variável	Binária?	Média ou Proporção (se binária)	Desvio Padrão
FC1		0,463	0,198
FC1 BAIXO	Sim	0,249	
FC1 MÉDIO	Sim	0,494	
FC1 ALTO	Sim	0,257	
FC123		0,551	0,177
FC123 BAIXO	Sim	0,249	
FC123 MÉDIO	Sim	0,498	
FC123 ALTO	Sim	0,253	
DIF1		0,116	0,169
DIF1 ALTO	Sim	0,181	
DIF123		0,112	0,166
DIF123 ALTO	Sim	0,185	
VOTOS23		0,084	0,084
VOTOS23 ALTO	Sim	0,341	
FAMILIAR	Sim	0,402	
ESTATAL	Sim	0,032	
ESTRANG	Sim	0,076	
INSTITUC	Sim	0,028	
PULVERIZ	Sim	0,016	
COMPART	Sim	0,446	
INDEP CA		0,300	0,175
DUALIDADE	Sim	0,245	
TAM CA	Sim	0,904	
AUDIT_CF	Sim	0,675	
DIVERSID CA		0,502	0,169
EMPREEND	Sim	0,498	
CAIXA	Sim	0,791	
INTERNAC	Sim	0,141	
DIVERSIFIC	Sim	0,024	
INVEST		0,172	0,378
ROA		0,130	0,112
PORTE		15,252	1,462
ALAV		0,231	0,531
INTANG		1,997	2,858
SETOR REG	Sim	0,229	
2001_2003	Sim	0,056	
2004_CRISE	Sim	0,394	
POSCRISE	Sim	0,550	
SOBREP	Sim	0,040	

Observa-se elevado nível de concentração da propriedade na amostra (46,3% para o maior acionista, FC1), em níveis mais altos que aqueles verificados em estudos realizados com dados de países com maior concentração do controle e propriedade e apresentados no capítulo 2. Por exemplo, Caprio, Croci e Giudice (2011) obtiveram uma média de 30,2% para a Europa Continental. Ben-Amar e André (2006) computam a participação da administração e apresentam uma média de 14,4% para o Canadá. Vale lembrar que o presente estudo não

computou os efeitos de estruturas piramidais de controle e parte da diferença pode residir em tal fato. O excesso de direitos de voto, de 11,6% para o maior acionista (DIF1), é menor que aquele verificado para o maior acionista em estudos como os de Bigelli e Mengoli (2004) com dados da Itália (13,3%), mas maior que a obtida por Caprio, Croci e Giudice (2011) para a Europa Continental (9,7%) e por Ben-Amar e André (2006) para o Canadá (8,3%). É preciso lembrar que a amostra conta com várias adquirentes listadas no Novo Mercado, que não podem emitir ações sem direito a voto (cerca de 60% da amostra). Adicionalmente, novamente deve-se lembrar que o presente estudo não incorporou os efeitos de estruturas piramidais de controle.

Com relação aos direitos de voto do segundo e do terceiro maiores acionistas (VOTOS23), o percentual médio de 8,4% é próximo do apresentado por Caprio, Croci e Giudice (2011), da ordem de 9,2% para a Europa Continental. No estudo de Ben-Amar e André (2006) para o Canadá, os acionistas externos tinham, em média, 9,8% dos direitos de voto.

Em relação ao tipo de controle, há uma predominância do controle compartilhado (COMPART), com 44,6% dos eventos, seguido pelo controle familiar (FAMILIAR), com 40,2% dos eventos da amostra. O percentual de observações de empresas familiares é próximo do obtido por Caprio, Croci e Giudice (2011), de 41,1% para a Europa Continental, e por Ben-Amar e André (2006), de 43,4% para o Canadá. Tais autores usaram limites mais baixos de direitos de votos para determinar o controle familiar que aqueles usados neste estudo.

Sobre as variáveis do conselho de administração, em média, os conselhos das adquirentes da amostra tinham 30% de independentes (INDEP). Existe elevada dispersão entre as empresas (coeficiente de variação de 58,3%). Na amostra de Ben-Amar e André (2006), com dados do Canadá, único estudo de países com maior concentração de controle e propriedade que testou a relação entre independência do conselho e retorno anormal, o percentual médio foi de 69%. Em cerca de um quarto da amostra havia acumulação dos cargos de presidente executivo e presidente do conselho (DUALIDADE). Quase todas as empresas (90,4%) tinham um conselho com tamanho de acordo com o recomendado pelo IBGC, entre 5 e 11 membros (TAM CA). Em 67,5% das observações, a adquirente tinha um comitê auditoria ou conselho fiscal com a participação de pelo menos um membro que possa ser considerado independente (AUDIT_CF). E o índice de diversidade (DIVERSID CA), que varia de 0 a 1, apresentou

média de 0,502, com razoável dispersão (coeficiente de variação de 33,7%).

A última parte da Tabela 5 apresenta dados sobre as variáveis de controle. Cabe destacar que em quase metade dos casos os líderes (presidentes executivos ou presidentes do conselho) foram classificados como empreendedores (EMPREEND); a maior parte das operações foi paga em dinheiro (CAIXA); na amostra, são poucas as aquisições internacionais (INTERNAC) e de empresas de outros setores (DIVERSIC); e o investimento médio foi de 17,2% do valor de mercado das adquirentes (INVEST).

A Tabela 6 apresenta estatísticas descritivas adicionais das variáveis de concentração da propriedade (FC1 e FC123) e de excesso de votos (DIF1 e DIF123), que permitem visualizar os pontos de corte adotados na construção das respectivas variáveis binárias:

Tabela 6 - Estatísticas descritivas adicionais de variáveis de estrutura de controle e propriedade			
Painel A - Direito de Propriedade			
	<u>P25</u>	<u>Mediana</u>	<u>P75</u>
FC1	0,320	0,465	0,621
FC123	0,435	0,549	0,691
Painel B - Excesso de Direitos de Voto entre as que apresentaram DIF > 0 (36,1% da amostra)			
	<u>Média</u>	<u>D. Padrão</u>	<u>Mediana</u>
DIF1	0,321	0,114	0,306
DIF123	0,310	0,122	0,295
Painel C - Direitos de Votos do 2o. e 3o. Maiores Acionistas entre as que apresentaram VOTOS23 > 0 (66,3% da amostra)			
	<u>Média</u>	<u>D. Padrão</u>	<u>Mediana</u>
VOTOS23	0,127	0,072	0,112

Como informado no capítulo 3, foram classificadas como com baixa concentração da propriedade (FC1 BAIXO; FC123 BAIXO) as observações abaixo do percentil 25 (P25); como com concentração média (FC1 MÉDIO; FC123 MÉDIO) as que apresentaram concentração igual ou superior ao P25 e abaixo do P75; e como com concentração alta (FC1 ALTO; FC123 ALTO) as que apresentaram concentração igual ou superior ao P75. Com relação ao excesso de direitos de voto (DIF1 e DIF123) e aos direitos de voto do segundo e terceiros maiores acionistas (VOTOS23), o ponto de corte foi a mediana. Foram classificadas como com excesso de direitos de voto alto (DIF1 ALTO; DIF123 ALTO) aquelas com valores iguais ou superiores à mediana. O mesmo vale para VOTOS23 ALTO (com base em

VOTOS23). Percebe-se, na Tabela 6, que, entre as empresas em que o maior acionista ou os três maiores acionistas apresentam excesso de direitos de voto ($DIF > 0$), as médias das variáveis são bastante superiores às aquelas apresentadas para a amostra completa: 32,1% para o maior acionista ($DIF1$), ante 11,6% para toda a amostra; e 31,0% para os três maiores acionistas ($DIF123$), ante 11,2% para toda a amostra.

No Quadro 3 são apresentadas algumas estatísticas sobre os componentes da variável de diversidade do conselho de administração ($DIVERSID\ CA$).

Quadro 3 - Estatísticas dos componentes da variável de diversidade do conselho

Dimensão	Estatísticas
Gênero	<p>A média do percentual de mulheres nos conselhos é de 6,2%, com desvio padrão de 9,3%. Na amostra, 62,2% dos conselhos não tinham nenhuma mulher e nenhum conselho era formado só por mulheres.</p> <p>Conselhos sem mulheres não têm diversidade de gênero e receberam pontuação igual 0. Entre os que apresentaram diversidade, o índice de Blau médio foi de 0,262 (máximo teórico de 0,5), com desvio padrão de 0,083. Os casos abaixo do P33 (0,219) receberam 1 ponto; os abaixo do P67 (0,278) receberam 2 pontos; e os demais receberam 3 pontos. A média de pontos foi de 0,803, com desvio padrão de 1,145.</p>
Formação Acadêmica	<p>Os conselheiros foram divididos em quatro categorias de formação seguindo Silveira e Barros (2013): negócios; direito; engenharia e tecnologia da informação; outros.</p> <p>Dentre as 249 observações da amostra, 105 (42,2%) tinham as quatro categorias de formação no conselho e receberam 3 pontos; 116 (46,6%) tinham três categorias e receberam 2 pontos; 25 (10,0%) tinham apenas duas categorias e receberam 1 ponto; e 3 (1,2%) apresentaram apenas uma categoria, recebendo pontuação igual a 0.</p> <p>A média de pontos foi de 2,297, com desvio padrão de 0,696.</p>
Idade	<p>Os conselheiros foram classificados nas seguintes faixas de idade: até 30 anos; acima de 30 e até 40 anos; acima de 40 e até 50 anos; acima de 50 e até 60 anos; acima de 60 e até 70 anos; acima de 70. Calculou-se, então, para cada conselho, o percentual de conselheiros em cada classe. Em seguida, calculou-se o índice de Blau.</p> <p>Uma observação apresentou índice de Blau igual a 0 (todos os conselheiros na mesma faixa de idade, portanto, sem diversidade, conforme calculado) e, assim, recebeu pontuação igual a 0. Entre os demais casos, o índice de Blau médio foi de 0,629 (máximo teórico de 0,833), com desvio padrão de 0,107. Os casos abaixo do P33 (0,611) receberam 1 ponto; os abaixo do P67 (0,694) receberam 2 pontos; e os demais receberam 3 pontos.</p> <p>A média de pontos foi de 2,068, com desvio padrão de 0,818.</p>
Cultural	<p>A média do percentual de estrangeiros no conselho foi de 11,3%, com desvio padrão de 18,7%.</p> <p>Com relação ao número de nacionalidades presentes, em 58,6% dos casos só havia uma nacionalidade (sempre a brasileira), em 33,3% dos casos havia duas nacionalidades, em 5,6% havia três nacionalidades, em 2,0% havia quatro nacionalidades e em 0,4% havia cinco nacionalidades.</p> <p>Os casos sem diversidade (58,6% da amostra) receberam pontuação igual a 0. O índice de Blau médio entre as observações com diversidade cultural foi de 0,335, com desvio padrão de 0,138. O valor máximo observado foi de 0,695. Os casos com diversidade foram pontuados da seguinte forma: os casos abaixo do P33 (0,245) receberam 1 ponto; os abaixo do P67 (0,408) receberam 2 pontos; e os demais receberam 3 pontos.</p> <p>A média de pontos foi de 0,851, com desvio padrão de 1,139.</p>
$DIVERSID\ CA$ (consolidado)	<p>O índice de Diversidade consolidado apresentou média de 6,020 (para um máximo de 12 pontos), com desvio padrão de 2,027.</p> <p>O índice foi transformado pela divisão pelo seu máximo (12 pontos), ficando com as seguintes estatísticas: média de 0,502 e desvio padrão de 0,169.</p>

4.2 Testes de Correlação e de Diferenças de Média

A Tabela 7 apresenta os resultados de testes de correlação entre o retorno anormal acumulado e variáveis explicativas contínuas. Com vistas a se obter maior robustez nas análises, além dos resultados para testes de correlações de Pearson, são apresentados aqueles obtidos para uma alternativa não paramétrica, qual seja, a correlação de Spearman (SIEGEL; CASTELLAN JR., 2006, p. 256 e 266).

Tabela 7 - Correlações entre o retorno anormal e variáveis explicativas contínuas

Variável Explicativa	CAR (-1,+1)		CAR (-2,+2)	
	r Pearson	ρ Spearman	r Pearson	ρ Spearman
FC1	0,08	0,04	0,10	0,06
FC123	0,11 *	0,06	0,12 *	0,08
DIF1	-0,06	-0,08	-0,04	-0,04
DIF123	-0,07	-0,09	-0,04	-0,04
VOTOS23	0,01	0,05	0,02	0,04
INDEP	0,10	0,13 **	0,10	0,13 **
DIVERSID CA	0,03	0,02	0,01	0,01

***, ** e * indicam significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente, em testes bicaudais.

Como pode ser observado na Tabela 7, os coeficientes de correlação obtidos estão, todos, com os sinais esperados: positivos com a concentração da propriedade (FC1 e FC123), negativos com o excesso de votos dos maiores acionistas (DIF1 e DIF123), positivos com o percentual de votos do segundo e terceiro maiores acionistas (VOTOS23) e positivos com a independência (INDEP) e diversidade do conselho de administração (DIVERSID CA). Contudo, os coeficientes têm valores baixos (em termos absolutos) e, de forma geral, não apresentam significância estatística. Apenas a variável de independência do conselho apresentou significância a 5% (no teste não paramétrico). E a participação na propriedade dos três maiores acionistas apresentou significância estatística a 10% (nos testes paramétricos).

As Tabelas 8 e 9 apresentam os resultados de testes de diferença de média do retorno anormal para as variáveis explicativas binárias. São feitas análises para o retorno anormal dentro dos grupos e entre grupos. Também são apresentados resultados de testes alternativos não paramétricos: o teste de Wilcoxon para as análises dentro de cada grupo (MCWILLIAMS; SIEGEL, 1997, p. 636; SIEGEL; CASTELLAN JR., 2006, p. 109); e o teste de Mann-Whitney para diferenças entre grupos (SIEGEL; CASTELLAN JR., 2006, p. 153).

Tabela 8 - Testes de diferença de média do CAR(-1,+1) para variáveis explicativas binárias

Grupo 1 x Grupo 2	CAR (-1,+1)							
	Grupo 1			Grupo 2			Grupo 1 - Grupo 2	
	Média (%)	Dif. de 0?		Média (%)	Dif. de 0?		Dif.	Signific.
		t	Wilc.		t	Wilc.		t M-W
FC1 ALTO x demais	2,62	**	***	1,53	***	***	1,10	
FC1 ALTO x FC1 BAIXO	2,62	**	***	1,28	**		1,34	
FC1 MÉDIO x demais	1,65	***	***	1,96	***	***	-0,31	
FC123 ALTO x demais	3,01	***	***	1,40	***	***	1,60	
FC123 ALTO x FC123 BAIXO	3,01	***	***	1,19	**		1,81	
FC123 MÉDIO x demais	1,51	***	***	2,11	***	***	-0,60	
DIF1 ALTO x demais	1,61	**	*	1,85	***	***	-0,24	
DIF3 ALTO x demais	1,47	*		1,89	***	***	-0,41	
VOTOS23 ALTO x demais	2,31	***	***	1,55	***	***	0,76	
FAMILIAR x demais	2,47	***	***	1,36	**	**	1,11	*
ESTATAL x demais	-3,61	***	**	1,99	***	***	-5,59	*** **
ESTRANG x demais	-0,85			2,03	***	***	-2,88	*
ESTRANG x demais exceto ESTATAL	-0,85			2,23	***	***	-3,09	*
INSTITUC x demais	3,69	**	*	1,75	***	***	1,94	
PULVERIZ x demais	1,06			1,82	***	***	-0,77	
COMPART x demais	1,97	***	***	1,68	***	***	0,28	
DUALIDADE x demais	2,25	***	***	1,67	***	***	0,58	
TAM CA x demais	1,94	***	***	0,56			1,38	
AUDIT_CF x demais	1,84	***	***	1,75	**	**	0,09	

***, ** e * indicam significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente, em testes bicaudais.

"Wilc." refere-se ao teste de Wilcoxon; "M-W" refere-se ao teste de Mann-Whitney.

Tabela 9 - Testes de diferença de média do CAR(-2,+2) para variáveis explicativas binárias

Grupo 1 x Grupo 2	CAR (-2,+2)							
	Grupo 1			Grupo 2			Grupo 1 - Grupo 2	
	Média (%)	Dif. de 0?		Média (%)	Dif. de 0?		Dif.	Signific.
		t	Wilc.		t	Wilc.		t M-W
FC1 ALTO x demais	2,68	**	***	1,18	***	**	1,50	
FC1 ALTO x FC1 BAIXO	2,68	**	***	0,80			1,88	
FC1 MÉDIO x demais	1,38	***	**	1,76	***	***	-0,38	
FC123 ALTO x demais	2,73	**	***	1,18	***	**	1,55	
FC123 ALTO x FC123 BAIXO	2,73	**	***	0,61			2,12	*
FC123 MÉDIO x demais	1,46	***	**	1,68	***	**	-0,22	
DIF1 ALTO x demais	1,29			1,63	***	***	-0,35	
DIF3 ALTO x demais	1,52	*		1,58	***	***	-0,06	
VOTOS23 ALTO x demais	2,13	***	***	1,28	**	**	0,85	
FAMILIAR x demais	2,38	***	***	1,03	*		1,35	*
ESTATAL x demais	-3,17	**	**	1,73	***	***	-4,89	*** **
ESTRANG x demais	-0,90			1,77	***	***	-2,67	
ESTRANG x demais exceto ESTATAL	-0,90			1,95	***	***	-2,85	
INSTITUC x demais	3,64			1,51	***	***	2,13	
PULVERIZ x demais	0,86			1,58	***	***	-0,72	
COMPART x demais	1,50	**	*	1,63	***	***	-0,13	
DUALIDADE x demais	1,31			1,65	***	***	-0,35	
TAM CA x demais	1,64	***	***	0,86			0,78	
AUDIT_CF x demais	1,61	***	***	1,49	*	*	0,12	

***, ** e * indicam significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente, em testes bicaudais.

"Wilc." refere-se ao teste de Wilcoxon; "M-W" refere-se ao teste de Mann-Whitney.

Em termos gerais, os resultados indicam uma associação positiva entre a concentração da propriedade e o retorno anormal (FC1 ALTO e FC123 ALTO versus demais grupos). Deve-se observar, porém, que, mesmo entre as observações com concentração da propriedade mais baixa (FC1 BAIXO e FC123 BAIXO), o retorno anormal médio se mostrou positivo e, em alguns casos, com significância estatística. Também é importante notar que não foram encontradas evidências consistentes de diferença estatisticamente significativa entre as observações com concentração da propriedade mais alta e mais baixa.

Os resultados das Tabelas 8 e 9 também não dão indícios de uma relação quadrática, como observado em outros estudos (BIGELLI; MENGOLI, 2004; BEN-AMAR; ANDRÉ, 2006), pois as observações classificadas como com concentração média da propriedade (FC1 MÉDIO e FC123 MÉDIO) não apresentaram, em média, retorno anormal superior às demais.

Com relação ao excesso de direitos de voto dos maiores acionistas, as observações classificadas no grupo em que o excesso é elevado (DIF1 ALTO e DIF123 ALTO) apresentaram retorno anormal médio inferior às demais, mas sem significância estatística. E os eventos classificados em tal grupo apresentaram retorno anormal médio positivo, significativo em parte das análises. Tais resultados não dão indícios de destruição de riqueza em decisões de aquisições quando há maior separação entre direitos de voto e de propriedade.

As observações classificadas no grupo em que a participação nos direitos de voto do segundo e terceiro maiores acionistas é alta (VOTOS23 ALTO) apresentaram, em média, retorno anormal superior às demais, em linha com a hipótese de que tais acionistas executam um papel de monitoramento. Todavia, a diferença não é estatisticamente significativa.

Com relação ao tipo de controlador, o retorno anormal médio se apresentou mais alto entre as empresas com controle familiar (FAMILIAR), mas com significância estatística apenas a 10% e apenas no teste de Mann-Whitney.

Por outro lado, as empresas com controle estatal (ESTAT) apresentaram retorno anormal médio negativo e estatisticamente significativo. A diferença entre o retorno anormal médio das estatais e o apresentado pelas demais empresas também apresentou significância estatística. Tais resultados indicam não apenas retornos mais baixos para empresas com controle estatal, mas destruição de valor nas aquisições feitas por tais firmas. É preciso observar, todavia, que

o número de observações é baixo, correspondendo a apenas 3,2% da amostra.⁵⁵

As empresas com controle estrangeiro (ESTRANG) também apresentaram retorno anormal médio negativo, mas sem significância estatística. Há alguma evidência, fraca, de retorno anormal médio mais baixo para tais empresas. Foi obtida significância apenas em uma das janelas e apenas a 10% no teste “t”.

Para os demais tipos de controle, não há evidências de diferença em relação às demais observações em nenhuma das análises feitas. Os anúncios feitos por empresas com controle institucional (INSTITUC) foram acompanhados de retorno anormal médio positivo, significativo na janela (-1,+1). As empresas com capital pulverizado (PULVERIZ), apenas 1,6% da amostra, apresentaram retorno anormal médio positivo, mas sem significância estatística. Por fim, os anúncios feitos por empresas com controle compartilhado (COMPART) foram acompanhados por retorno anormal médio positivo e significativo.

Com relação às variáveis binárias relacionadas com o conselho de administração, nas empresas em que as posições de presidente do conselho e de presidente executivo são ocupadas pela mesma pessoa (DUALIDADE), o retorno anormal médio se apresentou positivo e significativo na janela (-1,+1). Ao contrário do esperado, em tal janela o retorno anormal médio de tais empresas foi superior ao das demais empresas. Todavia, a diferença não é estatisticamente significativa e o sinal da diferença é invertido na análise feita com a janela (-2,+2), mas também sem significância estatística.

Anúncios feitos por empresas com conselho com tamanho conforme o indicado pelo IBGC, entre 5 e 11 membros, representados por TAM CA, apresentaram retorno anormal médio positivo e significativo e superior ao das demais empresas. Todavia, a diferença não é estatisticamente significativa.

Por fim, ainda sobre o conselho, as empresas que contam com comitê de auditoria ou conselho fiscal com pelo menos um membro independente (AUDIT_CF) apresentaram retorno anormal médio positivo e significativo. A diferença de média em relação às demais empresas é positiva. Mas baixa e sem significância estatística.

⁵⁵ São quatro aquisições feitas pela Petrobrás, duas pela Cemig, uma pela Celesc e uma pela Copel.

Os principais resultados obtidos nesta seção podem ser resumidos da seguinte forma:

- Embora se tenha alguma evidência de relação positiva entre concentração da propriedade e retorno anormal em aquisições, as evidências são fracas. Também não foram obtidas evidências de uma relação quadrática entre as variáveis, relacionamento obtido em alguns outros estudos;
- Não há evidências de destruição de riqueza por meio de aquisições entre empresas com elevado nível de excesso de votos nas mãos dos maiores acionistas. E, embora o retorno anormal médio tenha se mostrado mais baixo que aquele obtido pelas demais empresas, a diferença não é significativa;
- Embora o retorno anormal médio obtido pelas empresas que contam com outros acionistas com participação alta nos direitos de voto tenha sido superior à apresentada pelos demais casos, a diferença não é significativa;
- O controle familiar não está associado negativamente com o retorno anormal em aquisições. Pelo contrário, se houver alguma diferença em relação às demais empresas, a direção é no sentido oposto;
- Existem evidências de destruição de valor nas decisões de aquisição tomadas por empresas com controle estatal. Novamente, cabe observar que o número de observações é baixo, correspondendo a apenas 3,2% da amostra (8 aquisições feitas por 4 firmas);
- Há alguma evidência, fraca, de retorno anormal mais baixo nas aquisições feitas por empresas com controle estrangeiro. Mas não há evidência de destruição de valor nas aquisições feitas por tais empresas;
- Com relação ao conselho, existe alguma evidência de relação positiva entre a independência e o retorno anormal em aquisições. Já para as outras variáveis, não há evidências de associações estatisticamente significantes.

4.3 Análises de Regressão

As Tabelas 10 e 11 apresentam os resultados obtidos nas análises de regressão múltipla. Por questões de espaço e de organização da análise dos resultados, tais tabelas apresentam apenas os dados para as variáveis explicativas de interesse. Os resultados para as variáveis de controle são apresentados nas Tabelas 12 e 13, mais adiante.

Tabela 10 - Resultados das variáveis principais nas análises de regressão: CAR(-1,+1)

Variável Independente	Variável Dependente: CAR (-1,+1), em % (i.e., multiplicado por 100)							
	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4	
	Amostra Completa	S/ Out. e Obs. Inf.	Amostra Completa	S/ Out. e Obs. Inf.	Amostra Completa	S/ Out. e Obs. Inf.	Amostra Completa	S/ Out. e Obs. Inf.
FC1	4,81 *	1,54						
	(0,10)	(0,46)						
DIF1	-1,21	-2,24						
	(0,69)	(0,38)						
VOTOS23	-1,57	2,45						
	(0,83)	(0,66)						
FC1 MÉDIO			1,47 *	1,18				
			(0,09)	(0,13)				
FC1 ALTO			4,22 ***	3,02 ***				
			(0,00)	(0,00)				
DIF1 ALTO			0,32	-0,32				
			(0,80)	(0,74)				
VOTOS23 ALTO			1,03	1,03				
			(0,31)	(0,23)				
FC123					4,56	1,53		
					(0,10)	(0,45)		
DIF123					-0,94	-2,54		
					(0,76)	(0,35)		
FC123 MÉDIO							-0,23	-0,20
							(0,79)	(0,81)
FC123 ALTO							1,75	0,99
							(0,11)	(0,29)
DIF123 ALTO							0,23	-0,17
							(0,84)	(0,87)
FAMILIAR	0,02	0,54	-0,26	-0,05	0,06	0,52	0,20	0,32
	(0,99)	(0,57)	(0,79)	(0,95)	(0,96)	(0,59)	(0,83)	(0,72)
ESTATAL	-4,15 **	-5,31 ***	-3,83 **	-4,98 ***	-4,36 **	-4,93 ***	-4,78 ***	-5,24 ***
	(0,03)	(0,00)	(0,04)	(0,00)	(0,01)	(0,00)	(0,01)	(0,00)
ESTRANG	-3,56 *	-2,58	-3,72 **	-1,54	-3,20 *	-2,63	-2,78	-2,45
	(0,07)	(0,13)	(0,04)	(0,23)	(0,08)	(0,12)	(0,12)	(0,15)
INSTITUC	0,83	1,14	0,53	0,47	1,05	1,17	1,56	1,40
	(0,66)	(0,44)	(0,73)	(0,72)	(0,55)	(0,45)	(0,38)	(0,38)
PULVERIZ	-0,74	-1,18	-0,86	-1,00	-0,45	-1,23	-1,55	-1,45
	(0,74)	(0,56)	(0,69)	(0,59)	(0,84)	(0,53)	(0,44)	(0,41)
INDEP CA	4,30 *	3,35	3,47	3,49 *	3,65	3,44	3,25	3,54 *
	(0,09)	(0,12)	(0,12)	(0,06)	(0,11)	(0,11)	(0,13)	(0,09)
DUALIDADE	-0,56	-0,56	-0,40	-0,31	-0,48	-0,52	-0,39	-0,42
	(0,61)	(0,59)	(0,70)	(0,72)	(0,66)	(0,61)	(0,72)	(0,68)
TAM CA	0,09	0,13	0,75	-0,14	0,37	-0,05	0,46	0,17
	(0,95)	(0,92)	(0,53)	(0,87)	(0,78)	(0,97)	(0,72)	(0,89)
AUDIT_CF	0,07	-0,18	0,21	-0,11	-0,07	-0,18	0,04	-0,14
	(0,94)	(0,81)	(0,80)	(0,87)	(0,94)	(0,82)	(0,96)	(0,86)
DIVERSID CA	3,97 *	3,27 *	4,34 **	3,69 **	4,28 *	3,18	4,04 *	2,99
	(0,08)	(0,09)	(0,05)	(0,04)	(0,07)	(0,11)	(0,09)	(0,13)
Var. de Controle	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	249	245	249	242	249	245	249	245
F	3,71 ***	4,75 ***	4,14 ***	6,19 ***	3,78 ***	5,00 ***	3,98 ***	5,02 ***
r2 ajustado	0,12	0,09	0,14	0,11	0,12	0,09	0,12	0,09
FIV Máximo	2,31	2,34	3,36	3,27	2,39	2,42	2,29	2,24
FIV Médio	1,58	1,60	1,59	1,60	1,50	1,52	1,51	1,52

Valores de probabilidade entre parênteses, na segunda linha, baseados em erros padrão robustos a heteroscedasticidade e agrupados por adquirente. ***, ** e * indicam significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente, em testes bicaudais. Na segunda coluna de cada modelo são apresentados os resultados sem outliers (resíduo estudatizado > 3, em módulo) e sem observações influentes (distância de Cook > 1). FIV é o fator de inflação de variância.

Tabela 11 - Resultados das variáveis principais nas análises de regressão: CAR(-2,+2)

Variável Independente	Variável Dependente: CAR (-2,+2), em % (i.e., multiplicado por 100)							
	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4	
	Amostra	S/ Out. e	Amostra	S/ Out. e	Amostra	S/ Out. e	Amostra	S/ Out. e
	Completa	Obs. Inf.	Completa	Obs. Inf.	Completa	Obs. Inf.	Completa	Obs. Inf.
FC1	6,51 **	4,25 *						
	(0,03)	(0,07)						
DIF1	-2,58	-2,54						
	(0,45)	(0,39)						
VOTOS23	-0,33	2,10						
	(0,97)	(0,73)						
FC1 MÉDIO			1,85 *	1,82				
			(0,09)	(0,10)				
FC1 ALTO			5,33 ***	4,52 ***				
			(0,00)	(0,00)				
DIF1 ALTO			-0,43	-0,35				
			(0,77)	(0,80)				
VOTOS23 ALTO			1,20	1,32				
			(0,31)	(0,26)				
FC123					5,93 **	3,81 *		
					(0,04)	(0,09)		
DIF123					-1,92	-2,18		
					(0,58)	(0,45)		
FC123 MÉDIO							0,27	0,30
							(0,78)	(0,76)
FC123 ALTO							2,28 *	2,16 **
							(0,06)	(0,04)
DIF123 ALTO							0,01	0,18
							(0,99)	(0,87)
FAMILIAR	0,77	1,04	0,47	0,56	0,79	1,03	0,86	0,81
	(0,52)	(0,34)	(0,66)	(0,59)	(0,51)	(0,35)	(0,42)	(0,45)
ESTATAL	-3,00	-3,48 **	-2,69	-2,95 *	-3,13 *	-3,30 *	-3,62 **	-3,56 **
	(0,14)	(0,05)	(0,18)	(0,08)	(0,10)	(0,05)	(0,05)	(0,04)
ESTRANG	-3,33	-1,28	-3,55	-1,69	-2,89	-1,09	-2,39	-0,79
	(0,18)	(0,54)	(0,12)	(0,36)	(0,22)	(0,59)	(0,30)	(0,69)
INSTITUC	1,56	1,17	1,17	0,46	1,83	1,31	2,20	1,48
	(0,58)	(0,64)	(0,62)	(0,84)	(0,49)	(0,60)	(0,41)	(0,56)
PULVERIZ	-0,41	-0,97	-0,73	-0,90	-0,18	-0,94	-1,44	-1,49
	(0,88)	(0,70)	(0,77)	(0,71)	(0,95)	(0,72)	(0,56)	(0,52)
INDEP CA	4,95 *	4,76 **	3,94 *	4,45 **	4,33 *	4,60 *	4,05 *	4,60 *
	(0,06)	(0,05)	(0,10)	(0,05)	(0,07)	(0,06)	(0,08)	(0,05)
DUALIDADE	-2,25	-1,34	-2,06	-1,18	-2,07	-1,21	-1,86	-1,03
	(0,11)	(0,30)	(0,12)	(0,34)	(0,13)	(0,35)	(0,16)	(0,41)
TAM CA	-0,84	-0,72	-0,18	-0,24	-0,54	-0,69	-0,30	-0,43
	(0,59)	(0,63)	(0,90)	(0,86)	(0,73)	(0,63)	(0,84)	(0,77)
AUDIT_CF	-0,08	-0,68	0,19	-0,42	-0,28	-0,79	-0,23	-0,76
	(0,94)	(0,48)	(0,85)	(0,65)	(0,78)	(0,41)	(0,82)	(0,44)
DIVERSID CA	2,90	1,86	3,26	2,14	3,23	1,91	3,05	1,66
	(0,23)	(0,40)	(0,17)	(0,32)	(0,20)	(0,39)	(0,23)	(0,45)
Var. de Controle	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	249	245	249	245	249	245	249	245
F	1,90 **	2,33 ***	2,25 ***	2,66 ***	2,02 ***	2,50 ***	2,13 ***	2,38 ***
r2 ajustado	0,12	0,06	0,14	0,08	0,11	0,06	0,10	0,05
FIV Máximo	2,31	2,36	3,36	3,34	2,39	2,44	2,29	2,24
FIV Médio	1,58	1,60	1,59	1,61	1,50	1,52	1,51	1,52

Valores de probabilidade entre parênteses, na segunda linha, baseados em erros padrão robustos a heteroscedasticidade e agrupados por adquirente. ***, ** e * indicam significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente, em testes bicaudais. Na segunda coluna de cada modelo são apresentados os resultados sem outliers (resíduo estudatizado > 3, em módulo) e sem observações influentes (distância de Cook > 1). FIV é o fator de inflação de variância.

Quando as variáveis são analisadas em conjunto, surgem alguns resultados mais consistentes na direção das hipóteses formuladas. A concentração da propriedade passa a apresentar uma relação positiva forte com o retorno anormal, sobretudo quando o maior acionista apresenta alta participação no total de ações (FC1 ALTO). A relação é economicamente relevante também. Mantidos os demais fatores constantes, em média, a diferença no retorno anormal entre as empresas em que o maior acionista apresenta alta concentração da propriedade (FC1 ALTO = 1) e aquelas em que o maior acionista apresenta baixa concentração da propriedade (FC1 BAIXO = 0, utilizado como grupo de referência) é de pelo menos 3% (menor coeficiente apresentado para a variável FC1 ALTO).

Ainda sobre a concentração da propriedade, em linha com os testes bivariados apresentados na seção anterior, não foram obtidas evidências de uma relação quadrática, com concavidade para baixo. Esse seria o caso se as empresas classificadas como com concentração média (FC1 MÉDIO; FC123 MÉDIO) apresentassem, *ceteris paribus*, retornos anormais mais elevados que as demais (as com concentração baixa e as com concentração alta).⁵⁶

Com relação às variáveis de excesso de direito de votos do maior e dos três maiores acionistas (DIF1 e DIF1 ALTO; e DIF123 e DIF123 ALTO), não foram obtidas evidências de relações significantes. E, em algumas análises, observa-se sinal positivo, contrário ao esperado.

Também não foram obtidas evidências de relações significantes para as variáveis relacionadas com a participação nos direitos de voto do segundo e do terceiro maiores acionistas (VOTOS23 e VOTOS23 ALTO). O resultado difere daquele apresentado por Ben-Amar e André (2006) para o Canadá, mas está em linha com os resultados obtidos por Caprio, Croci e Giudice (2011) para a Europa Continental.

Quanto ao tipo de controlador, os resultados das análises de regressão reforçam aqueles que tinham sido obtidos nas análises bivariadas. A variável ESTATAL apresentou sinal negativo

⁵⁶ Análises com a concentração da propriedade (FC1 ou FC123) e o seu valor ao quadrado geraram coeficiente positivo para o termo ao quadrado. Foram observados fatores de inflação de variância elevados (da ordem de 30 nas análises com FC1; e de 49 na análise com FC123). Análises tendo o grupo de observações classificadas como tendo concentração média do maior acionista como referência levaram a coeficientes positivos (negativos) e estatisticamente significantes para a variável FC1 ALTO (FC1 BAIXO). Nas análises com dados dos três maiores acionistas, a variável FC123 ALTO apresentou sinal positivo e próximo de obter significância a 10%. Já a variável FC123 BAIXO apresentou sinal negativo na análise do CAR(-2,+2) e positivo na análise do CAR (-1,+1), mas sem significância estatística. O conjunto de resultados rejeita a hipótese de existência de uma relação quadrática com concavidade voltada para baixo.

em todas as análises, com significância estatística na maioria. Mesmo nas duas análises em que não foi obtida significância (Modelos 1 e 2 das análises com o CAR(-2,+2)), com a retirada dos *outliers* e observações influentes, a variável apresentou significância. É importante destacar, ainda, que os coeficientes são altos, indicando significância econômica. Todavia, é importante lembrar que em apenas 3,2% da amostra o controle é estatal.

Os resultados obtidos para o controle familiar (FAMILIAR) também são semelhantes aos obtidos nas análises bivariadas. O coeficiente apresentou sinal positivo em quase todas as análises, mas sem significância estatística. Os resultados estão em linha com aqueles obtidos em outros mercados (BEN-AMAR; ANDRÉ, 2006; CAPRIO; CROCI; GIUDICE, 2011).⁵⁷

Ainda sobre o tipo de controlador, também de forma consistente com as análises bivariadas, a variável ESTRANG, que indica controle estrangeiro, apresentou sinal negativo, com significância estatística em algumas análises. Uma possível explicação é a de que os investidores interpretam que os controladores podem ter um incentivo a expandir a empresa local para extrair benefícios privados por meio de transações entre as empresas. Isso poderia ocorrer, sobretudo, nos casos em que as controladoras tenham um controlador, beneficiando diretamente tal acionista (CLAESSENS *et al.*, 2002, p. 2765).⁵⁸ Diferentemente das empresas com controle familiar, a dependência do mercado financeiro local para a capitalização das firmas pode ser menor. Mas, é importante lembrar, as evidências de relação negativa são fracas do ponto de vista estatístico. Novas pesquisas que captem o tipo de controle do controlador estrangeiro talvez cheguem a resultados mais robustos.

Também de forma consistente com as análises bivariadas, os coeficientes das variáveis INSTITUC e PULVERIZ apresentaram, respectivamente, sinais positivos e negativos, em todas as análises, mas sem significância estatística.

Em relação ao conselho de administração, tal como nas análises bivariadas, foram obtidas evidências de relação positiva entre o retorno anormal e a independência (INDEP). A variável apresentou coeficiente com sinal positivo em todas as análises, com significância estatística na maioria. Mesmo quando não se obteve significância, os valores de probabilidade (p-

⁵⁷ Ben-Amar e André (2006) apresentam resultados de análises em que a relação se mostrou positiva. Todavia, como comentado no capítulo 2, os autores não controlaram o nível de concentração da propriedade, que se mostrou relacionado positivamente com o retorno anormal e com o controle familiar.

⁵⁸ Tal tipo de informação não foi coletada para os fins desta pesquisa.

valores) ficaram próximos do limite de 10%. Os valores obtidos para os coeficientes também indicam relevância econômica. O menor coeficiente obtido foi de 3,25. Mantidos os demais fatores constantes, em média, a diferença no retorno anormal entre empresas que estejam um desvio padrão abaixo da média em termos de independência ($0,125 = 0,300 - 0,175$) e empresas que estejam um desvio padrão acima da média ($0,475 = 0,300 + 0,175$) é de 1,14% ($((0,475 - 0,125) \times 3,25)$). Se a média dos coeficientes obtidos nas várias análises for tomada como referência (4,01), a diferença é de 1,40%. É importante lembrar que o retorno anormal médio está entre 1,57% e 1,81% na amostra (a depender da janela utilizada).

O acúmulo dos cargos de presidente executivo e presidente do conselho (DUALIDADE) apresentou coeficiente com sinal negativo em todas as análises, mas sem significância estatística. Tais resultados estão em linha com o argumento de Bebchuk e Hamdani (2009, p. 1.304) de que este pode ser um mecanismo menos relevante em ambientes com maior concentração da propriedade, já que o maior conflito, em tais ambientes, reside na relação entre controladores e minoritários. De qualquer forma, é importante lembrar que, embora Masulis, Wang e Xie (2007) tenham encontrado relações significantes nas suas análises para o mercado norte-americano, Goranova, Dharwadkar e Brandes (2010) também investigaram o tema com dados daquele mercado e não encontraram evidências de relação significativa.

Com relação ao tamanho do conselho (TAM CA), foi observada troca de sinal do coeficiente e não foi observada significância estatística em nenhuma das análises. Em suma, não há qualquer evidência de relação significativa com o retorno anormal.⁵⁹

Também não foram obtidas evidências de qualquer relação significativa entre o retorno anormal e a existência de comitê de auditoria ou conselho fiscal com pelo menos um membro independente (AUDIT_CF). Em nenhuma análise foi obtida significância estatística e o coeficiente apresentou troca de sinal entre as análises.⁶⁰

Por fim, foi obtida alguma evidência de relação positiva entre a diversidade do conselho

⁵⁹ Também foram efetuados testes com: a) o tamanho do conselho; e b) com o tamanho do conselho e o seu valor ao quadrado. No primeiro caso, os coeficientes foram negativos, mas sem significância. No segundo, os coeficientes apresentaram sinal positivo para o tamanho do conselho e negativo o tamanho do conselho ao quadrado, mas sem significância; e foram observados fatores de inflação de variância elevados (próximos de 30).

⁶⁰ Análises com duas variáveis binárias, uma para indicar a existência de comitê de auditoria com pelo menos um conselheiro independente e uma para indicar existência de conselho fiscal com pelo menos um membro independente, também não levaram a coeficientes com significância estatística.

(DIVERSID CA) e o retorno anormal. Os coeficientes apresentaram sinal positivo em todas as análises. Porém, com significância estatística apenas nas análises tendo o CAR(-1,+1) como variável dependente. Economicamente, a variável tem alguma importância. O menor coeficiente obtido foi de 1,66. Mantidos os demais fatores constantes, em média, a diferença no retorno anormal entre empresas que estejam um desvio padrão abaixo da média em termos de diversidade ($0,333 = 0,502 - 0,169$) e empresas que estejam um desvio padrão acima da média ($0,671 = 0,502 + 0,169$) é de 0,56% ($((0,671 - 0,333) \times 1,66)$). Se a média dos coeficientes estimados for tomada como referência (3,11), a diferença é de 1,05%.⁶¹

As Tabelas 12 e 13 apresentam os resultados das análises de regressão para as variáveis de controle. Poucas variáveis apresentaram significância estatística. A variável INTERNAC, que indica se a empresa-alvo localiza-se no exterior, apresentou sinal negativo em todas as análises, com significância em algumas. Talvez os investidores tenham interpretado que os desafios ligados a tais aquisições, em média, superavam as oportunidades (veja a subseção 3.3.4.3 para uma discussão). A variável INVEST apresentou sinal positivo em todas as análises, com significância estatística em metade (sempre nas análises sem *outliers* e observações influentes). Tal resultado está em linha com a hipótese de que, no agregado, as aquisições são motivadas pela busca de criação de valor (ASQUITH; BRUNER; MULLINS JR., 1983). A variável SETOR REG, que indica se o setor da adquirente é regulamentado, apresentou coeficiente negativo em todas as análises, com significância em mais da metade. Como comentado na subseção 3.3.4.10, talvez tais empresas tenham menos opções de investimento e/ou sofram menor nível de disciplinamento da concorrência no mercado de produtos. A variável 2004_CRISE, que indica se o evento ocorreu entre 2004 e 14/09/2008, apresentou coeficiente positivo e significativo em todas as análises. Como comentado na subseção 3.3.4.11, este foi um período em que o mercado de ações se mostrou mais aquecido em termos de evolução dos preços dos ativos. Uma discussão sobre a relação entre o estado do mercado e os retornos anormais em aquisições está fora do escopo deste trabalho e pode ser obtida em Nardi (2012). Por fim, a variável SOBREP, que indica se há sobreposição de eventos de aquisição, apresentou sinal negativo e significativo na maior parte das análises. Uma possível explicação pode residir na interpretação pelo mercado de que tais anúncios são acompanhados de maior complexidade na integração entre a adquirente e as adquiridas.

⁶¹ Testes usando as dimensões que compõem a variável DIVERSID CA como variáveis explicativas levaram a coeficientes positivos na maioria das análises (somente para uma variável, em uma análise, o coeficiente apresentou sinal negativo). Mas sempre sem significância estatística.

Tabela 12 - Resultados das Variáveis de Controle nas Análises de Regressão: CAR(-1,+1)

Variável Independente	Variável Dependente: CAR (-1,+1), em % (i.e., multiplicado por 100)							
	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4	
	Amostra Completa	S/ Out. e Obs. Inf.	Amostra Completa	S/ Out. e Obs. Inf.	Amostra Completa	S/ Out. e Obs. Inf.	Amostra Completa	S/ Out. e Obs. Inf.
Var. Explicativas Principais	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
EMPREEND	-0,27 (0,81)	0,27 (0,77)	-0,26 (0,80)	-0,11 (0,90)	-0,01 (0,99)	0,22 (0,80)	-0,08 (0,94)	0,23 (0,81)
CAIXA	0,46 (0,73)	0,69 (0,56)	0,46 (0,73)	0,27 (0,81)	0,39 (0,77)	0,70 (0,55)	0,27 (0,84)	0,56 (0,62)
INTERNAC	-1,12 (0,37)	-1,13 (0,31)	-1,30 (0,29)	-1,10 (0,25)	-0,91 (0,45)	-1,15 (0,29)	-0,78 (0,54)	-1,02 (0,38)
DIVERSIFIC	-0,60 (0,88)	-0,56 (0,88)	-0,97 (0,82)	-3,66 (0,23)	-0,81 (0,83)	-0,54 (0,89)	-0,49 (0,90)	-0,37 (0,92)
INVEST	5,45 (0,16)	5,14 *** (0,00)	5,41 (0,17)	5,34 *** (0,00)	5,40 (0,17)	5,22 *** (0,00)	5,21 (0,21)	4,74 *** (0,01)
ROA	0,24 (0,96)	-0,44 (0,92)	0,09 (0,98)	-0,28 (0,94)	-0,59 (0,90)	-0,30 (0,94)	-1,25 (0,77)	-0,79 (0,85)
PORTE	-0,14 (0,71)	0,16 (0,61)	-0,13 (0,69)	0,08 (0,77)	-0,02 (0,97)	0,13 (0,66)	-0,07 (0,83)	0,07 (0,81)
ALAV	0,20 (0,76)	0,23 (0,67)	0,08 (0,90)	0,18 (0,70)	0,09 (0,88)	0,27 (0,61)	0,03 (0,96)	0,22 (0,68)
INTANG	0,12 (0,27)	0,13 (0,21)	0,15 (0,14)	0,14 (0,11)	0,14 (0,16)	0,13 (0,21)	0,16 (0,10)	0,15 (0,14)
SETOR REG	-1,43 (0,20)	-1,00 (0,27)	-1,89 * (0,10)	-1,60 * (0,07)	-1,17 (0,24)	-1,00 (0,26)	-1,16 (0,19)	-1,05 (0,19)
2001_2003	-0,47 (0,81)	-0,32 (0,87)	-0,59 (0,77)	0,35 (0,82)	-0,33 (0,86)	-0,27 (0,89)	-0,44 (0,82)	-0,53 (0,78)
2004_CRISE	2,03 ** (0,03)	2,47 *** (0,00)	2,03 ** (0,02)	2,38 *** (0,00)	2,14 ** (0,03)	2,51 *** (0,01)	2,20 ** (0,01)	2,48 *** (0,00)
SOBREP	-2,34 ** (0,02)	-2,06 ** (0,03)	-2,48 ** (0,02)	-2,17 ** (0,01)	-2,23 ** (0,02)	-2,05 ** (0,02)	-2,32 ** (0,03)	-2,15 ** (0,03)
CONSTANTE	-2,53 (0,65)	-5,98 (0,24)	-3,31 (0,52)	-4,97 (0,26)	-5,22 (0,37)	-5,34 (0,27)	-2,13 (0,71)	-3,81 (0,43)
Observações	249	245	249	242	249	245	249	245
F	3,71 ***	4,75 ***	4,14 ***	6,19 ***	3,78 ***	5,00 ***	3,98 ***	5,02 ***
r2 ajustado	0,12	0,09	0,14	0,11	0,12	0,09	0,12	0,09
FIV Máximo	2,31	2,34	3,36	3,27	2,39	2,42	2,29	2,24
FIV Médio	1,58	1,60	1,59	1,60	1,50	1,52	1,51	1,52

Valores de probabilidade entre parênteses, na segunda linha, baseados em erros padrão robustos a heteroscedasticidade e agrupados por adquirente. ***, ** e * indicam significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente, em testes bicaudais. Na segunda coluna de cada modelo são apresentados os resultados sem *outliers* (resíduo estudatizado > 3, em módulo) e sem observações influentes (distância de Cook > 1). FIV é o fator de inflação de variância.

Tabela 13 - Resultados das Variáveis de Controle nas Análises de Regressão: CAR(-2,+2)

Variável Independente	Variável Dependente: CAR (-2,+2), em % (i.e., multiplicado por 100)							
	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4	
	Amostra Completa	S/ Out. e Obs. Inf.	Amostra Completa	S/ Out. e Obs. Inf.	Amostra Completa	S/ Out. e Obs. Inf.	Amostra Completa	S/ Out. e Obs. Inf.
Var. Explicativas Principais	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
EMPREEND	-0,38 (0,74)	-0,22 (0,84)	-0,39 (0,72)	-0,36 (0,73)	-0,11 (0,92)	-0,13 (0,90)	-0,19 (0,87)	-0,21 (0,85)
CAIXA	-0,44 (0,76)	0,00 (1,00)	-0,42 (0,77)	0,01 (1,00)	-0,51 (0,72)	-0,04 (0,98)	-0,58 (0,69)	-0,23 (0,86)
INTERNAC	-2,28 * (0,10)	-1,73 (0,11)	-2,58 * (0,06)	-2,02 * (0,05)	-2,04 (0,12)	-1,63 (0,12)	-1,94 (0,16)	-1,45 (0,18)
DIVERSIFIC	-0,99 (0,76)	-1,04 (0,74)	-1,32 (0,71)	-1,23 (0,71)	-1,15 (0,71)	-1,02 (0,74)	-0,76 (0,80)	-0,74 (0,80)
INVEST	4,81 (0,17)	4,57 ** (0,02)	4,82 (0,18)	4,53 ** (0,02)	4,79 (0,18)	4,51 ** (0,02)	4,68 (0,22)	3,95 * (0,05)
ROA	1,70 (0,75)	0,67 (0,90)	1,73 (0,72)	0,95 (0,84)	0,81 (0,87)	0,38 (0,94)	0,22 (0,97)	-0,24 (0,96)
PORTE	0,00 (1,00)	0,25 (0,51)	-0,04 (0,93)	0,15 (0,69)	0,12 (0,76)	0,27 (0,45)	0,05 (0,89)	0,18 (0,61)
ALAV	0,54 (0,44)	0,32 (0,63)	0,48 (0,47)	0,32 (0,62)	0,44 (0,52)	0,31 (0,64)	0,40 (0,59)	0,21 (0,76)
INTANG	0,06 (0,69)	0,07 (0,60)	0,08 (0,53)	0,09 (0,50)	0,08 (0,56)	0,08 (0,56)	0,10 (0,47)	0,10 (0,46)
SETOR REG	-2,49 ** (0,03)	-2,45 *** (0,01)	-3,11 *** (0,01)	-3,08 *** (0,00)	-2,13 ** (0,03)	-2,26 ** (0,01)	-2,01 ** (0,03)	-2,27 *** (0,01)
2001_2003	0,78 (0,74)	0,00 (1,00)	0,65 (0,78)	-0,19 (0,93)	0,82 (0,72)	-0,03 (0,99)	0,49 (0,83)	-0,33 (0,88)
2004_CRISE	2,11 * (0,05)	2,07 ** (0,04)	2,09 ** (0,04)	2,01 ** (0,03)	2,18 * (0,05)	2,08 ** (0,04)	2,11 ** (0,03)	2,03 ** (0,03)
SOBREP	-2,22 (0,13)	-2,25 (0,12)	-2,51 * (0,07)	-2,45 * (0,08)	-2,08 (0,14)	-2,17 (0,14)	-2,13 (0,17)	-2,19 (0,16)
CONSTANTE	-3,33 (0,63)	-5,98 (0,36)	-3,09 (0,61)	-5,23 (0,36)	-5,91 (0,38)	-6,35 (0,28)	-2,51 (0,71)	-3,62 (0,52)
Observações	249	245	249	245	249	245	249	245
F	1,90 **	2,33 ***	2,25 ***	2,66 ***	2,02 ***	2,50 ***	2,13 ***	2,38 ***
r2 ajustado	0,12	0,06	0,14	0,08	0,11	0,06	0,10	0,05
FIV Máximo	2,31	2,36	3,36	3,34	2,39	2,44	2,29	2,24
FIV Médio	1,58	1,60	1,59	1,61	1,50	1,52	1,51	1,52

Valores de probabilidade entre parênteses, na segunda linha, baseados em erros padrão robustos a heteroscedasticidade e agrupados por adquirente. ***, ** e * indicam significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente, em testes bicaudais. Na segunda coluna de cada modelo são apresentados os resultados sem *outliers* (resíduo estudatizado > 3, em módulo) e sem observações influentes (distância de Cook > 1). FIV é o fator de inflação de variância.

4.4 Análises Adicionais

Com o propósito de comparar os resultados para esta amostra com aqueles obtidos por outros estudos, foram efetuadas análises de regressão múltipla utilizando como *proxies* para a qualidade da governança corporativa variáveis binárias para indicar se: a adquirente era listada no Novo Mercado (59,8% da amostra) e no Nível 2 (9,6% da amostra); era listada no Novo Mercado ou no Nível 2 (69,5% da amostra); tinha recibos de ações negociados em bolsa nos Estados Unidos⁶² (27,7% da amostra); e era listada no Novo Mercado ou no Nível 2 ou tinha recibo de ações negociado em bolsa nos Estados Unidos (89,6% da amostra). Em todas as análises, foram obtidos coeficientes de regressão positivos, mas sem significância estatística. Tais resultados estão em linha com os obtidos por outros estudos, indicados no capítulo 2, subseção 2.7.2.

Como comentado no capítulo 1, talvez o uso de variáveis binárias ligadas à listagem no Novo Mercado e no Nível 2 ou à dupla listagem nos Estados Unidos não capte adequadamente a heterogeneidade entre as firmas no que se refere às características da sua estrutura de governança. Por exemplo, na amostra, a independência do conselho de administração apresentou média de 31,1% para as empresas do Novo Mercado, Nível 2 ou com dupla listagem nos Estados Unidos e 20,1% para as demais empresas. Tal resultado indica, como esperado, que, em média, as empresas do primeiro grupo tendem a apresentar qualidade superior nas suas práticas de governança. Porém, os dois grupos apresentam elevada dispersão no que se refere à independência do conselho: desvio padrão de 17,3% (coeficiente de variação de 55,6%) para as do primeiro grupo; e de 16,5% para as do segundo grupo (coeficiente de variação de 82,1%). Tal dispersão, que indica diferenças entre empresas de um mesmo grupo, não é captada com a abordagem de uso de variáveis binárias para indicar a dupla listagem nos Estados Unidos ou a listagem no Nível 2 ou no Novo Mercado.

4.5 Resumo dos Resultados

Os resultados da pesquisa empírica indicam que, em média, as aquisições anunciadas pelas empresas foram acompanhadas de retornos anormais positivos para as adquirentes. Todavia,

⁶² Isto é, a empresa participava de programas de ADR nos níveis II ou III.

como observado em outras pesquisas, verificou-se elevada variância.

Esta pesquisa tem por objetivo identificar fatores que colaborem para explicar tal variância, com foco na estrutura de governança das adquirentes. O Quadro 4 apresenta um resumo dos resultados obtidos, tendo em vista as hipóteses formuladas no capítulo 2.

Quadro 4 - Resumo dos resultados: hipóteses vs. evidências

Hipótese	Evidências
H1: O retorno anormal das adquirentes tem relação positiva com a concentração dos direitos de propriedade pelo(s) maior(es) acionista(s).	Corroboram a hipótese, principalmente para altos níveis de concentração do maior acionista.
H2: O retorno anormal das adquirentes tem relação negativa com a separação entre controle e propriedade pelo(s) maior(es) acionista(s).	Não corroboram a hipótese.
H3: O retorno anormal das adquirentes tem relação positiva com a presença de outros acionistas relevantes, que monitorariam o maior acionista.	Não corroboram a hipótese.
H4: O retorno anormal das adquirentes não está associado com o controle familiar.	Corroboram a hipótese, que foi apresentada na forma nula, tendo em vista que existem argumentos tanto na direção de uma relação positiva, quanto negativa.
H5: O retorno anormal das adquirentes tem relação negativa com o controle estatal.	Corroboram a hipótese. Além de se verificar uma relação negativa, há evidências que indicam destruição de valor nas aquisições feitas por estatais. É preciso observar, todavia, que o número de observações com controle estatal é baixo, representando apenas 3,2% da amostra (8 aquisições feitas por 4 firmas).
H6: O retorno anormal das adquirentes tem relação positiva com a independência do conselho de administração.	Corroboram a hipótese, embora em algumas poucas análises não se tenha verificado significância estatística. Mas, mesmo quando não se obteve significância, os valores de probabilidade (p-valores) ficaram próximos do limite de 10%.
H7: O retorno anormal das adquirentes tem relação negativa com o acúmulo das funções de presidente do conselho e presidente executivo.	Não corroboram a hipótese.
H8: O retorno anormal das adquirentes tem relação positiva com um tamanho intermediário para o conselho de administração.	Não corroboram a hipótese.
H9: O retorno anormal das adquirentes tem relação positiva com a existência de um comitê de auditoria ou conselho fiscal que tenha pelo menos um membro independente.	Não corroboram a hipótese.
H10: O retorno anormal das adquirentes tem relação positiva com a diversidade do conselho de administração.	Há alguma evidência. Em todas as análises, o coeficiente apresentou sinal positivo. Todavia, somente foram verificadas relações estatisticamente significantes nas análises com o CAR(-1,+1).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa empírica realizada nesta tese indica que, em média, as aquisições feitas pelas empresas geraram valor para os seus acionistas, conforme a medida de criação (ou destruição) de valor utilizada, qual seja, o retorno anormal observado em janelas de curto prazo no entorno da data de anúncio da aquisição. Tal resultado difere daquele apresentado em outros estudos, que encontraram algumas vezes retornos anormais, em média, nulos ou até mesmo negativos para os acionistas das adquirentes. Por outro lado, foi verificada elevada dispersão nos retornos anormais, em linha com as demais pesquisas.

Esta pesquisa tinha por objetivo principal investigar fatores que pudessem explicar a variância do retorno anormal das adquirentes, com foco na estrutura de governança de tais empresas. Em particular, investigou-se se certas características da estrutura de propriedade e controle e do conselho de administração poderiam colaborar para explicar a variância dos retornos anormais das adquirentes.

No que se refere à estrutura de controle e propriedade, foi observada uma relação positiva entre a concentração da propriedade e o retorno anormal, sobretudo quando a concentração do maior acionista é alta. Tal resultado está em linha com a hipótese de que a concentração da propriedade alinha os interesses dos controladores aos dos demais acionistas. Por outro lado, não foram obtidas evidências de relações negativas significantes entre o excesso de direitos de voto do maior acionista (ou dos três maiores acionistas) e o retorno anormal das adquirentes. A hipótese de que outros acionistas relevantes (o segundo e o terceiro maiores, no caso desta pesquisa) exercem um papel de monitoramento também não foi respaldada pelos dados.

Com relação à identidade do controlador, como em outras pesquisas, não foi identificada uma relação negativa entre o controle familiar e o retorno anormal. Os testes, em geral, apontam na direção oposta, mas sem significância estatística. Tal resultado pode espelhar o fato de que existem argumentos tanto para uma relação positiva, quanto negativa. Por outro lado, foram observadas relações negativas entre o controle estatal e o retorno anormal. As análises univariadas indicam, ainda, que, em média, as aquisições feitas pelas empresas com controle estatal destruíram valor. É importante ressaltar que o número de observações em que o controle da adquirente é estatal é baixo (3,2% da amostra, ou 8 aquisições feitas por 4 empresas). Assim, os resultados obtidos devem ser tomados com cautela. Por fim, há alguma

evidência de relação negativa entre o controle estrangeiro e o retorno anormal em aquisições. Como comentado no capítulo 4, eventualmente, pode ser que os investidores entendam que os controladores de tais empresas tenham incentivo à expansão para obter benefícios privados por meio de transações entre as firmas. Novos estudos que considerem a natureza do controle das controladoras estrangeiras podem, eventualmente, lançar luz sobre o tema.

Quanto ao conselho de administração, as relações mais fortes encontradas foram para a independência. Tal variável apresentou significância estatística na maioria das análises e, nas que não apresentou, o valor de probabilidade ficou próximo do limite de 10%. Como já foi relatado no capítulo 2, a relação positiva pode ser decorrente tanto da redução de conflitos de interesses, quanto da melhoria da qualidade do processo decisório a partir de uma perspectiva comportamental (redução das chances de ocorrência de alguns vieses cognitivos).

Também foram obtidas evidências de uma relação positiva entre a diversidade do conselho e o retorno anormal, mas com significância estatística em somente parte das análises. Com relação às demais variáveis testadas (tamanho, acúmulo dos cargos de presidente do conselho e presidente executivo e existência de comitê de auditoria ou conselho fiscal com pelo menos um membro independente), não foram obtidas evidências de relações significantes.

Em termos gerais, os resultados indicam que características da governança das empresas (ao menos algumas) podem colaborar para explicar a dispersão dos retornos anormais associados a anúncios de aquisição observada tanto em estudos nacionais, quanto internacionais. Adicionalmente, em linha com Masulis, Wang e Xie (2009, p. 1698), a pesquisa contribui para literatura de Finanças ao indicar um dos canais por meio dos quais a estrutura de governança pode colaborar para a geração ou destruição de valor nas empresas.

Novas pesquisas podem ser realizadas com vistas a reduzir as limitações da presente tese. Novos testes com amostras maiores e com definições operacionais alternativas e eventualmente mais robustas para as variáveis⁶³, por exemplo, podem levar a resultados mais robustos ou refutar os resultados obtidos por este trabalho. Pesquisas que abordem outras medidas ligadas ao funcionamento do conselho de administração, como fizeram Silveira e

⁶³ Como exemplo, novos trabalhos podem incorporar na análise os efeitos de estruturas piramidais de controle; e/ou considerar os possíveis relacionamentos sociais externos entre conselheiros e controladores na variável de independência.

Barros (2013, p. 45-47), podem eventualmente colaborar para a identificação de fatores que expliquem a variância do retorno anormal em anúncios de aquisição.⁶⁴ Novos estudos com dados de outros mercados podem investigar se a relação negativa observada entre controle estatal e retornos anormais com os dados desta amostra é repetida e, em caso negativo, se diferenças em fatores ligados ao nível de proteção legal dos investidores explicam as diferenças nos resultados. Por fim, como já foi sugerido, novas pesquisas podem aprofundar a análise da relação entre controle estrangeiro e retorno anormal em aquisições.

⁶⁴ Os autores usam variáveis relacionadas com a disponibilidade de tempo dos conselheiros para a empresa, medida pela quantidade de participação dos conselheiros em outros conselhos e como presidentes executivos em outras empresas, e a quantidade de reuniões realizadas pelo conselho em certo período de tempo, que pode indicar a disponibilidade de tempo, em cada reunião, para a discussão dos temas da agenda do conselho.

REFERÊNCIAS

AHN, Seoungpil; WALKER, Mark D. Corporate governance and the spinoff decision. **Journal of Corporate Finance**, v. 13, n. 1, p. 76-93, 2007.

AMIHUD, Yakov; LEV, Baruch. Risk reduction as managerial motive for conglomerate mergers. **Bell Journal of Economics**, v. 12, n. 2, p. 605-617, 1981.

ANDRADE, Gregory; MITCHELL, Mark; STAFFORD, Erik. New evidence and perspectives on mergers. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, p. 103-120, 2001.

ASQUITH, Paul; BRUNER, Robert F.; MULLINS JR., David. The gains to bidding firms from merger. **Journal of Financial Economics**, v. 11, n. 1, p. 121-139, 1983.

AYBAR, Bulent; FICICI, Aysun. Cross-border acquisitions and firm value: an analysis of emerging-market multinationals. **Journal of International Business Studies**, v. 40, n. 8, p. 1317-1338, 2009.

BARONTINI, Roberto; SICILIANO, Giovanni. Equity prices and the risk of expropriation: an analysis of the Italian stock market. **European Corporate Governance Institute (ECGI), Finance Working Paper 24**, 2003. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=443220. Acesso em: 15 mar. 2013.

BARROS, Lucas A. B. de C.; SILVEIRA, Alexandre Di M. da. Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 6, n. 3, p. 293-335, 2008.

BARROS, Pedro H. **Competição no Mercado de Produtos, Governança Corporativa e Desempenho das Companhias**. São Paulo, 2010. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

BAZERMAN, Max H.; MOORE, Don. **Processo decisório**. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2010.

BEBCHUK, Lucian A.; HAMDANI, Assaf. The elusive quest for global governance standards. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 157, n. 5, p. 1263-1317, 2009.

BEBCHUK, Lucian A.; KRAAKMAN, Reinier; TRIANTIS, George. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity. In: MORCK, Randall K. (Org.). **Concentrated corporate ownership**. Chicago: University of Chicago Press, 2000.

BEN-AMAR, Walid; ANDRÉ, Paul. Separation of ownership and control and acquisition firm performance: the case of family ownership in Canada. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 33, n. 3-4, p. 517-543, 2006.

BERKOVITCH, Elazar; NARAYANAN, M. P. Motives for takeovers: an empirical Investigation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v.28, n.3, p. 347-362, 1993.

BERTIN, William J.; GHAZANFARI, Farrokh; TORABZADEH, Khalil M. Failed Bank Acquisitions and Successful Bidder's Returns. **Financial Management**, v. 18, n. 2, p. 93-100, 1989.

BHAUMIK, Sumon K.; SELARKA, Ekta. Does ownership concentration improve M&A outcomes in emerging markets? Evidence from India. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 717-726, 2012.

BIGELLI, Marco; MENGOLI, Stefano. Sub-optimal acquisition decisions under a majority shareholder system. **Journal of Management and Governance**, v. 8, n. 4, p. 373-405, 2004.

BM&FBOVESPA. **Comparativo dos Segmentos de Listagem**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp>. Acesso em: 31 maio 2012.

BORGERTH, Vânia M. da C. **SOX: entendendo a Lei Sarbanes-Oxley**. São Paulo: Thomson Learning, 2007.

BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 04 jul. 2012.

BRASIL. **Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 04 jul. 2012.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução 480, de 07 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 04 jul. 2012.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº004/2011, de 15 de março de 2011**. Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas e estrangeiras. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 26 abr. 2013.

BRITO, Giovani A. S.; BATISTELLA, Flávio D.; FAMÁ, Rubens. Fusões e aquisições no

setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. **Revista de Administração da USP (RAUSP)**, v. 40, n. 4, p. 353-360, 2005.

BRUNER, Robert F. **Applied mergers & acquisitions**. EUA: John Wiley & Sons, 2004.

BYRD, John; HICKMAN, Kent. Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. **Journal of Financial Economics**, v. 32, n. 2, p. 195-221, 1992.

CAMARGOS, Marcos A.; BARBOSA, Francisco V. Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994 e 2001. **Revista de Administração da USP (RAUSP)**, v. 42, n. 4, p. 468-481, 2007.

CAPRIO, Lorenzo; CROCI, Ettore. The determinants of the voting premium in Italy: the evidence from 1974 to 2003. **Journal of Banking and Finance**, v. 32, n. 11, p. 2433-2443, 2008.

CAPRIO, Lorenzo; CROCI, Ettore; GIUDICE, Alfonso D. Ownership structure, family control, and acquisition decisions. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 5, p. 1636-1657, 2011.

CAPRON, Laurence; PISTRE, Nathalie. When do acquirers earn abnormal returns? **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 9, p. 781-794, 2002.

CARVALHAL-DA-SILVA, André L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da USP (RAUSP)**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

CARVALHAL-DA-SILVA, André L. **Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006.

CARVALHAL-DA-SILVA, André L.; LEAL, Ricardo P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

CARVALHAL-DA-SILVA, André L.; LEAL, Ricardo P. C. Ownership, control, valuation and performance of Brazilian corporations. **Corporate Ownership & Control**, v. 4, n. 1, p. 300-308, 2006.

CARVALHAL-DA-SILVA, André L.; SUBRAHMANYAM, Avanidhar. Dual-class premium, corporate governance, and the mandatory bid rule: evidence from the Brazilian stock market. **Journal of Corporate Finance**, v. 13, n. 1, p. 1-24, 2007.

CARVALHO, Antonio G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração da USP (RAUSP)**, v. 37, n. 3, p. 19-32, 2002.

CARVALHO, Antonio G.; PENNACCHI, George G. Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firms' migration to premium listings in Brazil. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 883-903, 2012.

CHEN, Xia; HARFORD, Jarrad; LI, Kai. Monitoring: which institutions matter? **Journal of Financial Economics**, v. 86, n. 2, p. 279-305, 2007.

CHEUNG, Yan-Leung *et al.* Buy high, sell low: How listed firms price assets transfers in related party transactions. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n. 5, p. 914-924, 2009.

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry H. P. The separation of ownership and control in East Asian corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1, p. 81-112, 2000.

CLAESSENS, Stijn *et al.* Disentangling the incentive and entrenchment effect of large shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

COFFEE JR., John C. Racing towards the top?: The impacts of cross-listings and stock market competition on international corporate governance. **Columbia Law Review**, v. 102, n. 7, p. 1757-2002, 2002.

COPELAND, Thomas E.; WESTON, J. Fred; SHASTRI, Kuldeep. **Financial theory and corporate policy**. 4th ed. EUA: Addison-Wesley, 2003.

DAHYA, Jay; DIMITROV, Orlin; MCCONNELL, John J. Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: a cross-country analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 1, p. 73-100, 2008.

DATTA, Sudip; ISKANDAR-DATTA, Mai; RAMAN, Kartik. Executive compensation and corporate acquisition decisions. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 6, p. 2299-2336, 2001.

DESAI, Ashay; KROLL, Mark; WRIGHT, Peter. Outside board monitoring and the economic outcomes of acquisitions: a test of the substitution hypothesis. **Journal of Business Research**, New York, v. 58, n. 7, p. 926-934, 2005.

DJANKOV, Simeon *et al.* The law and economics of self-dealing. **Journal of Financial Economics**, v. 88, n. 3, p. 430-465, 2008.

DOIDGE, Craig. US cross-listings and the private benefits of control: evidence from dual-class firms. **Journal of Financial Economics**, v. 72, n. 3, p. 519-553, 2004.

DORFF, Michael B. The group dynamics theory of executive compensation. **Cardozo Law Review**, v. 28, n. 5, p. 2025-2082, 2007.

DURNEV, Art; KIM, E. Han. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 6, p. 1461-1493, 2005.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 2, p. 537-600, 2004.

ESTETER, Bruno. **A influência de selos de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a reação do mercado a anúncios de investimentos estratégicos das empresas: um estudo de evento**. São Paulo, 2012. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, Universidade Mackenzie.

FACCIO, Mara; LANG, Larry H. P. The ultimate ownership of Western European corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 5, n. 3, p. 365-395, 2002.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-327, 1983.

FRACASSI, Cesare; TATE, Geoffrey. External networking and internal firm governance. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 1, p. 163-194, 2012.

FURUTA, Fernanda. **A relação das características das empresas com a adoção do comitê de auditoria x conselho fiscal adaptado**. São Paulo, 2010. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

GASPAR, José-Miguel; MASSA, Massimo; MATOS, Pedro. Shareholder investment horizons and the market for corporate control. **Journal of Financial Economics**, v. 76, n. 1, p. 135-165, 2005.

GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy; METRICK, Andrew. Extreme governance: an analysis of dual-class firms in the United States. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 3, p. 1051-1088, 2010.

GORANOVA, Maria; DHARWADKAR, Ravi; BRANDES, Pamela. Owners on both sides of the deal: mergers and acquisitions and overlapping institutional ownership. **Strategic Management Journal**, v. 31, n. 10, p. 1114-1135, 2010.

GRIFFIN, Dale W.; DUNNING, David; ROSS, Lee. The role of construal processes in overconfident predictions about the self and others. **Journal of Personality and Social Psychology**, v. 74, n. 6, p. 1464-1480, 1990.

GUBBI, Sathyajit R. *et al.* Do international acquisitions by emerging-economy firms create shareholder value? The case of Indian firms. **Journal of International Business Studies**, v. 41, n. 3, p. 397-418, 2010.

HAMBRICK, Donald C.; MASON, Phyllis. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers. **The Academy of Management Review**, v. 9, n. 1, p. 193-206, 1984.

HANSON, Robert C.; SONG, Moon H. Ownership structure and managerial incentives: the evidence from acquisitions by dual class firms. **Journal of Business, Finance & Accounting**, v. 23, n. 5-6, p. 831-849, 1996.

HARFORD, Jarrad; HUMPHERY-JENNER, Mark; POWELL, Ronan. The sources of value destruction in acquisitions by entrenched managers. **Journal of Financial Economics**, v. 106, n. 2, p. 247-261, 2012.

HARRISON, David A.; KLEIN, Katherine J. What's the difference? Diversity constructs as separation, variety, or disparity in organizations. **Academy of Management Review**, v. 32, n. 4, p. 1199-1228, 2007.

HAYWARD, Mathew L. A.; SHEPHERD, Dean A.; GRIFFIN, Dale. A Hubris Theory of Entrepreneurship. **Management Science**, v. 52, n. 2, p. 160-172, 2006.

HEATON, James B. Managerial optimism and corporate finance. **Financial Management**, v. 31, n. 2, p. 33-45, 2002.

HOLDERNESS, Clifford G.; SHEEHAN, Dennis P. The role of majority shareholders in publicly held corporations: an exploratory analysis. **Journal do Financial Economics**, v. 20, n. 1, p. 317-346, 1988.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Governança corporativa em empresas de controle familiar: casos de destaque no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2007.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 31 maio 2012.

JANIS, Irving L. **Groupthink: psychological studies of policy decisions and fiascos**. 2nd ed. Boston: Houghton Mifflin, 1982.

JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, Michael C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 3, 1993.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-

360, 1976.

JOHNSON, Scott G.; SCHNATTERLY, Karen; HILL, Aaron D. Board composition beyond independence: social capital, human capital, and demographics. **Journal of Management**, v. 39, n. 1, p. 232-262, 2013.

JOHNSON, Simon *et al.* Tunneling. **The American Economic Review**, v. 90, n. 2, p. 22-27, 2000.

JPMORGAN. **Depository receipts: reference guide**. Disponível em: <<https://www.adr.com/Library/Overview>>. Acesso em: 29 jun. 2012.

KAHNEMAN, Daniel; LOVALLO, Dan. Timid choices and bold forecasts: a cognitive perspective on risk taking. **Management Science**, v. 39, n. 1, p. 17-31, 1993.

KAYO, Eduardo K. **Intangibilidade e criação de valor: três estudos sobre as conexões entre Finanças e Estratégia**. São Paulo, 2007. Tese (Livre Docência em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

KAYO, Eduardo K.; PATROCÍNIO, Maurício R.; MARTIN, Diógenes M. L. Intangibilidade e criação de valor em aquisições: o papel moderador do endividamento. **Revista de Administração da USP (RAUSP)**, v. 44, n.1, p. 59-69, 2009.

KLAPPER, Leora F.; LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

KROLL, Mark; WALTERS, Bruce A.; WRIGHT, Peter. Board vigilance, director experience, and corporate outcomes. **Strategic Management Journal**, v. 29, n. 4, p. 363-382, 2008.

KROLL, Mark *et al.* Form of control: a critical determinant of acquisition performance and CEO rewards. **Strategic Management Journal**, v. 18, n. 2, p. 85-96, 1997.

LANG, Larry H. P.; STULZ, René M.; WALKLING, Ralph A. A test of the free cash flow hypothesis: the case of bidder returns. **Journal of Financial Economics**, v. 29, n. 2, p. 315-335, 1991.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, Rafael *et al.* Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael *et al.* Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1, p. 3-27, 2000.

LA PORTA, Rafael *et al.* Investor protection and corporate valuation. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

LEAL, Ricardo. P. C. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração da USP (RAUSP)**, v. 39, n. 4, p. 327-337, 2004.

LEAL, Ricardo P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, André L. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). **Inter-American Development Bank Research Network Working Paper**, n. R-514, Out. 2005. Disponível em: http://www.iadb.org/research/pub_desc.cfm?pub_id=R-514>. Acesso em: 13 dez. 2010.

LEAL, Ricardo P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, André L. Controlling shareholders and corporate valuation in Brazil. **Corporate Ownership & Control**, v. 3, n. 2, p. 137-141, 2006.

LEAL, Ricardo. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, André L.; VALADARES, Silvia M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LESLIE, Melanie B. The wisdom of crowds? Groupthink and nonprofit governance. **Florida Law Review**, v. 62, n. 5, p. 1179-1226, 2010.

LEWELLEN, Wilbur; LODERER, Claudio; ROSENFELD, Ahron. Merger decisions and executive stock ownership in acquiring firms. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, n. 1-3, p. 209-231, 1985.

LINS, Karl. Equity ownership and firm value in Emerging Markets. **Journal of Financial & Quantitative Analysis**, v. 38, n. 1, p. 159-154, 2003.

MACKINLAY, A. Craig. Event studies in economics and finance. **Journal of Economic Literature**, v. 35, n. 1, p. 13-39, 1997.

MALMENDIER, Ulrike; TATE, Geoffrey. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. **Journal of Financial Economics**, v. 89, n. 1, p. 20-43, 2008.

MANNE, Henry. Mergers and the market for corporate control. **Journal of Political Economy**, v. 73, n. 2, p. 110-120, 1965.

MASULIS, Ronald; WANG, Cong; XIE, Fei. Corporate governance and acquirer returns. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 4, p. 1851-1889, 2007.

MASULIS, Ronald; WANG, Cong; XIE, Fei. Agency problems at dual-class companies.

Journal of Finance, v. 64, n. 4, p. 1697-1727, 2009.

MCWILLIAMS, Abigail; SIEGEL, Donald. Event studies in management research: theoretical and empirical issues. **Academy of Management Journal**, v. 40, n. 3, p. 626-657, 1997.

MOELLER, Sara; SCHLINGEMANN, Frederik P.; STULZ, René M. Firm size and the gains from acquisitions. **Journal of Financial Economics**, v. 73, n. 2, p. 201-228, 2004.

MORCK, Randall. Behavioral Finance in Corporate Governance: Economics and the Ethics of the Devil's Advocate. **Journal of Management and Governance**, v. 12, n. 2, p. 179-200, 2008.

MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1, p. 293-315, 1988.

MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Do managerial objectives drive bad acquisitions? **The Journal of Finance**, v. 45, n. 1, p. 31-48, 1990.

NARDI, Roberto Y. S. **Criação de valor em fusões e aquisições: a influência do sentimento de mercado**. São Paulo, 2012. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

NENOVA, Tatiana. The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 68, n. 3, p. 325-351, 2003.

ODA, Patrícia. **Transações com partes relacionadas, governança corporativa e desempenho: um estudo com dados em painel**. São Paulo, 2011. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

OKIMURA, Rodrigo T.; SILVEIRA, Alexandre Di M. da; ROCHA, Keyler C. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea Eletrônica (RAC-e)**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.

OLIVEIRA NETO, Luis E. de. **O impacto das decisões de investimentos estratégicos sobre o valor de mercado das empresas quando tomadas por gestores otimistas e excessivamente confiantes**. São Paulo, 2011. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, Universidade Mackenzie.

PATROCÍNIO, Maurício R.; KAYO, Eduardo K.; KIMURA, Herbert. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. **Revista de**

Administração da USP (RAUSP), v. 42, n. 2, p. 205-215, 2007.

PAUL, Donna L. Board Composition and Corrective Action: Evidence from Corporate Responses to Bad Acquisition Bids. **Journal of Financial & Quantitative Analysis**, v. 42, n. 3, p. 759-784, 2007.

PETERSEN, Mitchell A. Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches. **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 1, p. 435-480, 2009.

PETRY, Glenn; SETTLE, John. Relationship of takeover gains to the stake of managers in the acquiring firm. **Journal of Economics and Business**, v. 43, n. 2, p. 99-114, 1991.

PINHEIRO, Douglas B.; CARVALHO, Antonio G. de. Efeitos da estabilização de preços sobre os retornos de curto prazo dos IPOs. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 9, n. 4, p. 489-520, 2011.

ROLL, Richard. The hubris hypothesis of corporate takeovers. **The Journal of Business**, v. 59, n. 2, p. 197-216, 1986.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di M. da. The Relevance of Tag along Rights and Identity of Controlling Shareholders for the Price Spreads between Dual-Class Shares: the Brazilian Case. **Brazilian Administration Review**, v. 7, n. 1, p. 1-21, 2010.

SETH, Anju. Value creation in acquisitions: a reexamination of performance issues. **Strategic Management Journal**, v.11, n. 2, p. 99-115, 1990a.

SETH, Anju. Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation. **Strategic Management Journal**, v.11, n. 6, p. 431-446, 1990b.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Value maximization and the acquisition process. **Journal of Economic Perspectives**, v. 2, n. 1, p. 7-20, 1988.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Managerial entrenchment: the case of manager-specific investments. **Journal of Financial Economics**, v. 25, n. 1, p. 123-139, 1989.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SIEGEL, Sidney; CASTELLAN JR., N. John. **Estatística não-paramétrica para ciências do comportamento**. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2006.

SILVEIRA, Alexandre Di M. da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo, 2004. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração,

Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, Alexandre Di M. da. **Governança corporativa no Brasil e no Mundo: teoria e prática**. Elsevier: Rio de Janeiro, 2010.

SILVEIRA, Alexandre Di M. da. Corporate Scandals of the 21st Century: limitations of mainstream corporate governance literature and the need for a new behavioral approach. **Social Science Research Network (SSRN)**, 2013. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2181705>>. Acesso em: 15 abr. 2013.

SILVEIRA, Alexandre Di M. da; BARROS, Lucas A. B. de C. Who is the boss for major decisions? Chairmen not CEOs as powerful leaders. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 11., 2011, São Paulo. **Anais ...** São Paulo: SBFIN, 2011. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/11EBF/schedConf/presentations>>. Acesso em: 15 abr. 2013.

SILVEIRA, Alexandre Di M. da; BARROS, Lucas A. B. de C. Concentration of power and corporate performance variability. **Social Science Research Network (SRNN)**, 2013. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2225355>>. Acesso em: 15 abr. 2013.

SILVEIRA, Alexandre Di M. da; BARROS, Lucas A. B. de C.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas (RAE)**, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003.

SILVEIRA, Alexandre Di M. da; BARROS, Lucas A. B. de C.; FAMÁ, Rubens. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas (RAE)**, v. 48, n. 2, p. 51-66, 2008.

SILVEIRA, Alexandre Di M. da; DIAS JR., Armando L. What is the impact of bad governance practices in a concentrated ownership environment? **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 7, n. 1, p. 70-91, 2010.

SILVEIRA, Alexandre Di M. da; PRADO, Viviane M.; SASSO, Rafael. Transações com partes relacionadas: estratégias jurídicas e relação com a governança corporativa e valor das empresas no Brasil. **Centro de Estudos em Governança Corporativa (CEG)**, Working Paper 02, 2009. Disponível em: <http://www.ceg.org.br/biblioteca/working_papers.aspx>. Acesso em: 05 jul. 2012.

SILVEIRA, Alexandre Di M. da *et al.* Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração da USP (RAUSP)**, v.39, n.4, p.362-372, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di M. da *et al.* Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **Revista de Administração da USP (RAUSP)**, v. 44, n. 3, p.

173-179, 2009.

SILVEIRA, Alexandre Di M. da *et al.* Endogeneity of Brazilian corporate governance quality determinants. **Corporate Governance**, v. 10, n. 2, p. 191-202, 2010.

SIMÕES, Mario D. *et al.* Assessment of market efficiency in Argentina, Brazil and Chile: an event study of mergers and acquisitions. **Brazilian Administration Review (BAR)**, v. 9, n. 2, p. 229-245, 2012.

SLUSKY, Alexander R.; CAVES, Richard E. Synergy, agency, and the determinants of premia paid in mergers. **The Journal of Industrial Economics**, v. 39, n. 3, p. 277-296, 1991.

SNIEZEK, Janet A.; HENRY, Rebecca A. Accuracy and confidence in group judgement. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, v. 43, n. 1, p. 1-28, 1989.

SUBRAHMANYAM, Avanidhar. Social networks and corporate governance. **European Financial Management**, v. 14, n. 4, p. 633-662, 2008.

SUBRAHMANYAM, Vijaya; RANGAN, Nanda; ROSENSTEIN, Stuart. The role of outside directors in bank acquisitions. **Financial Management**, v. 26, n. 3, p. 23-46, 1997.

TERRA, Paulo R. S. Are leverage and debt maturity complements or substitutes? Evidences from Latin America. **Revista Mackenzie de Administração**, v. 10, n. 6, p. 4-24, 2009.

TRAVLOS, Nickolaos. Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns. **The Journal of Finance**, v. 42, n. 4, p. 943-963, 1987.

UNITED STATES OF AMERICA. Securities and Exchange Commission (SEC). **Proxy disclosure enhancements (final rule – release 33-9089), de 16 de dezembro de 2009**. Disponível em: <<http://www.sec.gov/rules/final/finalarchive/finalarchive2009.shtml>>. Acesso em: 12 dez. 2013.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à Econometria: uma abordagem moderna**. 4. Ed. Cengage Learning: São Paulo, 2010.

WRIGHT, Peter *et al.* The structure of ownership and corporate acquisition strategies. **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 1, p. 41-53, Jan. 2002.

YOU, Victor *et al.* Mergers and bidders' wealth: managerial and strategic factors In: THOMAS, L. G. (Org.). **The economics of strategic planning: essays in honor of Joel Dean**. Lexington: Lexington Books, 1986 *apud* SLUSKY, Alexander R.; CAVES, Richard E. Synergy, agency, and the determinants of premia paid in mergers. **The Journal of Industrial Economics**, v. 39, n. 3, p. 277-296, 1991.

APÊNDICES

**APÊNDICE 1 - DESEMPENHO DO BRASIL EM INDICADORES DE PROTEÇÃO
LEGAL E EXTRALEGAL DOS INVESTIDORES**

**APÊNDICE 2 - ESTATÍSTICAS DE ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE
AO REDOR DO MUNDO**

APÊNDICE 1 - DESEMPENHO DO BRASIL EM INDICADORES DE PROTEÇÃO LEGAL E EXTRALEGAL DOS INVESTIDORES

La Porta *et al.* (1998) apresentam dados sobre a proteção legal dos investidores em 49 países. O Brasil ficou na média no que se refere à proteção dos acionistas e abaixo da média nos direitos dos credores. O país também ficou abaixo da média em indicadores relacionados com a qualidade das demonstrações contábeis e com a aplicação da lei (*enforcement*). Carvalho (2002, p. 32) analisou os dados de La Porta *et al.* (1998) e concluiu que a proteção do investidor minoritário é baixa no Brasil.

Djankov *et al.* (2008) desenvolveram um índice de proteção legal dos acionistas minoritários, o *anti-self-dealing index* (índice anti-autonegociação). Segundo Bebchuk e Hamdani (2009, p. 1280), trata-se de um indicador mais adequado para a avaliação da proteção dos acionistas minoritários em ambientes em que as empresas contam com controlador. O Brasil também apresenta fraco desempenho em tal índice: 0,29, contra uma média de 0,44 para 72 países. O Equador obteve a pior pontuação, com 0,08; e Cingapura obteve a pontuação máxima, 1,0.

Estudo realizado por Dyck e Zingales (2004) também mostra que o Brasil apresenta baixo desempenho em métricas ligadas a mecanismos extralegais que podem restringir o comportamento oportunista dos controladores, como a pressão da mídia e o *enforcement* da legislação tributária. Os autores usaram dados de 39 países. Em todos os indicadores com dados disponíveis para o Brasil, o país ficou abaixo da média (ou acima, quando a maior pontuação indicava menor proteção extralegal).

APÊNDICE 2 – ESTATÍSTICAS DE ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE AO REDOR DO MUNDO

No Brasil, a legislação permite a separação dos direitos de voto da propriedade por meio da emissão de ações sem direito a voto e tal prática é comum (LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005, p. 19; NENOVA, 2003, p. 328). Empresas que abriram o capital antes da Lei 10.303/2001 podem ter até dois terços do capital na forma de ações preferenciais sem direito a voto; para as que abriram o capital após a publicação de tal Lei, o limite é de cinquenta por cento (CARVALHAL-DA-SILVA, 2006, p. 47).

A emissão de ações sem direito a voto, eventualmente somada a outros mecanismos, como as estruturas piramidais de controle, leva o país a ter estatísticas de concentração do controle e de separação entre controle e propriedade que se destacam internacionalmente.

Na amostra de 18 países emergentes de Lins (2003), o Brasil tem a mais elevada média de votos concentrados em acionistas com mais de 5% de participação em tais direitos.

Faccio e Lang (2002), com dados de 1996 a 1999 de 11 países da Europa Continental⁶⁵, apresentam o percentual detido pelo maior acionista, considerando as participações indiretas. De acordo com tais dados, a Áustria é o país com maior concentração dos votos, com uma mediana de 54,7%, e da propriedade, com uma mediana de 50,0%. A Suíça apresentou a maior relação direitos de voto / direitos de propriedade, com uma mediana de 1,20.

Claessens, Djankov e Lang (2000) fazem o mesmo tipo de análise com dados de 1996 de empresas localizadas em 9 países do Leste Asiático. A Tailândia foi o país com maior concentração dos votos e da propriedade nas mãos do maior acionista: medianas de 39,5% e 30,0%, respectivamente. O país com maior relação direitos de voto / direitos de propriedade é o Japão, com uma mediana de 1,67. Todavia, o Japão é o país da amostra com menor concentração dos votos e da propriedade. O segundo país com maior relação direitos de voto / direitos de propriedade é Cingapura, com uma mediana de 1,25.

Leal e Carvalhal-da-Silva (2006) apresentam dados de 2002 para o Brasil. As medianas para

⁶⁵ Os autores apresentam, também, dados da Irlanda e do Reino Unido. Tais dados não foram considerados na análise pelo fato de os países terem maior dispersão acionária.

as variáveis de estrutura de propriedade do maior acionista, considerando as participações indiretas, são: 67,5% para os direitos de voto, 35,5% para os de propriedade e 1,67 para a relação direitos de voto sobre direitos de propriedade.

Como já ressaltado no texto da tese, é importante relatar que as estatísticas brasileiras devem ter sido reduzidas nos últimos anos com o aumento de empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa, que não permite a emissão de ações sem direito a voto.