UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
ESCOLA DE ENGENHARIA DE SÃO CARLOS
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO

NASARÉ VIEIRA NOGUEIRA

Efeitos da estrutura de propriedade na decisão de fusões e aquisições

São Carlos
2017

NASARÉ VIEIRA NOGUEIRA

Efeitos da estrutura de propriedade na decisão de fusões e aquisições

Dissertação apresentada à Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo, como parte dos requisitos para o exame de Qualificação do Programa de Mestrado em Engenharia de Produção.

Orientador: Prof. Dr. Luiz Ricardo Kabbach de Castro

São Carlos
2017

AUTORIZO A REPRODUÇÃO TOTAL OU PARCIAL DESTA TRABALHO, POR QUALQUER MEIO CONVENCIONAL OU ELETRÔNICO, PARA FINS DE ESTUDO E PESQUISA, DESDE QUE CITADA A FONTE.

N774e Nogueira, Nasare Vieira
Efeitos da estrutura de propriedade na decisão de fusões e aquisições / Nasare Vieira Nogueira; orientador Luiz Ricardo Kabbach de Castro. São Carlos, 2017.

Dissertação (Mestrado) - Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção e Área de Concentração em Economia, Organizações e Gestão Conhecimento -- Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo, 2017.

1. estrutura de propriedade. 2. fusão e aquisição.
3. governança corporativa. I. Título.

FOLHA DE JULGAMENTO

Candidata: Bacharel **NASARÉ VIEIRA NOGUEIRA**.

Título da dissertação: "Efeitos da estrutura de propriedade na decisão de fusões e aquisições".

Data da defesa: 06/10/2017.

Comissão Julgadora:

Resultado:

Prof. Associado **Aquiles Elie Guimarães Kalatzis**
(Presidente designado)
(Escola de Engenharia de São Carlos/EESC)

Aprovado

Profa. Dra. **Aline Damasceno Pellicani**
(Centro Universitário Herminio Ometto/UNIARARAS)

Aprovado

Profa. Dra. **Elizabeth Krauter**
(Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto/FEARP-USP)

Aprovado

Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção:
Prof. Associado **Aldo Roberto Ometto**

Presidente da Comissão de Pós-Graduação:
Prof. Associado **Luís Fernando Costa Alberto**

*“Dizem que na vida quem perde o telhado ganha as estrelas. É assim mesmo. Às vezes
você perde o que não queria e conquista o que nunca imaginou”.*

Autor desconhecido

AGRADECIMENTOS

Agradeço:

Ao meu orientador Dr. Luiz Ricardo Kabbach de Castro pelo apoio e incentivos constantes ao longo de todo mestrado. Seu conhecimento e experiência me permitiram explorar novos horizontes;

Aos meus pais, Décio e Marley, pelos exemplos e ensinamentos que foram determinantes para formação dos meus princípios e valores morais;

Ao meu marido Luiz Francisco e meu filho Miguel por estarem ao meu lado neste novo desafio;

À minha irmã Cristina pelo elo que nos fortalece e pela valorização sempre entusiasta que depositou na minha capacidade;

À minha sogra Maria Lygia por sempre me apoiar e motivar em suas palavras e orações;

À Déborah Santos pela amizade que começamos e pelo acolhimento durante o período que estudei em São Paulo;

Aos Professores MSc. Paula Roberta Velho, Valdemar Azolini (*in memoriam*) e Eduardo Róis Morales Alves que foram responsáveis pelo meu ingresso na vida acadêmica;

Ao Professor Dr. Somnath Lahiri que com poucas palavras me mostrou como deveria administrar o tempo e garantir bons resultados;

Ao Professor Dr. Frederico Turolla pela oportunidade que me concedeu de participar de disciplinas na ESPM, permitindo enriquecer meu conhecimento;

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) pela concessão da bolsa para realização deste mestrado;

E, por fim e principalmente, agradeço à Deus e às abençoadas voltas que a vida dá.

Com todos vocês e com outras pessoas (professores e colegas) que aqui não mencionei, mas que também contribuíram para que essa dissertação fosse realizada, divido a alegria da conclusão dessa minha experiência.

NOGUEIRA, N.V. (2017). **EFEITOS DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE NA DECISÃO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES**. p. 69. Dissertação (Mestrado) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2017.

RESUMO

Este estudo analisa os efeitos da estrutura de propriedade (concentração e tipologia do maior acionista) nas decisões de fusões e aquisições (M&A) em 429 empresas brasileiras, não financeiras, de capital aberto, listadas na BM&FBovespa, entre os anos de 1998 e 2007. Os resultados apontam que quanto maior a concentração de propriedade do maior acionista, menor a probabilidade de ocorrência de uma transação de M&A. Os resultados das análises também evidenciam uma diferença significativa no comportamento de diferentes acionistas controladores na probabilidade de participarem em uma transação de M&A. Este estudo apresenta implicações tanto na gestão de empresas como para investidores externos, já que apontam um efeito significativo tanto do nível de concentração como da tipologia do maior acionista na decisão de M&A, que serão discutidos em mais detalhe ao longo do trabalho.

Palavras-Chaves: estrutura de propriedade, fusão e aquisição, governança corporativa.

NOGUEIRA, N.V. (2017). **EFFECTS OF THE OWNERSHIP STRUCTURE IN MERGERS AND ACQUISITIONS DECISIONS.** p. 69. Dissertação (Mestrado) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2017.

ABSTRACT

This study analyzes the effects of the ownership structure (concentration and typology of the largest shareholder) on merger and acquisition (M&A) decisions in 429 Brazilian non-financial companies, listed on BM&FBovespa, between 1998 and 2007. The results show that the larger the ownership concentration of the majority shareholder, the lower the likelihood of an M&A transaction. The results also show a significant difference in the behavior across different controlling shareholders in pursuing an M&A transaction. This study has implications for both, management and investors, since they point to a significant effect of both the level of concentration and the typology of the largest shareholder in the M&A decision, which will be discussed.

Keywords: ownership, mergers and acquisitions, corporate governance.

LISTA DE ABREVIATURAS

CVM	Comissão de Valores Mobiliários
M&A	Fusão e Aquisição
IED	Investimento Estrangeiro Direto
UNCTAD	Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Relação entre a variável latente y^* e a probabilidade de ocorrência de uma M&A ($\Pr(y=1)$) do modelo de regressão binária (LONG e FREEZE, 2001: 101).	53
---	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Síntese de todas as variáveis utilizadas no estudo.....	45
Tabela 2 - Probabilidades transitórias	46
Tabela 3 - Comportamento das M&As pelo tipo de controlador	46
Tabela 4 - Índice de variação da variável correspondente ao número de M&As.....	47
Tabela 5 - Total de ocorrências de M&As por setor de atividade	49
Tabela 6 - Estatística descritiva e tabela de correlações.....	51
Tabela 7 - Resultado das estimações	57

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	13
2. REVISÃO DE LITERATURA E HIPÓTESES DE ESTUDO	17
2.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES	17
2.2 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E GOVERNANÇA CORPORATIVA	22
2.3 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	30
2.3.1 Controlador Familiar	32
2.3.2 Controlador Estatal	36
2.3.3 Controlador Institucional	39
3. METODOLOGIA.....	42
3.1 AMOSTRA.....	42
3.2 MÉTODO DE COLETA DOS DADOS	43
3.3 VARIÁVEIS UTILIZADAS	43
3.3.1 Variável dependente.....	43
3.3.2 Variáveis Independentes	44
3.3.3 Variáveis de Controle.....	45
3.4 ANÁLISE DESCRITIVA	46
3.5 ESTRATÉGIA DE ESTIMAÇÃO	51
4. RESULTADOS	54
5. DISCUSSÃO E CONCLUSÃO	57
REFERÊNCIAS	61

1. INTRODUÇÃO

Em estratégia corporativa, as decisões que envolvem operações de Fusão e Aquisição (M&A) entre empresas é um tema amplamente debatido, particularmente quando se trata dos resultados econômicos destas operações (HITT *et al.*, 2012). Nesse sentido, questões básicas como por que uma empresa escolhe outra para se fundir ou comprar e como isso acontece, são naturalmente levantadas, tendo em vista que, além da possibilidade dessas operações utilizarem mais recursos, tempo e esforços do que o planejado, são operações complexas realizadas sob elevado grau de incerteza quanto à geração de resultados econômicos futuros (ROSS; WESTERFIELD e JAFFE, 2002).

Apesar dessas incertezas, esse tipo de estratégia tem conduzido muitas empresas a se fundirem à concorrência doméstica ou internacional (JEMISON e SITIKIN, 1986) em virtude do elevado potencial que essas operações prometem alcançar quando se trata de vantagens competitivas obtidas pela soma do valor das empresas combinadas por meio de sinergias financeiras, operacionais ou gerenciais (ROSS; WESTERFIELD e JAFFE, 2002).

As raízes históricas desse tipo de transação remontam ao período entre 1555 e 1601 como um modelo de negócio projetado para encorajar o investimento de capital em empreendimentos potencialmente arriscados. Entretanto, somente no início do século XX foram divulgadas informações detalhadas sobre essas operações, concentradas principalmente nos Estados Unidos (GAUGHAN, 2015).

Ainda de acordo com o autor, a combinação de transformações econômicas, regulatórias e tecnológicas foram as principais razões que levaram às empresas a recorrerem às M&As como uma forma eficiente de aumento de produtividade. Foi no período entre a década de 1890 e início dos anos 1900 que as M&As começaram a ocorrer sob forma de ondas cíclicas entre altos e baixos níveis de operações variando de acordo com o ritmo da economia.

A partir da década de 1990, o volume de operações de M&As já não estava mais concentrado nos Estados Unidos e sim disperso em outros países da Europa, Ásia, América do Sul e Central. Na década de 2000, com a rápida expansão dos países em

desenvolvimento, a participação dos mercados emergentes nessas operações tornou-se mais proeminente.

Segundo dados divulgados no Relatório de Investimentos Mundiais da Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD), em 2015 as M&As foram consideradas o principal fator por trás da recuperação econômica global e do aumento da integração do mercado mundial, totalizando US\$ 721 bilhões contra US\$ 432 bilhões obtidos em 2014, dos quais, aproximadamente, 12% desse valor envolveram empresas de países emergentes, incluindo o Brasil.

Em termos gerais, a contribuição dessas transações sobre o total global de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) atingiu 41%. Essas aquisições foram impulsionadas em parte pela reconfiguração das mudanças legais relativas à estrutura de propriedade e controle, concedidas às empresas estrangeiras, no sentido de proporcionar menor restrição e maior flexibilização dos procedimentos de entrada de investidores estrangeiros (UNCTAD, 2016).

Todavia, os fluxos de IED ainda se concentram em um pequeno número de países, devido à diversos fatores de origem política e econômica, como, por exemplo: modelos regulatórios deficientes; fraco ambiente de negócios e oportunidades; fraca política de incentivos; estruturas institucionais precárias; acesso limitado ao mercado; falta de estabilidade política e custos comparativamente desfavoráveis (UNCTAD, 2009).

Classificadas com base na sua função econômica e na forma como resultará a combinação das empresas integrantes do negócio, a grande maioria das tipologias de M&As se concentra nas estratégias pré-aquisição e pós-operação, sendo que na literatura, as horizontais, as verticais, por extensão do produto, por extensão do mercado e os conglomerados são as mais referenciadas (ANGWIN, 2012).

Quanto à geração de valor, existe falta de consenso entre as evidências empíricas de que essas operações gerem de fato valor para os acionistas (BARNEY e HESTERLY, 2007), pois o objetivo de uma M&A pode estar vinculado apenas à maximização da utilidade gerencial (ANGWIN, 2012).

Dentro deste contexto, **este trabalho tem por objetivo analisar a influência da estrutura de propriedade sob a perspectiva do maior acionista último, tanto em**

relação ao nível de concentração dos direitos de voto como em relação à sua tipologia nas decisões de M&As.

Para desenvolvimento das hipóteses de investigação foi necessário recorrer a uma literatura que integrasse os elementos da estrutura de propriedade e o posicionamento da empresa quanto à estratégia de M&A. A partir de então, tomou-se como base a teoria da agência, considerando que seu principal pressuposto está relacionado à existência de conflitos de interesses entre quem tem o poder de decisão e quem tem o poder de propriedade quanto ao futuro da empresa.

Ademais, a teoria da agência também possibilita a combinação de outras perspectivas complementares como a distinção entre os tipos dos acionistas controladores últimos (familiar, estatal ou investidor institucional), tendo em vista que, no caso das empresas listadas em bolsa, tanto o grau de concentração como a identidade do proprietário são fatores determinantes para explicar o posicionamento da empresa como adquirente ou adquirida (CAPRIO; CROCI e DEL GIUDICE, 2011).

Neste sentido, com o objetivo de responder à pergunta de pesquisa, qual seja, como a estrutura de propriedade afeta a propensão às atividades de M&As, utilizamos um modelo de regressão logística em dados em painel, tratado com efeitos aleatórios, representado pelas empresas brasileiras, não financeiras, listadas na BM&FBovespa, no período de 1998 a 2007.

Os resultados apontam que sob o ponto de vista da concentração acionária e da identidade do controlador, as empresas brasileiras são altamente concentradas e na sua maioria familiares. Essas características estão negativamente relacionadas à prática de M&A, uma vez que grande parte das empresas familiares, relutam em adotar mecanismos que reduzam o seu controle ou que concedam transferência de poder para terceiros, com medo da influência que eles podem ter nos negócios e nas decisões estratégicas.

Adicionalmente, encontramos um efeito significativo e negativo da concentração de direitos de voto e a propensão de transações de M&A. Em parte, esses resultados demonstram a importância de entender o comportamento dos acionistas controladores antes de inferir sobre outros aspectos determinantes que a literatura de M&A costuma colocar como fundamentais na hora de explicar as decisões de M&A em empresas de capital aberto.

A importância desse trabalho reflete na realidade brasileira onde, de acordo com Caixe e Krauter (2013), o modelo de governança corporativa é caracterizado por elevada concentração na sua estrutura societária e que, em geral, culmina na sobreposição da propriedade e da administração das companhias. Ademais, as empresas brasileiras tendem a se agruparem em grupos econômicos piramidais (LAZZARINI, 2011), permeadas por traços de informalidade, cordialidade e protecionismo (TANURE e CANÇADO, 2005).

Como um país emergente, o Brasil é composto por empresas com alto grau de controle familiar (JEMISON e SITIKIN, 1986), instituições fracas que dão origem à elevados níveis de corrupção e favorecimentos entre empresas ligadas (BROCKMAN; RUI e ZOU, 2013) e somente despontou para as operações de fusões e aquisições a partir do processo de liberação econômica ocorrido na década de 2000 (GAUGHAN, 2015), estimulado principalmente pela desregulamentação dos mercados locais, por programas de privatização e elevado acirramento internacional (ROSSETTI, 2001).

Muitas das características, acima mencionadas, foram influenciadas pela própria formação industrial brasileira, ocorrida entre as décadas de 1930 e 1980, quando as importações foram dificultadas por barreiras tarifárias e de entrada, incentivando os investimentos de capital estrangeiro e doméstico. Com isso, as indústrias apresentavam um alto retorno sobre o capital, favorecendo um modelo de oligopólio. Tais modelos mantiveram altos níveis de concentração nas mãos de subsidiárias multinacionais, empresas estatais e empresas privadas com controle familiar, provocando forte efeito na reconfiguração de propriedade das indústrias brasileiras (AGUILERA *et al.*, 2011).

Este estudo apresenta contribuições tanto para literatura de governança e estratégia como para a gestão de empresas no contexto brasileiro. No ponto de vista teórico, uma hipótese comumente utilizada para explicar as decisões de M&A derivada da teoria de agência é a chamada “*managerial hubris*”, na qual os gestores tendem a adquirir novas empresas para aumentar seu tamanho e, como consequência, aumentar seus salários e benefícios. Segundo os resultados deste estudo, no Brasil, nos parece que esta hipótese está descartada, uma vez que o alto grau de concentração de propriedade e a tipologia do acionista controlador parecem ser o ponto central na decisão de M&A, já controlando por outras hipóteses alternativas, como tamanho, investimento, oportunidades de crescimento e governança corporativa.

Com isso, este trabalho permite afirmar que a teoria de agência como desenvolvida por Jensen e Meckling (1976) e Jensen (1986) para o contexto institucional norte-americano, parece não explicar as decisões de M&A no contexto de um país emergente com alta concentração de propriedade, como o Brasil.

Em segundo lugar, do ponto de vista prático, os resultados deste estudo servem como uma alerta para futuros investidores sobre a fragilidade que as características das empresas brasileiras têm quanto à posição da estratégia de crescimento por meio de M&A. Isso porque, observou-se que o acionista controlador (como é o caso da maioria das empresas brasileiras) possui forte influência nas deliberações das assembleias e do conselho de administração da empresa, afetando a propensão a transações de M&A conforme seu perfil, familiar, estatal, ou estrangeiro.

Nesse caso, para aqueles investidores que tenham determinada preferência de investimento, como por exemplo investidores que utilizam o princípio da diversificação (portfólio) para potencializar suas carteiras de investimentos e estão interessados em empresas com menor probabilidade de M&A (FAMA, 1980), estas constatações permitem identificar a relação risco-retorno, ajudando-os na escolha entre as empresas do tipo familiar ou estatal.

O texto está organizado da seguinte forma: nesta introdução apresentamos brevemente o contexto de pesquisa, objetivo, desenvolvimento da pesquisa, resultados encontrados e principais contribuições do estudo. Na seção 2, fazemos uma revisão de literatura e apresentamos as hipóteses de estudo. Em seguida, discutimos a estratégia de identificação, incluindo uma descrição da amostra, das variáveis e dos modelos de estimação utilizados. Na seção 4, discutimos os resultados do estudo. Por fim, seção 5, concluímos apresentando as limitações do trabalho e considerações finais.

2. REVISÃO DE LITERATURA E HIPÓTESES DE ESTUDO

2.1 Fusões e Aquisições

Há muito tempo que as empresas se utilizam de fusões e aquisições como uma alternativa eficiente de alcançar seus objetivos de integração e diversificação (BARNEY

e HESTERLY, 1997), porém, nas últimas décadas, com a expansão da economia mundial e o acirramento da concorrência, essas atividades apresentaram um volume de operações sem precedentes (GHAUGAN, 2015), favorecendo massivamente essas operações entre as economias emergentes (DENG e YANG, 2015).

Influenciadas pelas condições políticas e econômicas vigentes à época, as M&As representaram em 2014, 1% do total global de Investimentos Estrangeiros Diretos (UNCTAD, 2016), sendo que as economias mais avançadas são tradicionalmente representadas pela maioria desses investimentos (KOERNIARDI; KRISHNAMURTI e TOURANI-RAD, 2015).

Embora o termo M&A seja usado de forma associada, não são considerados sinônimos (BARNEY e HESTERLY, 2007).

Em termos econômicos, são três as formas legais básicas que descrevem essas operações: fusão ou consolidação, aquisições de ações e aquisições de ativos. A fusão diz respeito à absorção de uma empresa por outra onde a empresa adquirente mantém o seu nome e sua identidade enquanto que a absorvida deixa de existir como uma entidade empresarial separada. Na consolidação o objetivo é o mesmo, exceto, que as organizações iniciais desaparecem e uma empresa inteiramente nova é criada. Já no caso das aquisições de ações e ativos, a compra pode ser feita do capital votante em troca de dinheiro ou ações ou outros valores imobiliários ou pela compra de todos os ativos (ROSS, WESTERFIELD E JAFFE, 2002).

Kogut e Singh (1988) e Barney e Hesterly (2007) referem-se a essas operações de forma mais generalizada e definem fusão como a operação pela qual as empresas combinam seus ativos para formar uma nova empresa, de modo que, uma empresa adquire certa porcentagem dos ativos de uma segunda, enquanto a segunda adquire simultaneamente certa porcentagem dos ativos da primeira. Quanto à aquisição, os autores definem como a compra de ações de uma empresa já existente, seja pela totalidade ou pela participação controladora dos ativos, desde que a compradora obtenha o direito de assumir o controle e todas as decisões estratégicas da empresa-alvo.

No que diz respeito à tipologia, as M&As costumam ser classificadas com base na sua função econômica e na forma como resultará a combinação das empresas integrantes do negócio, podendo apresentar diferentes tipos de operações como: verticais,

horizontais, por extensão do produto, por extensão de mercado e conglomerados (ANGWIN, 2012).

No tipo horizontal a integração se dá entre empresas que atuam no mesmo segmento ou setor, ou seja, ocorre quando dois concorrentes se combinam. A natureza das vantagens competitivas dessa união está atrelada às sinergias operacionais obtidas com a redução do custo de produção e com o aumento do poder de mercado.

Já, no tipo vertical, as empresas envolvidas fazem parte de uma mesma linha de produção, porém, em etapas diferentes (ROSS; WESTERFIELD e JAFFE, 2002) e nesse caso, a criação de valor está ligada às sinergias financeiras obtidas pelo controle das cadeias de distribuição.

Na fusão por extensão do produto as empresas que se combinam não são concorrentes, mas estão funcionalmente relacionadas na produção e na distribuição. Por extensão de mercado, as empresas possuem os mesmos produtos, porém em mercados geograficamente diferentes (ANGWIN, 2012).

Por último, nos conglomerados, a fusão ocorre entre empresas que não são concorrentes e não estão relacionadas entre si, isto é, não existem nem vínculos verticais e nem horizontais. Neste caso, os retornos econômicos estão relacionados à capacidade de se aproveitar as oportunidades de investimento na diversificação dos negócios (GAUGHAN, 2015).

Até recentemente, as tipologias das M&As estavam concentradas nas motivações inferidas na racionalidade das decisões dos gestores como a busca de força competitiva, da maximização dos ganhos e da diversificação e ignorava o papel de outras forças que poderiam resultar em M&As, como por exemplo, as atividades subótimas dos gestores em se engajarem nessas atividades. Para explicar melhor essas diferentes forças, Angwin (2012) divide as M&As em três diferentes motivações: (i) motivo clássico de maximização de valor para os acionistas; (ii) pressões contextuais que podem levar a empresa ser motivada por resultados que não sejam maximizadores e, (iii) o clássico problema de agência, em que os gestores estão mais interessados em seus próprios benefícios.

Tradicionalmente conhecidas como operações de riscos, as M&As são capazes de proporcionar, além de crescimento rápido, a obtenção de outros benefícios estratégicos (sinergias) para todas as partes envolvidas no processo (SINGH e MONTGOMERY, 1987) como: aumento da receita (ganhos de *marketing*, poder de mercado); redução de custos (economia de escala, integração vertical) e ganhos fiscais (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2002).

Contudo, pesquisas empíricas sobre essas operações, sugerem que o impacto dessas sinergias vai depender do tipo e do grau de relação estratégica entre as empresas compradora e alvo (KOERNIARDI; KRISHNAMURTI e TOURANI-RAD, 2015), e do processo de integração, dados os possíveis confrontos de cultura das duas empresas, quando da formação da nova identidade organizacional.

Kogut e Singh (1988), Haspeslagh e Jemison (1993) e Barney e Hesterly (2007) explicam que a maior parte dos problemas de integração refletem das diferenças operacionais, funcionais, estratégicas e culturais entre as empresas envolvidas, o que pode resultar como uma ameaça de destruição das mesmas capacidades que foram a base do desejo de se fazer a aquisição.

Em comparação as operações domésticas, as M&As internacionais englobam questões muito mais complexas na integração, em virtude do grau de incerteza relacionados ao tamanho do mercado, às distâncias geográficas, às diferenças culturais (CHARI e CHANG, 2009), às questões institucionais divergentes entre os países e à possível intervenção severa dos concorrentes e dos órgãos reguladores que podem aumentar o custo de integração pós fusão (KOERNIARDI; KRISHNAMURTI e TOURANI-RAD, 2015).

Para Doukas e Travlos (1988) o grau de integração difere entre países, indústrias e os benefícios e perdas vão depender do país da empresa-alvo.

Outra questão bastante relevante que impacta na prática de M&A e que frustra as expectativas dos compradores, é a falsa ilusão do valor real que a empresa-alvo tem em decorrência dos sinais positivos enviados pelo vendedor ao mercado. Essa assimetria de informação, ou seja, apenas uma das partes detém informações superiores aos da outra parte, raramente está isenta de custos e pode trazer perdas e consequências desastrosas no

processo, tornando-se o primeiro obstáculo na transferência integral dos direitos de propriedade (BALAKRISHNAN e KOZA,1993).

Quanto à criação de valor para os acionistas, ainda não existe consenso na literatura sobre seus efeitos positivos como estratégia de crescimento (BARNEY e HESTERLY, 2007) e internacionalização. Alguns autores encontraram efeitos positivos enquanto outros observaram efeitos negativos e outros ainda, não conseguiram encontrar nenhuma relação.

Para Barney e Hesterly (2007) a geração de valor só vai ocorrer quando as operações forem feitas com empresas estrategicamente relacionadas e quando não, geram apenas lucro econômico zero, tanto para a empresa compradora quanto para a alvo.

Santos, Errunza e Miller (2008) consideram que no âmbito internacional a destruição de valor ocorre quando a operação é feita pela diversificação industrial. Os autores verificaram que em média, as aquisições de mesmas unidades de negócios estrangeiras não levam à destruição de valor, em contrapartida, as aquisições internacionais de empresas não-relacionadas resultam em um desconto significativo de diversificação de cerca de 24%.

Aybar e Ficici (2009) consideram que as características da empresa-alvo, a eficácia da governança, o nível de controle e a experiência internacional são fatores significativamente expressivos quanto à criação ou não de valor das expansões internacionais dos mercados emergentes.

Ainda, de acordo com os autores, em média as expansões internacionais não criam valor, mas sim destruição por mais da metade das operações analisadas. Eles observaram que o mercado de ação reage negativamente ao anúncio das aquisições e os investidores passam a perceber um valor destrutivo, porém, quando eles avaliam o tamanho da empresa e a estrutura de propriedade que se está adquirindo, eles reagem positivamente, principalmente quando se caracteriza a permanência da estrutura de propriedade da empresa que será comprada.

2.2 Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa

A estrutura de propriedade tem se tornado uma influência cada vez mais importante na qualidade do processo da governança corporativa, dado que, pelo papel que desempenha na determinação dos interesses dos proprietários e gestores em questões relacionadas à estratégia, investimentos, reestruturação, ativismo e resultados (CONELLY *et al.*, 2010), provoca um grande impacto no valor da firma.

Representando a fonte de poder da firma e a forma de como esse poder é exercido, ela pode ser utilizada tanto para apoiar como se opor à administração (SALANCIK e PFEFFER, 1980), de forma que, qualquer que seja o seu posicionamento estratégico, alterará significativamente a percepção e a projeção dos gestores quanto ao futuro dos negócios (THOMSEN e PEDERSEN, 2000; CLAESSENS e FAN, 2002).

As primeiras discussões a seu respeito tiveram como ponto de partida as consequências do deslocamento da propriedade individual para a pulverizada, iniciadas pelas grandes corporações americanas, discutidas por Berle e Means em 1932. A preocupação desses autores refletia os possíveis resultados que a fragmentação das ações decorrente da abertura do capital, provocaria na perda de controle sobre o uso dos recursos, dadas às dificuldades que os pequenos, porém numerosos proprietários, teriam sobre as operações da empresa, deixando muito dos seus direitos formais das decisões à mercê de alguns gestores.

Berle e Means (1932) temiam que essa perda de controle por parte dos proprietários levasse os gestores a uma usurpação de poder e que isso poderia induzi-los a preferir reinvestir os lucros obtidos para promover suas próprias regalias ao invés de devolvê-los em forma de dividendos como preferiam os proprietários (MIZRUCHI, 2004).

Esse novo formato institucional e subsequentes problemas corporativos ao redor do mundo reforçaram a percepção de que as ações dos gestores geram uma grande preocupação sobre os limites de suas responsabilidades e a sua forma de atuação (TIROLE, 2006), suscitando uma inquietação permanente sobre quais seriam os ônus para as empresas, caso a conduta dos administradores fosse contrária aos anseios dos proprietários.

Essa discussão rendeu várias pesquisas durante a década de 60 e 70 das quais alguns economistas exploravam o compartilhamento de risco entre indivíduos ou grupos de uma mesma empresa (EISENHARDT, 1989), e outros, sobre os direitos de propriedade e dos custos provenientes do alinhamento das preferências e interesses de todos os agentes envolvidos na empresa.

Porém, foram as abordagens de Jensen e Meckling em 1976, que ampliaram essa literatura incluindo todos os temas: risco, direito de propriedade e custos. Para os autores os conflitos e custos resultantes da separação entre propriedade e controle tiveram implicações significantes sob o ponto de vista das relações existentes entre o principal e o agente, diferentemente da visão que a teoria neoclássica tinha que atribuía a firma um comportamento único de maximização do lucro, desconsiderando o princípio de utilidade de cada um dos agentes econômicos e a natureza das variáveis endógenas que manipulam a firma (TIGRE, 2005).

Segundo Coase (1992), a teoria neoclássica não levava em conta que a maioria dos recursos empregados na firma submete-se às decisões administrativas e que, portanto, a eficiência do sistema econômico depende muito de quem conduz os negócios e não só da estrutura de mercado que se impõe a firma.

Jensen e Meckling (1976) e Fama (1980) destacam que a maximização de utilidade só é possível quando todo o capital da organização (poder de decisão e de propriedade) pertence apenas a uma pessoa. No entanto, quando se tem um gestor com o poder de decisão e ele possui parte ou nenhuma participação no capital, os objetivos de maximização podem ser comprometidos, uma vez que esses gestores podem prosseguir com seus próprios interesses em detrimento dos proprietários (SHORT, 1994).

Os autores Jensen e Meckling (1976) ainda explicam que quando o principal (proprietários) delega a um agente (gestores de titularidade) o poder de decisão sobre a propriedade, está gerando um desequilíbrio entre o esforço dos gestores em tentar atingir os interesses dos proprietários e a recompensa aos riscos que eles serão expostos.

A não recompensa desses riscos aliada à divergência de opiniões e interesses, podem incentivar os gestores de titularidade a se desviarem de suas responsabilidades (ZINGA, 2015) e buscarem níveis aceitáveis de lucro e riqueza para proteger seus

próprios interesses (HOSKISSON *et al.*, 2002) em vez de procurarem a maximização da riqueza dos principais (MCGUIGAN; MOYER e HARRIS, 2016).

Para Tirole (2006) muitas das ações desses gestores se manifestam em situações de oportunismo, rotuladas genericamente pelos economistas, como risco moral (*moral hazard*). Cabe salientar, que a possibilidade de tais ações oportunistas não ocorre somente por parte dos agentes (gestores de titularidade), mas também pode ocorrer por parte dos acionistas majoritários, quando estes têm o controle das decisões, como no caso do Brasil, motivando uma relação em que os direitos e os deveres dos minoritários não sejam respeitados, resultando em grandes prejuízos aos investidores. Em geral, esse tipo de expropriação acontece em países cujos mercados de capitais não são muito desenvolvidos (CLAESSENS, DJANKOV, & LANG, 2000).

Algumas das manifestações oportunistas apontadas por Tirole (2006) estão presentes nos seguintes exemplos: práticas de esforços insuficientes; investimentos extravagantes; entrincheiramento e “*self-dealing*”, descritos abaixo, separadamente.

Os esforços insuficientes são praticados pelos gestores quando estes alocam o seu tempo de trabalho em tarefas que não foram designados e deixam de se dedicar à supervisão de seus subordinados.

No caso dos investimentos extravagantes, o risco moral se dá por meio da construção de grandes impérios, ou seja, os controladores, por meio de aquisições, optam por um crescimento além do tamanho ótimo, para alcançar mais prestígio, status, poder, remunerações mais altas ou benefícios privados (KRISHNAMURTI; SHAMS e CHOWDHURY, 2017).

A estratégia de entrincheiramento surge quando os altos executivos investem em atividades que os tornem indispensáveis, assegurando sua posição na empresa seja por meio do envolvimento em projetos excessivamente arriscados ou por outro lado extremamente conservadores.

Por fim, o “*self-dealing*” se dá quando os controladores aumentam seus benefícios privados por meio de regalias ou engajando-se em outras atividades para benefício próprio. Essas atividades podem estar vinculadas da seguinte forma: na escolha de um sucessor entre os amigos ou, pelo menos, pessoas de mentalidade semelhante que não

criticam e nem deixam sombra no passado de sua gestão; na escolha de um fornecedor caro, somente por ter relação de parentesco ou por amizade; no financiamento de partidos políticos ou se envolvendo em transações como vendas de ativos de empresas afiliadas abaixo do preço de mercado.

Para Tirole (2006) o risco moral é amplamente subestimado e é apenas a ponta do *iceberg*. A parte submersa desse *iceberg* está vinculado à responsabilidade institucional da governança corporativa. Trata-se do comportamento de quem tem o controle das decisões quanto às questões ligadas à falta de transparência dos níveis de compensação concedidos à alta administração, ao sistema de remuneração atrelado ao desempenho organizacional e as manipulações contábeis.

Dessa forma, a governança corporativa surge como um movimento de arranjos institucionais cuja função primordial é coordenar e regular as transações para proteger os investidores de possíveis abusos praticados pelos tomadores de decisões.

Sendo assim, o objetivo precípua da governança corporativa está no direcionamento, no monitoramento e no incentivo da gestão da firma, de modo que os investidores se assegurem que além de receber o retorno do seu investimento, a empresa vai continuar atraindo outros investimentos externos (TIROLE, 2006), embora, sabe-se que a governança apenas enfraquece os conflitos, mas não consegue evitar a existência deles (PIMENTEL, 2003).

Prevendo tais possibilidades, tanto o principal como o agente recorrem a elaboração de contratos com base na representação dos seus interesses. Porém, a formulação de um contrato não é suficiente para prever o comportamento de nenhum desses agentes dadas às incertezas das suas ações em eventos futuros (WILLIAMSON, 1981).

Com isso, são utilizados, além dos contratos, mecanismos de apoio e controle capazes de minimizar os problemas de agência causados pelos conflitos de interesse.

Entre esses mecanismos destacam-se a estrutura de propriedade, o endividamento (JENSEN e MECKLING, 1976), a proteção legal (LA PORTA *et al.*, 2000), a presença de investidores ativistas, os incentivos monetários e não monetários (TIROLE, 2006) e os níveis de governança.

No caso da **estrutura de propriedade**, como ela se baseia na separação entre propriedade e controle, a sua formação vai determinar o poder relativo que os acionistas majoritários terão na organização e no poder de voto (JENSEN e MECKLING, 1976). Aconselha-se tecnicamente, a formação de um conselho que vise apoiar e supervisionar continuamente a gestão da empresa com relação aos negócios, aos riscos e às pessoas (BRIS, BRISLEY e CABOLIS, 2008) e que seja composto em maior proporção de diretores externos e lideranças independentes.

Para Fama e Jensen (1983) quando há sobreposição entre a propriedade e gestão, ou seja, acúmulo de funções, facilita-se a possibilidade de uma ação administrativa discricionária de tal modo que se possa auferir benefícios privados de controle.

No caso do **endividamento**, postula-se que empresas mais endividadas possuem menos fluxos de caixa livre e, por consequência, menos problemas de agência (JENSEN E MECKLING, 1976).

A **proteção legal** refere-se às instituições formais de um determinado mercado, e variam entre os países e suas bases históricas. Seu principal objetivo é determinar o nível de proteção dos investidores (LA PORTA *et al.*, 2000).

No caso dos **investidores ativistas** do tipo “fundos de investimentos”, acredita-se que além de aplicar na empresa, eles também interferem de alguma forma nas decisões dos negócios (TIROLE, 2006). Esses investidores também podem ser do tipo *blockholders*, porém, a influência que eles vão exercer na gestão vai depender do número de investidores envolvidos nos negócios e dos direitos que eles têm quanto ao poder de votos (KONIJN, KRÄUSSL e LUCAS, 2011). Quando os *blockholders* têm uma participação de poder de votos superior ao dos acionistas minoritários eles têm mais incentivos para obter informações e monitorar o comportamento dos gestores, consequentemente podem hesitar em concordar com estratégias que podem provocar a perda do controle.

Quanto aos **incentivos monetários e não monetários**, trata-se de pagamentos para os gestores de altos salários e participação no capital ou de ameaças de demissão

previstas segundo as “leis” do mercado de capitais, referindo-se nesse caso, às aquisições hostis (*hostile takeover*) e à *proxy fight*¹ (TIROLE, 2006).

Por fim, os **níveis de governança corporativa** surgiram como um desses arranjos institucionais que permitem que o investidor conheça a que regras cada empresa pertence, de como elas são dirigidas, administradas e controladas.

No Brasil, os níveis estão divididos em Segmento Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. O segmento tradicional atende as regulamentações exigidas. O Nível 1 exige maior comprometimento com a prestação de informações ao mercado, além das já exigidas por lei. O Nível 2 exige os mesmos compromissos estipulados no Nível 1 e adicionalmente outras práticas de governança relativas aos direitos dos acionistas minoritários. No Novo Mercado, as empresas só podem emitir ações com direito a voto e são destinadas às empresas mais comprometidas com a adoção de boas práticas de governança.

Entre os mecanismos mencionados acima, a estrutura de propriedade e a proteção legal merecem destaque, considerando que ambas estão relacionadas e refletem por meio de suas características, o modelo de governança corporativa, a cultura do investidor e o desenvolvimento do mercado de ações (LA PORTA *et al.*, 1998), além do que, ambas têm possibilidade de moldar os incentivos dos tomadores de decisão (CAPRIO; CROCI e DEL GUIDICE, 2011) e diferir as relações quanto ao estilo comercial, clientes, ambientes legais e regulatórios (CONNELY *et al.*, 2010).

A composição da estrutura de propriedade representa a quantidade de capital detida por cada acionista ou bloco, o nível de concentração (LA PORTA; LOPES-DE-SILANES e SHLEIFER, 1999), a classificação da empresa de acordo com a posição de propriedade e gestão (MCEACHERN, 1975 *apud* SALANCIK e PFEFFER, 1980) e a categoria dos proprietários: individual, familiar, estatal ou financeira (LA PORTA *et al.*, 1998; THOMSEN e PEDERSEN, 2000).

¹ Para Tirole (2006), a *proxy fight* é o mais dramático, incerto e caro dos dispositivos de *takeover*. Ocorre quando alguns acionistas, que não possuem número de ações e capital suficientes para tomar o controle, decidem cooptar outros acionistas por meio de procuração. Com isso, acabam detendo a quantidade de votos suficientes que eles precisam para ter o controle e acionar novas eleições para o conselho (MANNE, 1965).

Para Pedersen e Thomsen (2003) a estrutura de propriedade da firma não é fixa para todas as empresas e consiste em duas características distintas: a concentração e a identidade do proprietário, porém com dimensões dependentes. Do lado da identidade determina-se as preferências e os objetivos dos proprietários enquanto que do lado da concentração, seu poder e incentivo para cumprir essas metas.

Quanto a sua relação (estrutura de propriedade) com a proteção legal, em linhas gerais, países que possuem legitimidade na aplicação das leis de proteção aos investidores, aos direitos de propriedade e aos credores (HOPE; THOMAS e VYAS, 2011; BOULTON; SMART e ZUTTER, 2010) possuem um mercado de capital mais desenvolvido e tendem a apresentar uma organização com elevada quantidade de donos onde nenhum detém parte relevante do capital e cujos votos estão suficientemente divididos entre acionistas não afiliados e proprietários.

O controle em empresas com essas características é contestável na medida que a empresa pode ser controlada por um opositor mesmo contra a vontade do proprietário (BEBCHUCK, 1999). Nestes casos, muitos dos direitos formais às decisões são transferidos aos administradores em razão de que na prática os acionistas mantêm uma quantidade tão pequena de ações que o efetivo controle pelo investidor é totalmente excluído (APPLEYARD; FIELD JR. e COBB, 2010) e de mais a mais, o volume de decisão pode ser tão grande que se torna impossível depender de seus proprietários para a tomada de todas elas (PIMENTEL, 2003). Os conflitos de agência predominantes neste tipo de sociedade ocorrem entre acionistas e gestores.

Comumente, os sistemas regulatórios dos países que têm empresas com este tipo de controle, por exemplo, Estados Unidos e Grã-Bretanha, se baseiam no regime *Common Law* o qual teve sua origem nas tradições inglesas cuja finalidade era proteger a propriedade privada contra os domínios da coroa inglesa, o que pode explicar sua maior inclinação de proteção dos direitos de propriedade dos investidores (LA PORTA *et al.*, 1998).

Quando os direitos dos acionistas são devidamente assegurados por lei, os investidores estão dispostos a pagar mais pelos ativos, considerando que, com uma proteção legal forte dos seus direitos, tem-se mais possibilidade de que os lucros sejam

retornados sob a forma de dividendos ao invés de serem expropriados (DEMSETZ e LEHN, 1985).

Por outro lado, quando se tem um regime jurídico que não protege adequadamente os direitos de propriedade, os investidores estabelecem um sistema de governança interna por meio da composição de uma estrutura de propriedade concentrada, tendo em vista a ausência de normas mais rigorosas que limitam a conduta dos gestores controladores. Normalmente ocorrem em países que se baseiam no regime *Civil Law*, cuja origem está no direito romano e que historicamente, o Estado é colocado como instrumento de reforço de domínio e poder, garantindo a ele o direito, antes do direito da propriedade privada (LA PORTA *et al.*, 1998).

Quando a empresa tem um acionista controlador, o controle não é contestável, mas está bloqueado de forma que não pode ser obtido contra a vontade do titular, mas somente por meio de negociações (BEBCHUCK, 1999). Os conflitos de agência predominantes nesse tipo de sociedade ocorrem entre os acionistas majoritários e minoritários (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

A maioria dos países, mesmo em economias desenvolvidas, apresenta uma estrutura predominantemente concentrada, com o controle das empresas nas mãos do Estado ou mais frequentemente, nas mãos de uma família (LA PORTA; LOPES-DE-SILANES e SHLEIFER, 1999; CLAESSENS *et al.*, 2002).

Embora todos os mecanismos citados acima, exerçam efeitos indiretos no valor de mercado da empresa tanto na capacidade de atrair a atenção de compradores potenciais quanto na capacidade de atuação de seus executivos (FAMA e JENSEN, 1983), ainda são considerados imperfeitos devido à falta de transparência nas atividades dos gestores e da existência de cláusulas indenizatórias específicas que os executivos conseguem inserir nos contratos de trabalho (TIROLE, 2006), caso se verifique mudança de controle ou propriedade (JENSEN, 1988).

Descritas as bases históricas como as possíveis razões que justifiquem uma ou outra composição de estrutura de propriedade, para Demsetz e Lenh (1985) e Demsetz e Villalonga (2001), não há nenhum modelo que seja indicado como mais eficaz no desempenho da firma. Segundo os autores, há evidências empíricas que suportam que a estrutura de propriedade é uma variável endógena e que, portanto, a escolha ótima por

uma ou outra, vai depender das características individuais de cada organização. Dessa forma, se a estrutura que emerge é concentrada ou difusa, é influenciada pelos interesses maximizadores de lucros dos proprietários, não tendo nenhuma relação entre grau de concentração e desempenho.

Em posição contrária, Morck, Shleifer e Vishny (1988) acreditam que existe uma relação entre concentração e desempenho. Os autores relatam que nos seus achados empíricos foi possível encontrar uma relação monotônica entre o percentual de ação em posse dos executivos e o valor de mercado: a medida que o q de Tobin aumenta (o valor das firmas), aumenta a porcentagem da fração de ações de propriedade dos executivos em 5% e cai, quando essa fração aumenta em 25%, e em seguida, sobe ligeiramente em níveis de frações mais elevadas.

Demsetz e Villalonga (2001) acreditam que a diferença dos resultados encontrados nas pesquisas pode ser atribuída às diferentes maneiras de se medir as variáveis.

2.3 Estrutura de Propriedade e Fusões e Aquisições

Um bom processo de tomada de decisão é a chave para um desempenho gerencial superior, porém, a escolha entre tantas alternativas é afetada não somente pelas análises de custos e benefícios que cada uma pode proporcionar, mas também, pelas limitações organizacionais e societárias (MCGUIGAN; MOYER e HARRIS, 2011) que poderão tornar uma alternativa de investimento viável ou não (VILLALONGA e MCGAHAN, 2005).

Dessa forma, as decisões de investimentos dizem muito a respeito das funções empresariais que os gestores exercem, das informações privilegiadas que eles têm (ROSSETTI e ANDRADE, 2007), da classe de propriedade a qual eles pertencem, tendo em vista, que cada uma dessas categorias difere quanto ao grau de comprometimento e controle exercido, risco pretendido, lucro desejado, regalias e benefícios privados adquiridos (LA PORTA *et al.*, 1998 e THOMSEN e PEDERSEN, 2000) e conexões fora da firma (ANDRIOSOPOULOS e YANG, 2015).

Em virtude dessas diferenças, Claessens, Djankov e Lang (2000) argumentam que o incentivo e a política de desempenho dos gestores estão relacionados a dois direitos formais exercidos por eles: o direito de controlar a empresa e o direito de apropriar o lucro residual (HANSMANN, 1988). Cabe a pessoa que exerce esses dois direitos, definir a configuração da estrutura de propriedade sob o ponto de vista de como eles querem que sejam feitas as deliberações das principais decisões sobre o destino da empresa, sendo que cada uma das variações de propriedade pode reforçar ou distorcer as decisões e o poder dos controladores (CHARI e CHANG, 2009).

Excepcionalmente nas operações de fusões e aquisições, questões sobre a influência da estrutura de propriedade e da governança corporativa são bastante discutidas tendo em vista, que no caso das empresas listadas em bolsa, o grau de concentração e a identidade do proprietário é um fator determinante para explicar o posicionamento da empresa como adquirente ou adquirida (CAPRIO; CROCI e DEL GIUDICE, 2011).

Sob a perspectiva da concentração e da motivação para M&As, pode-se dizer que em relação às empresas com capital disperso, fica mais difícil para os acionistas individuais coordenarem as ações desses gestores e exigirem prestação de contas. Assim, é provável que os gestores prossigam com estratégias inconsistentes com os interesses dos acionistas (HITT e SNELL, 1989), e que, portanto, podem levá-los a procurar por operações como M&As para obterem o maior número de vantagens individuais possíveis, seja em razão do narcisismo dos gestores, do excesso de confiança (AGGARWAL e SAMWICK, 2003), da maximização da função de utilidade (HOSKISSON *et al.*, 2002), da pressão que os gestores sofrem por resultados positivos (SHLEIFER e VISHNY, 1997) ou da construção de grandes impérios (*empire building*) (KRISHNAMURTI; SHAMS e CHOWDHURY, 2017).

Diferentemente do modelo de empresa de capital disperso, no caso das constituídas por um acionista controlador ou por blocos controladores, as ações dos gestores são controladas pelo titular que possui maior parte do poder de votos, fazendo prevalecer sua vontade na grande maioria das deliberações da companhia e atenuando a disposição dos gestores em inovar e assumir riscos (HOSKISSON *et al.* 2002).

Porém, quando decidem realizar investimentos excessivos e diversificar as atividades da empresa, se utilizam de mecanismos como emissão de diversas classes de

ações, participações cruzadas ou estruturas piramidais. Esses mecanismos distorcem a proporcionalidade do número de ações aos votos de forma que os controladores mantêm o controle da empresa usando apenas uma pequena parcela dos seus direitos de fluxo de caixa (CLAESSENS e FAN, 2002).

Uma outra razão que dificulta alguns tipos de acionistas controladores a não se engajarem em M&As, está relacionada à parcela desproporcional de sua riqueza investida em uma única empresa – eles suportariam sozinhos a maior parte das perdas (CLAESSENS *et al.*, 2002), sendo, portanto, mais avessos a essas operações. Ademais, o medo de perder o controle involuntariamente pode ser uma proposta tão onerosa em termos de resgatar os benefícios privados de controle, que os acionistas controladores fazem de tudo para manter o controle dos direitos de votos² e, portanto, ficam menos dispostos a vender ações da empresa para arrecadar fundos ou diversificar (LA PORTA, LOPES-DE-SILANES e SHLEIFER, 1999).

Hipótese 1: Quanto maior a concentração dos direitos de voto do maior acionista último, menor a probabilidade de ocorrência de M&A.

Com relação às diferentes categorias dos proprietários e a predisposição em fazer operações de M&As, pode-se dizer que em virtude do impacto que essas operações têm na perda de controle (SHIM e OKAMURO, 2011), há uma grande divergência entre elas, tendo em vista que tipologias diferentes têm objetivos diferentes.

2.3.1 Controlador Familiar

As empresas familiares desempenham um papel primordial na condução do crescimento econômico global (ZAHRA, 2003), e, na maioria das economias do mundo constituem o tipo mais popular de estrutura de propriedade (LA PORTA; LOPEZ-DE-

² Na visão dessa análise, foi considerado a relação entre a concentração de propriedade e a proteção dos acionistas minoritários em termos dos direitos de voto dos principais acionistas, em vez dos direitos de caixa (LA PORTA, LOPES-DE-SILANES e SHLEIFER, 1999).

SILANES e SHLEIFER, 1999), sendo que nos países emergentes, aparecerem de forma onipresente (CLAESSEN *et al.*, 2002; SINGLA; VELIYATH e GEORGE, 2014).

Formadas por um universo privado de indivíduos que partilham o mesmo sangue e que exercem a função de funcionário, diretor ou proprietário de pelo menos 5% do seu capital, individualmente ou em grupo (VILLALONGA e AMIT, 2006; MILLER; BRETON-MILLER e LESTER, 2010), usualmente os vínculos dessas empresas se baseiam nas emoções e nas relações afetivas, o que as levam tomar como fator decisivo de consolidação como uma grande empresa, a transmissão do negócio pelo fundador aos seus descendentes (LIMA, 1999).

Para Sharma (2004), a definição clássica de empresas familiares refere-se àquelas que somente os familiares retêm o controle do negócio por meio do voto e pela participação de múltiplas gerações envolvidas nas operações do dia-a-dia. De mais a mais, todos os membros da família têm como principal alvo de ação, participar e prosseguir com a carreira nos negócios da família.

As pesquisas sobre esse tipo de empresa têm crescido rapidamente nos últimos 15 anos ou mais, dos quais diversos autores formulam grande variedade de artigos que na sua maioria abrange fatores não econômicos (CARPENTER e FREDRICKSON, 2001), relacionados às dificuldades que esse tipo de empresa tem em separar as relações familiares das decisões profissionais e o processo de sucessão (GOMEZ-MEJIA *et al.*, 2011).

Em geral, as empresas familiares são dotadas de elevados níveis de capital emocional e baixos índices de capital financeiro. A sua sucessão tem ligação direta com o fator hereditário e se baseia numa forte identificação entre o compromisso afetivo do desejo de seguir com entusiasmo os objetivos da organização e no sentimento de dúvida e incerteza da capacidade dos sucessores em prosseguir com êxito uma carreira fora do negócio familiar (SHARMA, 2004).

Suas características principais estão relacionadas às práticas paternalistas e a formação de uma organização informal. Devido às dissimilaridades dos objetivos e a disposição em fazer escolhas estratégicas com base mais nas emoções e na manutenção da riqueza socioemocional da família do que em função do desempenho da firma

(SINGLA; VELIYATH e GEORGE, 2014), geralmente essas empresas têm uma forma distinta de governança que reflete a reputação e a cultura da empresa.

O raciocínio baseado na teoria da agência sugere que quanto maior for o grau de participação da propriedade familiar, mais inversamente relacionada ao volume de aquisições ela estará. Muitos autores como Miller, Breton-Miller e Lester (2010) argumentam que como os proprietários familiares desejam manter o controle de suas empresas para o longo prazo, tendem a concentrar seu investimento em uma só empresa, evitando estratégias de aquisições complexas para evitar o risco, outrossim, considera-se também, que falta talento gerencial entre os administradores para fazer uma operação como essa funcionar.

Ainda para os autores, a propriedade da família é uma questão de grau – quanto mais partes uma família possui do negócio, mais em jogo está o seu destino, e, portanto, menos eles estão aptos a fazer aquisições. Porém, quando decidem fazê-las, muitas vezes encontram essa opção fora da indústria principal da empresa, evitando a concentração da fortuna dentro de um único negócio.

Grande parte das empresas familiares, também relutam em adotar mecanismos que reduzam o seu controle ou que concedam transferência de poder a terceiros com medo da influência que eles podem ter nos negócios e nas decisões estratégicas. Como consequência, acabam colocando um número maior de membros familiares dentro da firma (GOMES-MEJIA *et al.*, 2011; MILLER; BRETON-MILLER e LESTER, 2010). O lado oposto também é factível, uma vez que os gestores ou proprietários externos evitam esse tipo de empresa considerando o pouco ou nenhum poder que terão dentro da companhia (LIANG; WANG; CUI, 2014).

Essa tendência pode minimizar os custos primários de agência em razão do alinhamento de interesses entre o principal e o agente, porém, criar novos custos de agência entre principal e principal, causado pelos conflitos de interesses familiares ou pelo nepotismo (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; SINGLA; VELIYATH e GEORGE, 2014).

A consequência disso, nepotismo, é o enfraquecimento das posições dos administradores, daqueles que não fazem parte da família, forçando-os a carregar o fardo da incompetência dos protegidos e a realizar as tarefas que não são por estes

desempenhadas. De maior gravidade é o fato do nepotismo conceder maior importância às questões de família do que à realidade no tratamento dos assuntos empresariais (MILLER e BRETON-MILLER, 2006).

No contexto do desempenho, o nível desejado pelas empresas familiares está vinculado à harmonia familiar, em outras palavras, eles são felizes quando acumulam capital financeiro e emocional acreditando que essas duas variáveis podem ajudá-los a se sustentarem em tempo de turbulência econômica (SHARMA, 2004).

Algumas pesquisas apontam que, na sua maioria, as empresas familiares têm melhor atuação frente às suas concorrentes não familiares e que sua performance é afetada por três influências básicas: a estrutura de propriedade concentrada; as estratégias corporativas e o processo de sucessão que tem relação direta com a sobrevivência e a expansão do próprio negócio (PINDADO e REQUEJO, 2015).

Para La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (1999) o controle familiar é o principal determinante do desempenho da empresa, porém os resultados, diferem entre as regiões, devido aos diferentes graus de proteção aos direitos de propriedade dos investidores existentes.

Para outros autores como Villalonga e Amit (2006), o valor desse tipo de empresa está associado à estrutura de controle e gestão. Os autores encontraram que mecanismos como classes de ações duplas, formas piramidais, acordos de votos e um descendente exercendo o cargo de diretor executivo ou presidente, reduzem o valor do prêmio das ações.

Quanto à realização de investimento externo no estrangeiro, segundo Zahra (2003), os interesses dos gestores em proteger o futuro da empresa e construir um legado duradouro para sua prole podem criar conflitos sobre a necessidade de se internacionalizar, tendo em vista que esse processo é um movimento estratégico de risco e que pode levar anos para gerar lucro, privando a família da riqueza a curto prazo, além do que, a internacionalização também pode alterar a força de trabalho, os valores e a cultura organizacional.

A resistência à mudança e os conflitos gerados no processo de sucessão entre os irmãos, também é visto como uma limitação no processo de internacionalização

(FERNANDEZ e NIETO, 2006). Para Liang, Wang e Cui (2014), quando as empresas familiares decidem se internacionalizar, tendem a optar por operações que exigem menos recursos e capacidades gerenciais, como por exemplo, exportações indiretas por meio de agentes.

A falta de habilidades específicas entre os membros da família também está associada à dificuldade de expansão, em decorrência do medo que a família tem de contratar pessoas externas habilitadas e com isso exigir da família considerável transferência de decisão para elas (BHAUMIK; DRIFFIELD e PAL, 2010), embora para outros autores, a participação por integrantes externos facilitaria e motivaria a expansão da empresa, em virtude do aumento das redes sociais e da possibilidade do aumento de recursos que eles trariam, considerando que normalmente nesse tipo de empresa os recursos são limitados (ARREGLE *et al.*, 2012).

Executivos seniores externos também poderiam auxiliar nos problemas associados ao conservadorismo empresarial, típico desse tipo de empresa (LIEN e FILATOTCHEV, 2015).

2.3.2 Controlador Estatal

As empresas das economias emergentes são conhecidas por apresentarem além do controle familiar, um significativo controle do Estado (CLAESSENS *et al.*, 2002), sempre atreladas à aprovação administrativa e a dependência institucional por meio do recebimento de suporte financeiro e proteção das autoridades governamentais (AYBAR e FICICI, 2009).

Com a tendência da ampla liberalização econômica e com as reformas nessas economias, muitos esforços ambiciosos foram lançados no sentido de privatizar as indústrias de infraestrutura, oferecendo oportunidades de investimentos abertos para empresas multinacionais, que tradicionalmente estavam disponíveis apenas para as estatais (JIANG *et al.*, 2015).

Definida como tendo o Estado como proprietário e que por meio das leis, regulamentos e instituições domina as transações dentro de uma economia emergente, as

estatais, em sua maioria, estabelecem as regras do jogo e assim determinam a natureza das atividades comerciais nele contida (RODRIGUEZ; UHLENBRUCK e EDEN 2005).

Em princípio, as empresas estatais podem ter mais vantagens compensatórias do que o setor privado, haja vista, a possibilidade que o Estado tem em facilitar ou criar barreiras de entrada e obter um custo de capital mais baixo devido ao seu acesso às receitas fiscais. Governos benevolentes e eficientes podem ter preferência por possuir empresas que não são comercialmente viáveis ou seja, relativamente rentáveis, para evitar perdas de emprego ou para manter a produção de serviços (PEDERSEN e THOMSEN, 2003).

Porém, por outro lado, as regras governamentais e institucionais raramente operam exclusivamente para a população. Em vez disso, os governos são perseguidos pela legitimidade de seus interesses dada à presença de corrupção. O abuso do poder público é capaz de distorcer as regras do jogo com o objetivo de obter benefícios privados. Muitas vezes, a corrupção recompensa o comportamento improdutivo por meio da canalização de contratos e direitos imerecidos em troca de suborno (RODRIGUEZ; UHLENBRUCK e EDEN 2005).

Segundo Shleifer (1998), é comum que os governos, do mundo todo, para manter o apoio político em troca de votos, dão benefícios aos seus apoiantes, seja na forma de empregos com salários acima do mercado ou transferências definitivas de recursos, o que tornam as empresas estatais ineficientes pelo resultado da política deliberada. Uma visão recente sobre a propriedade estatal sustenta que o controle financeiro do governo, por meio dos bancos ou de outra forma, politiza a alocação de recursos para fins de obtenção de votos ou subornos aos titulares de cargo (LA PORTA, 2000).

As empresas estatais protegem os interesses dos empregados e outros eleitorados mais do que os acionistas (população). Suas redes pessoais geram benefícios privados por meio de assentos adicionais na diretoria, além de criarem uma estrutura hierárquica na qual a prestação de contas pode ser perdida (DITTMANN; MAUG e SCHNEIDER, 2008).

De acordo com Lazzarini (2011), no Brasil, quando a empresa tem controle estatal, o governo consegue articular as estratégias, direta e indiretamente, com outras empresas via participação acionária ou por meio de financiamento público, estendendo

parte dos seus direitos de controle também para o setor privado. Normalmente essas empresas se agrupam em clubes compostos por unidades empresariais que têm os mesmos sócios controladores e que muitas vezes apresentam estratégias de atuação mutuamente coordenadas, influenciadas por certas escolhas privadas por meio dos parâmetros de regulação e ações de proteção seletiva governamental.

Para Dittmann, Maug e Schneider (2008), as combinações de governança pública com privada resultam em mecanismos de supervisão incompatíveis e em falta de responsabilidade.

Conhecidas por possuírem laços estreitos com políticos, são muito mais propensas a ter acesso às informações valiosas, podendo facilmente identificar possíveis oportunidades de investimentos, financiamentos bancários e estimativa de futuras sinergias em atividades de M&As (BROCKMAN; RUI e ZOU, 2013). Ademais, esses laços podem levar a uma ação negativa, exacerbando os problemas de agência e levando à aquisições com alto poder de destruição de riqueza (DITTMANN; MAUG e SCHNEIDER, 2008) e até mesmo à possibilidade de expropriação de investidores externos (YIU; CHEN e XU, 2013).

Para Brockman, Rui e Zou (2013), as conexões políticas têm uma influência significativa nas atividades de M&As internacionais variando de acordo com o ambiente institucional do país acolhedor. Para eles, em países com sistemas legais fortes e baixos níveis de corrupção, os licitantes politicamente conectados têm um desempenho inferior a 15% em termos de retornos em relação aos licitantes não conectados. Em contraste, os licitantes politicamente conectados superam em mais de 20% os licitantes não conectados em países com sistemas legais fracos ou altos níveis de corrupção.

Uma peculiaridade relevante ao modelo de propriedade estatal é a possibilidade da utilização das Ações de Ouro (*Golden Share*). Isso significa que embora o Estado estenda parte dos seus direitos de controle para o setor privado, ele mantém a detenção do poder, mesmo não tendo a maior parte da titularidade das ações (GAUGHAN, 2015). Isso ocorre muito na privatização de certas áreas econômicas estratégicas como por exemplo, energia e petróleo.

Quanto ao apoio às empresas privadas, o governo pode participar de muitas maneiras por meio de subsídios, encorajando os bancos privados por meio da regulação

e persuasão a fazer empréstimos a projetos politicamente desejáveis, dominando as instituições financeiras total ou parcialmente para si e na formulação de execução das regras que favoreçam a concessão entre empresas ligadas (LA PORTA, 2000).

Os grupos empresariais estatais muitas vezes são constituídos por uma estrutura de propriedade piramidal ou *holdings* para facilitar o controle e o monitoramento dos membros da firma. Embora o governo normalmente tenha um grande número de empresas sob sua jurisdição, não tem incentivos e recursos para gerenciar ou monitorar todas as empresas estatais (YIU; CHEN e XU, 2013).

2.3.3 Controlador Institucional

Tradicionalmente as empresas brasileiras sempre foram constituídas por famílias de magnatas que retinham a posse das ações das empresas com direito aos votos. Os conselhos de administração dessas empresas eram quase que inteiramente composto por representantes da própria família ou por grupos de controle. Porém, o desenvolvimento atual no mercado de capital brasileiro parece mudar esse modelo tradicional e a presença de Investidores Institucionais aumentou consideravelmente a participação nas empresas listadas na bolsa, embora isso não signifique que ocorreu uma mudança relevante no perfil dos acionistas (GORJA, 2008), o Brasil continua sendo conhecido como um país que possui empresas com uma estrutura acionária piramidal complexa (LAZZARINI, 2011) e com forte concentração de propriedade familiar que mantém a posse do capital votante.

Representadas por fundos de pensão, universidades e fundos patrimoniais de *endowments*, (CROCI; GONENC e OZKAN, 2012), os investidores institucionais prosperam mais nas economias desenvolvidas (ANDRIOSOPOULOS e YANG, 2015) tornando-se os atores predominantes nesses mercados financeiros durante a segunda metade do século XX. No entanto, nos últimos anos, esse tipo de investidor vem crescendo rapidamente no mundo todo. As diferenças existentes do volume desses investidores entre as economias são atribuíveis em parte aos sistemas jurídicos e regulamentares e, em parte, à forma como os mercados evoluíram (GILLAN e STARKS, 2003).

Considerados como um dos mais importantes participantes do mercado de capitais, em geral, os benefícios que esses investidores trazem para as empresas estão mais atrelados à capacidade de monitoramento interna e externa que eles têm, em virtude da aproximação com os gestores e conselhos, diminuindo de fato, os incentivos de um possível comportamento oportunista face a possibilidade da coleta e disseminação de informações no mercado de ações (CHOE; KHO e STULZ, 2004; CHEN *et al.*, 2009), tornando-os dessa forma, um importante mecanismo de controle.

Responsáveis por movimentar volumes significativos na economia, esses profissionais têm grandes vantagens em termos de apoio financeiro e são muito bons para detectar condições operacionais favoráveis (CHEN *et al.*, 2009) operando sempre com carteiras diversificadas em nível mundial e preferências que incluem decisões de Investimento Estrangeiro Direto em regiões de maior risco, inexploradas, com altos retornos em seus portfólios (LIEN e FILATOTCHEV, 2015) e com expectativa de retorno de longo prazo, o que faz com que eles apresentem melhores resultados como proprietários (THOMSEN e PEDERSEN, 2000).

Em particular, essa visão de longo prazo é justificada por dois argumentos importantes: (1) o investimento que eles fazem nas empresas são tão altos que reduz a flexibilidade de saída do negócio – a saída dos Investidores Institucionais é susceptível de resultar num grande movimento descendente do preço das ações e em importantes perdas de capital relacionadas com transações; (2) uma carteira de títulos bastante diversificada lhes permitem distribuir os riscos (DATTA; MUSTEEN e HERRMANN, 2009).

No que se refere à predisposição para operações de M&As, Andriosopoulos e Yang (2015) ressaltam que quando um investidor institucional é o grande controlador da empresa adquirente, mais chances ele tem em se engajar em operações de M&As tendo em vista que ele assumirá o controle da empresa-alvo. Porém, quando os autores avaliaram o impacto de cinco grandes grupos de investidores institucionais, eles encontraram uma relação negativa para essas operações alegando que quando há grandes Investidores Institucionais envolvidos, normalmente são mais avessos às M&As porque essas operações podem potencialmente distorcer as dinâmicas existentes de governança corporativa e suas participações, além de comprometer uma grande parcela dos recursos.

De acordo com Chen *et al.* (2009), são as categorias dos acionistas institucionais que diferem na influência das decisões estratégicas. Por exemplo, no Brasil, tendem a ser os fundos de pensão estatais, cuja gestão é influenciada pelo governo que detêm participação acionária minoritária em várias empresas de capital aberto, e que, em geral, se comportam como investidores ativos fomentando M&As das empresas que eles têm interesses (MUSACCHIO e LAZZARINI, 2016).

Quanto aos tipos de investidores institucionais, pode-se encontrar tanto domésticos como estrangeiros. Uma das diferenças entre eles é que o preço das ações se movem desfavoravelmente quando quem está negociando é o investidor estrangeiro. Isso é explicado em parte pelo comportamento de perseguição que se faz aos estrangeiros. Outra diferença, é que nos mercados emergentes, os Investidores Institucionais domésticos não são tão importantes como são nos mercados desenvolvidos e suas ações muitas vezes são afetadas por ações políticas. Nesse caso, são os investidores estrangeiros que podem ter uma vantagem sobre os domésticos, simplesmente porque são mais experientes e não precisam se preocupar em cumprir objetivos políticos ou ajudar as empresas relacionadas (CHOE; KHO e STULZ, 2004).

Outra grande contribuição dos investidores institucionais está na ajuda que eles podem proporcionar aos gestores que buscam oportunidades de crescimento nos mercados internacionais. Esses investidores têm melhores condições para selecionar os fundos de investimentos que possuem múltiplos atributos e dentre eles, horizonte de tempo, retorno, risco e outras preferências (TIHANYI *et al.*, 2003).

O nível de informação parece também ser diferente entre os estrangeiros e domésticos. Para Dvorák (2005) essa é uma questão controversa e que há argumentos que apoiam ambos os lados da questão. Um deles é que os investidores domésticos têm mais vantagem porque a informação não precisa percorrer distâncias físicas, linguísticas ou culturais, além dos órgãos reguladores serem mais tolerantes com eles. Por outro lado, os investidores estrangeiros podem ter vantagem de informação porque têm uma quantidade significativa de experiência em investimentos.

Kang e Kim (2010) consideram que os investidores estrangeiros são mais propensos em engajar em atividades de M&As quando compartilham uma linguagem e uma cultura comum com o país alvo, sugerindo que as assimetrias de informação que os

adquirentes estrangeiros enfrentam no país anfitrião são um determinante importante de suas atividades de governança em metas domésticas.

Para Froot e Ramadorai (2008) a diferença entre os investidores estrangeiros e nacionais está na capacidade de prever o prêmio de ações nos mercados locais. Os autores acreditam que os investidores domésticos têm uma vantagem informacional na previsão de diferenças transversais nos preços das ações.

Hipótese 2: *A probabilidade de ocorrência de M&As tem relação direta com a tipologia do proprietário controlador, de forma que, diferentes tipos de controlador (familiar, estado, institucional ou estrangeiro) terão efeitos distintos na probabilidade de ocorrência de M&A.*

3. METODOLOGIA

3.1 Amostra

A amostra coletada foi composta por empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa (hoje B3) obedecendo os seguintes critérios: (i) excluídas as financeiras como bancos e companhias de seguro por serem empresas sujeitas à regulação específica (ADAMS e MEHRAN, 2003); (ii) incluídas todas as operações domésticas e internacionais e com qualquer tipo de relação entre as empresas – horizontal, vertical, por extensão de produto, por extensão de mercado e conglomerado; (iii) o período de análise inicial foi de 1997 a 2007 em decorrência do processo de abertura econômica e de privatizações iniciados no Brasil no final da década de 1980 e intensificado no início dos anos 1990, que pode ter influenciado o aumento no volume dessas operações. Além disso, dados superiores a esse período poderiam ser deturpados em decorrência da crise econômica mundial ocorrida entre os anos de 2008 e 2009.

Os dados de M&As foram coletados da base de dados da Zephyr da Bureau van Dijk, por oferecer uma abrangente e conceituada fonte de informações de transações de M&A (BOLLAERT e DELANGHE, 2015).

Os demais dados, de ordem contábil e financeira, são provenientes da base de dados da Economática, já considerando os efeitos inflacionários.

A partir da amostra inicial de todas as empresas cotadas na BM&FBovespa entre os anos de 1997-2007 e considerando somente as empresas não-financeiras e as informações completas de todas as variáveis (dependente, explicativas e de controle), chegamos a uma amostra final de 2428 observações firma/ano, entre os anos de 1998 e 2007, para 429 empresas.

3.2 Método de coleta dos dados

A presente pesquisa é de natureza aplicada, do tipo explicativa, com abordagem teórica, recorte transversal com perspectiva longitudinal e fundamentada em dados secundários que, segundo Malhotra (2011), esse tipo de dado oferece várias vantagens em relação aos primários tendo em vista a forma mais rápida, fácil e com um custo relativamente baixo de se obter informações.

Para o autor, embora os dados secundários raramente forneçam todas as respostas para um problema, eles podem ser úteis para formular uma concepção de pesquisa mais adequada, identificar variáveis-chaves, responder certas perguntas da pesquisa, testar algumas hipóteses e interpretar os dados primários com mais critério.

3.3 Variáveis utilizadas

3.3.1 Variável dependente

O objetivo principal deste trabalho é examinar o efeito da estrutura de propriedade na decisão de realização (ou não) de transações de M&A. Para isso, a variável dependente lógica para ocorrência ou não dessas operações é medida por meio de uma variável binária que toma valor 1 quando determinada empresa realizou transação de M&A no ano t , independentemente do número de operações realizadas, e 0 quando não realizou nenhuma transação de M&A.

As transações de M&A incluídas para análise foram quaisquer possíveis transações desde que obedecidos os critérios da Bureau van Dijk quanto à definição, assim denominadas: **aquisição**: qualquer acordo onde o adquirente fique com uma

participação final ou superior a 50%; **fusão**: operação feita pela troca de ações entre as empresas (BOLLAERT e DELANGHE, 2015).

3.3.2 Variáveis Independentes

Considerando que a estrutura de propriedade representa a fonte de poder da firma e a forma como esse poder é exercido pelos acionistas (SALANCIK e PFEFFER, 1980), o seu conceito foi medido pelas seguintes variáveis: (a) concentração do direito de votos do maior acionista último e (b) tipologia do acionista controlador.

No que tange à concentração do direito de votos, considerou-se como variável independente o Top 1 - Direitos de Voto, conceituado pelo maior acionista último de cada empresa, como aquele que concentra a maior parte das ações dos direitos de votos, direta ou indiretamente: diretamente sem estrutura piramidal e indiretamente com estrutura piramidal ou múltiplas classes de ações. A concentração do direito de votos foi medida em percentual de 0 a 100, sendo que, quanto mais próximo de 100, mais concentrada é a propriedade nas mãos de um único acionista (ALDRIGHI, 2014).

Para considerar as tipologias dos acionistas e considerando o contexto brasileiro, construímos as seguintes variáveis: (i) **controlador familiar** quando o maior acionista último é controlador e de origem familiar medido por uma variável binária que toma valor 1 se o maior acionista último é controlador e de origem familiar e, caso contrário, 0; (ii) **controlador estatal** quando o maior acionista último é controlador e de origem estatal medido pela variável binária que toma valor 1 se o maior acionista último é controlador e de origem estatal e, caso contrário, 0 e (iii) **controlador estrangeiro** quando o maior acionista último é o controlador e de origem estrangeiro medido por uma variável binária que toma valor 1 se o maior acionista último é controlador e de origem estrangeira e, caso contrário, 0.

Para todas as variáveis acima mencionadas, a definição utilizada para controlador foi o maior acionista último da empresa – aquele que possui direta ou indiretamente pelo menos 50% dos direitos de voto da empresa (ALDRIGHI 2014).

3.3.3 Variáveis de Controle

Feitas as considerações sobre as variáveis que refletem as nossas hipóteses nos itens 3.3.1 e 3.3.2, foram incluídas outras variáveis de controle, que também podem afetar a variável dependente. São elas: (a) o excesso de controle de voto (ECR); a presença de *blockholders*; a presença de estrutura piramidal; a presença de ações preferenciais; a presença do maior acionista último no conselho; o tamanho da empresa; o retorno sobre ativos; o endividamento; o investimento em capital; a disponibilidade de caixa, o Q de Tobin e os níveis de governança corporativa (Segmento Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado).

No total, para a construção da matriz dos dados foram operacionalizadas 20 variáveis, para cada uma das empresas e para cada um dos períodos analisados. A descrição de todas elas e suas fontes de dados se apresentam de forma resumida na Tabela 1.

Tabela 1 - Síntese de todas as variáveis utilizadas no estudo.

#	Variáveis	Descrição	Tipo de Variável	Fonte de Dados
(1)	Fusão e Aquisição (0/1)	Fusão e aquisição. Variável binária que toma valor 1 determinada quando empresa realizou uma transação de fusão e aquisição no ano t, caso contrário, 0.	dependente	Zephyr, Bureau van Dijk
(2)	Top 1 - Direitos de Voto	Direitos de voto do maior acionista último, medido em percentual de 0 a 100.	independente	Aldrighi (2014) com base nos Informes Anuais da CVM.
(3)	ECR	Excesso de controle de voto. Variável binária que toma valor 1 se os direitos de voto do maior acionista último são maiores que o direitos de fluxo de caixa, caso contrário, 0.	controle	Aldrighi (2014) com base nos Informes Anuais da CVM.
(4)	Blockholders	Direitos de voto dos cinco maiores acionistas excluindo o maior acionista, medido em percentual de 0 a 100.	controle	Aldrighi (2014) com base nos Informes Anuais da CVM.
(5)	Controlador Familiar	Variável binária que toma valor 1 se o maior acionista último é controlador e de origem familiar e, caso contrário, 0.	independente	Aldrighi (2014) com base nos Informes Anuais da CVM.
(6)	Controlador Estatal	Variável binária que toma valor 1 se o maior acionista último é controlador e de origem estatal e, caso contrário, 0.	independente	Aldrighi (2014) com base nos Informes Anuais da CVM.
(7)	Controlador Estrangeiro	Variável binária que toma valor 1 se o maior acionista último é controlador e de origem familiar e, caso contrário, 0.	independente	Aldrighi (2014) com base nos Informes Anuais da CVM.
(8)	Conselho	Variável binária que toma valor 1 se o maior acionista último está representado no conselho de administração e, caso contrário, 0.	independente	Aldrighi (2014) com base nos Informes Anuais da CVM.
(9)	Estrutura Piramidal	Variável binária que toma valor 1 se o maior acionista último utiliza estrutura piramidal e, caso contrário, 0.	controle	Aldrighi (2014) com base nos Informes Anuais da CVM.
(10)	Ações Preferenciais	Variável binária que toma valor 1 se o maior acionista último utiliza mais de uma classe de ações e, caso contrário, 0.	controle	Aldrighi (2014) com base nos Informes Anuais da CVM.
(11)	Tamanho	Tamanho da empresa, medido pelo logaritmo natural do total de ativos.	controle	Economatica
(12)	Retorno sobre Ativos	Lucro operacional ponderado pelo valor contábil dos ativos totais, no período t.	controle	Economatica
(13)	Endividamento	Dívida total ponderada pelo valor contábil dos ativos totais, no período t.	controle	Economatica
(14)	Investimento	Investimento em capital (capex) ponderado pelo valor contábil dos ativos totais, no período t.	controle	Economatica
(15)	Disponibilidade de Caixa	Caixa e disponíveis ponderado pelo valor contábil dos ativos totais, no período t.	controle	Economatica
(16)	Q de Tobin	Aproximação do Q de Tobin, medido pela razão entre a soma do valor de mercado das ações da empresa e valor contábil da dívida, e o valor contábil dos ativos totais da empresa, no período t.	controle	Economatica
(17)	Segmento Tradicional	Segmento tradicional de listagem da BM&F Bovespa	controle	BM&F Bovespa
(18)	Nível 1	Nível 1 dos segmentos de governança da BM&F Bovespa	controle	BM&F Bovespa
(19)	Nível 2	Nível 2 dos segmentos de governança da BM&F Bovespa	controle	BM&F Bovespa
(20)	Novo Mercado	Segmento "Novo Mercado" de governança da BM&F Bovespa	controle	BM&F Bovespa

3.4 Análise descritiva

A Tabela 2 apresenta as probabilidades “transitórias”, estimadas a partir dos dados em painel, onde as linhas refletem os valores iniciais e as colunas os valores finais (STATACORP, 2017). Nota-se que a cada ano, 96,7% empresas que não fizeram transações de fusão e aquisição, na amostra observada permanecerão sem fazer transações de fusão e aquisição no ano seguinte, sendo que, os restantes 3,3% farão alguma transação. Por outro lado, empresas que fizeram transações de fusão e aquisição, a cada ano, terão 51,9% de chances de não fazer outra transação no ano seguinte e 48,1% de voltar a fazer uma nova transação.

Tabela 2 - Probabilidades transitórias

		Fusões e Aquisições		
Fusões e Aquisições		0	1	Total
	0	96,7	3,3	100,0
	1	51,9	48,1	100,0
Total		95,1	4,9	100,0

A Tabela 3 descreve o comportamento das transações de M&As pelo tipo do controlador. Observa-se que no período analisado, o controlador institucional não fez transações de M&A e, por isso, este tipo de acionista não foi considerado nos modelos estimados.

Tabela 3 - Comportamento das M&As pelo tipo de controlador

		Fusões & Aquisições		
		0	1	Total
Controlador Familiar	0	1.299	110	1.409
	1	983	36	1.019
Controlador Estatal	0	2.145	133	2.278
	1	137	13	150
Controlador Estrangeiro	0	1.891	120	2.011
	1	391	26	417
Controlador Institucional	0	2.229	146	2.375
	1	53	0	53
Total		2.282	146	2.428

Na Tabela 4, verifica-se que o número de observações se mantém constante e que em média uma empresa dessa amostra está presente em 5,6 anos. Também é possível observar a análise relativa entre a variância “intra” (*within*) e “entre” (*between*)³ para a variável dependente (Fusões & Aquisições) e as principais variáveis explicativas que medem a estrutura de propriedade (tipologia do acionista controlador).

Os resultados indicam que a maior variância está relacionada à variância “entre” em detrimento da variância “intra”. Isso significa que quando a variabilidade “intra” é menor que a variabilidade “entre”, sugere-se que as médias populacionais são de fato diferentes, quer dizer, quanto menor a variância “intra”, mais semelhantes/homogêneas são as empresas do **mesmo grupo**.

Assim, segundo Cameron e Trivedi (2010), o estimador de efeitos fixos não será muito eficiente, já que este estimador depende da variância “intra”. Além disso, considerando a característica da variável dependente que, para muitas empresas, não varia ao longo do tempo, e que o objetivo deste trabalho é explicar as características da estrutura de propriedade que possam explicar a propensão à realização de transações de fusões e aquisições, o estimador de efeitos aleatórios, que toma em consideração a variância “entre” (*between*), é mais apropriado.

O modelo de efeitos aleatórios trata os efeitos específicos individuais como variáveis aleatórias, ou seja, propõe-se diferentes termos de intercepto para cada observação, contudo, fixos ao longo do tempo, assumindo que os interceptos surgem a partir da intersecção comum α , além de uma variável aleatória ϵ que varia na seção transversal (GUJARATI e PORTER, 2011).

³ A variância intra-grupos (*within*) corresponde à variação dentro de cada grupo enquanto que a variância entre grupos (*between*) corresponde à variação que define os grupos.

Tabela 4 - Índice de variação da variável correspondente ao número de M&As

Variável		Média	D.P.	Mín	Máx	Observations
Fusões & Aquisições	overall	0,06	0,24	0,00	1,00	N = 2428
	between		0,22	0,00	1,00	n = 429
	within		0,18	-0,74	0,96	T-bar = 5.660
Top 1 - Direitos de Voto	overall	60,83	25,93	10,76	100,00	N = 2428
	between		25,00	10,76	100,00	n = 429
	within		10,04	-9,60	118,73	T-bar = 5.660
Controlador Familiar	overall	0,42	0,49	0,00	1,00	N = 2428
	between		0,46	0,00	1,00	n = 429
	within		0,21	-0,48	1,32	T-bar = 5.660
Controlador Estatal	overall	0,06	0,24	0,00	1,00	N = 2428
	between		0,22	0,00	1,00	n = 429
	within		0,04	-0,51	0,96	T-bar = 5.660
Controlador Estrangeiro	overall	0,17	0,38	0,00	1,00	N = 2428
	between		0,37	0,00	1,00	n = 429
	within		0,14	-0,73	1,07	T-bar = 5.660
Controlador Institucional	overall	0,02	0,15	0,00	1,00	N = 2428
	between		0,11	0,00	1,00	n = 429
	within		0,08	-0,81	0,92	T-bar = 5.660

A Tabela 5 apresenta o número de operações de M&As efetuadas por setor, ao longo do período estudado. Nota-se que a maior parte das empresas, da nossa amostra, são constituídas por indústrias manufatureiras e que também, em termos absolutos, é o tipo de empresa que mais fez M&As. Porém, em termos relativos, verifica-se que as empresas do setor de tecnologia da informação foram as que fizeram mais transações de M&A no período analisado.

Tabela 5 - Total de ocorrências de M&As por setor de atividade

Setor NAICS Nível 1	Fusões e Aquisições		
	0	1	Total
Administração de empresas e empreendimentos	129	1	130
Agricultura, pecuária, silvicultura, pesca	21	0	21
Artes, entretenimento e recreação	0	1	1
Assistência médica e social	6	4	10
Comércio atacadista	16	3	19
Comércio varejista	90	3	93
Construção civil	82	5	87
Educação	4	1	5
Empresa de eletricidade, gás e água	306	14	320
Hotel e restaurante	14	0	14
Imobiliária e locadora de outros bens	13	6	19
Indústria manufatureira	1.306	59	1.365
Informação	184	26	210
Mineração	24	17	41
Outros serviços	4	0	4
Serviços de apoio a empresas e gerenciamento	10	0	10
Serviços profissionais e científicos	18	0	18
Transporte e armazenamento	55	6	61
Total	2.282	146	2.428

Na Tabela 6, observa-se que, das 2428 observações firma/ano, apenas 6% de todas as empresas fizeram M&As durante o período observado. Todavia, apesar da média ser bastante baixa a variância é alta, confirmando a presença de heterogeneidade entre as empresas. Isso também se confirma na tabela 3 (diferenças entre setores/número de M&A) e na Tabela 5 (diferenças entre empresas/número de M&A).

Quanto à tipologia, verifica-se para nossa amostra, no nosso período, que em média o maior acionista último tem 60,83% dos direitos de voto, bem próximo aos 67% encontrados por Claessens, Djankov e Lang (2000) quando pesquisaram as empresas da Ásia Oriental, e que, portanto, a concentração de propriedade está ligada à possibilidade do acionista majoritário monitorar os gestores (LA PORTA et al., 1999). Isso indica também uma correlação fortemente negativa entre concentração de propriedade e países cuja lei não protege adequadamente os investidores.

A análise descritiva mostra ainda que 42% das empresas brasileiras são de controle familiar, 17% de controle estrangeiro e 6% estatal confirmando os trabalhos de Claessens *et al.* (2002) que as empresas das economias emergentes são conhecidas por

apresentarem alto grau de concentração de propriedade, e particularmente, elevado controle familiar.

As empresas da nossa amostra apresentaram 65% de estruturas piramidais e 78% de ações preferenciais, significando que as empresas brasileiras se utilizam de outros mecanismos de aumento de poder de controle, além das ações de direito de voto. Isso, em parte, pode explicar os 87% encontrados, de empresas com excesso de controle de voto (ECR).

Quanto à participação de *blockholders*, foi encontrado que em 40% das empresas existem a participação desses tipos de acionistas, o que pode indicar, de acordo com Konijn, Kräussl e Lucas (2011) a presença de um monitoramento mais eficaz no comportamento dos gestores.

No que concerne a presença do acionista majoritário no conselho, 52% das empresas apresentaram o mesmo indivíduo com acúmulo de funções, ocupando lugar de presidente executivo e um cargo no conselho, diferentemente do que sugerem Bris, Brisley e Cabolis (2008) que o conselho deve adotar estruturas de liderança independentes.

Em relação aos níveis de governança, 89% das empresas estão no segmento tradicional, 5% no Novo Mercado, 4% no Nível 1 e 2% no Nível 2. O Segmento tradicional atende apenas as regulamentações exigidas por lei.

Quanto às correlações, observou-se uma correlação negativa entre as variáveis M&A e TOP 1 (direitos de votos) em linha com a hipótese 1. No que diz respeito à correlação entre a variável dependente e as tipologias do acionista, nota-se uma variação, indicando em parte, que controladores diferentes tendem a ter um comportamento distinto no que tange a decisão de M&A.

Já, a forte correlação entre as variáveis *blockholders* e direitos de voto do maior acionista, sugere um problema de multicolinearidade, o que nos levaria a omitir uma dessas variáveis se esse problema fosse confirmado. Porém, feito o teste de Valor de Inflação da Variância (VIF) encontrou-se um valor de 1.96, significando que não há multicolinearidade entre as variáveis e que, portanto, o problema é de grau e não de

natureza. Como regra para que se confirme a multicolinearidade, o valor do VIF tem que ser > 5 (CORRAR, PAULO e DIAS FILHO, 2014).

Tabela 6 - Estatística descritiva e tabela de correlações

#	Variáveis	Média	D.P.	Mín.	Máx.	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
(1)	Fusão e Aquisição (0/1)	0,06	0,24	0	1	1															
(2)	Top 1 - Direitos de Voto	60,83	25,93	10,76	100	-0,05	1														
(3)	ECR	0,87	0,33	0	1	-0,1	0,17	1													
(4)	Blockholders	23,29	20,11	0	74,65	-0,04	-0,75	-0,03	1												
(5)	Controlador Familiar	0,42	0,49	0	1	-0,09	0,1	0,17	0,05	1											
(6)	Controlador Estatal	0,06	0,24	0	1	0,03	0,09	0,02	-0,08	-0,22	1										
(7)	Controlador Estrangeiro	0,17	0,38	0	1	0	0,15	-0,06	-0,09	-0,39	-0,12	1									
(8)	Conselho	0,52	0,5	0	1	-0,04	-0,16	0,07	0,09	0,58	-0,27	-0,46	1								
(9)	Estrutura Piramidal	0,65	0,48	0	1	0,06	0,12	0,18	-0,08	0,12	-0,15	-0,11	0,12	1							
(10)	Ações Preferenciais	0,78	0,41	0	1	-0,1	0,13	0,51	0,04	0,14	0,04	-0,04	0	-0,03	1						
(11)	Tamanho	14,1	1,91	4,67	19,82	0,24	-0,04	-0,07	-0,05	-0,29	0,25	0,13	-0,27	0,05	0,01	1					
(12)	Retorno sobre Ativos	0	0,18	-0,8	0,29	0,11	-0,07	-0,1	0,01	-0,11	0,04	0,07	-0,08	0,03	-0,08	0,41	1				
(13)	Endividamento	0,29	0,3	0	1,88	0	-0,02	0,04	0,04	0,05	-0,1	-0,06	0,04	0,05	0,05	-0,05	-0,5	1			
(14)	Investimento	0,07	0,08	-0,11	0,53	0,19	0	-0,08	-0,07	-0,04	-0,05	0,06	-0,02	0,04	-0,06	0,22	0,16	-0,03	1		
(15)	Disponibilidade de Caixa	0,09	0,12	0	0,67	0,09	-0,09	-0,1	-0,03	-0,05	-0,07	-0,05	0,06	0,05	-0,15	0,1	0,25	-0,1	0,06	1	
(16)	Tobin's Q	1,34	1,06	0,42	6,52	0,1	0,01	-0,14	-0,06	-0,04	-0,1	-0,01	0,02	0,08	-0,2	-0,28	-0,45	0,4	0,03	0,07	1
(17)	Segmento Tradicional	0,89	0,31	0	1	-0,25	0,17	0,21	-0,03	0,01	-0,07	0,1	-0,08	-0,05	0,2	-0,23	-0,15	0,01	-0,17	-0,22	-0,16
(18)	Nível 1	0,04	0,2	0	1	0,14	-0,03	0,08	-0,01	0,05	0,09	-0,09	0,04	0,03	0,11	0,22	0,1	0,02	0,05	0,01	-0,02
(19)	Nível 2	0,02	0,13	0	1	0,06	-0,03	0,04	0,07	0,01	0,04	-0,01	0,03	0,04	0,03	0,07	0,05	-0,02	0,04	0,12	0,09
(20)	Novo Mercado	0,05	0,22	0	1	0,2	-0,2	-0,39	0,01	-0,07	-0,01	-0,06	0,05	0,02	-0,39	0,08	0,09	-0,02	0,16	0,23	0,19

3.5 Estratégia de Estimação

Considerando que a variável dependente é de natureza binária tomando valor 1 quando determinada empresa realizou uma transação de fusão e aquisição no ano t e, caso contrário, 0, o método escolhido para estimação desse modelo foi a regressão logística em dados em painel, visto que: (i) o modelo de resposta binária *logit* representa uma formulação particular de modelos não lineares (VERBEEK, 2004); (ii) os dados em painel envolvem uma amostra fixa de elementos da população que é medida repetidamente, ou seja, a amostra permanece a mesma ao longo do tempo, provendo uma série de quadros que, vistos em conjunto, oferecem uma ilustração vívida da situação e das mudanças que estão ocorrendo ao longo do tempo (MALHOTRA, 2011).

Como o uso de um modelo de regressão linear poderia nos conduzir a previsões de valores menores que zero e maiores que um para a variável dependente, fez-se necessário converter as observações em razão de chance (*odds ratio*) e submetê-las a uma transformação logarítmica. Desse modo, o modelo passou a evidenciar mudanças nas

inter-relações dos *logs* da variável dependente e não na própria variável (CORRAR, PAULO e DIAS FILHO, 2014).

A maneira que escolhemos para derivar o modelo de regressão binária, foi o modelo de variável latente, isto é, existe uma variável latente contínua (y^*) que não observamos diretamente (e.g. habilidade do gestor) e, que, portanto, não podemos mensurar, mas podemos encontrar um indicador dessa variável não observada (fatores que influenciam o comportamento do gestor) (LONG e FREESE, 2014).

No caso das M&As, se uma empresa fizer uma transação de M&A, tomará o valor um (1), caso contrário, tomará valor zero (0). As variáveis independentes que incluem todas aquelas citadas na Tabela 1, podem estabelecer uma relação forte com a decisão de fazer M&A, porém, o que poderá ser observado é um resultado (0 ou 1) e não uma propensão. A ideia de uma variável latente y^* , é que uma propensão subjacente às M&As gera um estado observado e que embora não se possa observar diretamente essa propensão, em algum momento uma mudança em y^* resultará em uma mudança na variável observada, y , ou seja, a ocorrência de uma M&A.

Isso quer dizer que, se pensarmos em termos de uma variável latente, y^* , variando de $-\infty$ a $+\infty$, o modelo estrutural pode ser definido como:

$$y_{it}^* = \alpha_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

Onde: α_i é tratado como os efeitos aleatórios definido pelas características específicas da nossa amostra (Tabela 4), e x_{it} representa o regressor de vetores das variáveis apresentadas na Tabela 1. Essa equação é idêntica as do modelo de regressão linear exceto, e esta é uma grande exceção, que a variável dependente não é observada.

A medida dessa equação define a ligação entre a variável y observada e a variável latente contínua y^* . Caso com valores positivos de y^* são observados com $y = 1$ (a existência de M&A), enquanto casos negativos ou valor 0 de y^* são observados com $y = 0$ (não existência de M&A).

O modelo de variável latente para um resultado binário com uma única variável independente é mostrado na Figura 1, para um determinado valor de x ,

$$Pr = (y = 1|x) = Pr(y^* > 0|x) \quad (3.2)$$

Substituindo o modelo estrutural e rearranjando os termos temos:

$$Pr = (y = 1|x) = \Pr(\varepsilon > -[\alpha + \beta x]|x) \quad (3.3)$$

o que mostra como a probabilidade depende da distribuição do erro ε . Duas distribuições do ε são comumente usadas, sendo ambas com uma média assumida de 0.

Assumimos o modelo *logit* binário com a equação abaixo:

$$Pr = (y = 1|x) = \frac{\exp(\alpha + \beta x)}{1 + \exp(\alpha + \beta x)} \quad (3.4)$$

Figura 1: Relação entre a variável latente y^* e a probabilidade de ocorrência de uma M&A ($Pr(y=1)$) do modelo de regressão binária (LONG e FREEZE, 2001: 101).

O valor assumido para $\text{Var}(\varepsilon)$ no modelo *logit* ilustra o ponto básico sobre a identificação de modelos com resultados latentes. No modelo de regressão linear, a $\text{Var}(\varepsilon)$ pode ser estimado porque y é observado. No modelo de regressão binária, a $\text{Var}(\varepsilon)$ não pode ser estimado porque a variável dependente não está observada. Consequentemente, o modelo não é identificado a menos que seja feita uma suposição sobre a variância do erro. No modelo *logit*, assumimos que a variância toma o valor de $\pi^2/3$. Ainda que este seja um valor arbitrário e não afeta a probabilidade calculada (para mais detalhe sobre a consequência deste pressuposto, ver LONG (1997: 49-50).

O modelo *logit* estimado é dado pela função: $Pr(y=1|x)=F(\alpha + \beta \cdot x)$, onde x representa as variáveis explicativas (concentração e tipologia do maior acionista) e variáveis de controle (de governança e financeiras), e $y=1$ representa a ocorrência de uma

transação de M&A num dado período para uma determinada empresa da amostra, em função das variáveis explicativas (x).

A interpretação dos parâmetros auferidos nesse modelo é obtida comparando-se a probabilidade de fazer M&A (1) com a probabilidade de não fazer M&A (0), usando a função de razão de chances (*odds ratio*), ou seja, o quão provável uma empresa tem de chance de fazer M&A em relação a outra. A razão de chances é obtida exponenciando o coeficiente ou beta (β) para uma determinada variável explicativa.

4. RESULTADOS

A Tabela 7 apresenta os resultados das estimações dos modelos teóricos propostos pelas hipóteses 1 e 2, pelo estimador de efeitos aleatórios em dados de painel. Antes, contudo, aplicamos o teste Breusch-Pagan e Cook-Weisberg para verificar o potencial de heteroscedasticidade, ou seja, variâncias condicionais não constantes ao longo das observações. O teste, significativo ao nível de 95% de significância, apresenta um valor de chi-quadrado de 2.336,03 e um p-valor de 0,0. Assim, os resultados apresentados consideram a correção de heteroscedasticidade por estimadores de *bootstrap*, mais eficientes e consistentes que o estimador de erros-padrão robustos Halbert White, comumente utilizado (HAUSMAN e PALMER, 2012; CIBRARI-NETO e SOARES, 2003).

A hipótese 1 prevê que quanto maior o controle dos direitos de votos do maior acionista último, menor seria a propensão de M&A. Na Tabela 7, colunas 1 e 2, observa-se um efeito negativo e estatisticamente significativo (p-valor < 0.05) da concentração de direitos de voto do maior acionista na probabilidade de ocorrência de M&A.

A partir dos resultados apresentados na coluna 1 da Tabela 7, podemos concluir que um aumento de 1% na concentração de direito de voto do maior acionista, reduz em 1,5% ($1 - \exp(-0.015)$) as chances de ocorrência de uma transação de M&A. Na coluna 2, assumindo que a posição de controle do maior acionista possa ter sido obtida por meio de mecanismos que permitam o excesso de controle (maior quantidade de direitos de voto em relação aos direitos de fluxo de caixa), como por exemplo, estruturas de propriedade

piramidal ou emissão de ações preferenciais, incluímos a variável de controle “excesso de direitos de voto” (ECR).

Mesmo controlando pela presença de excesso de direitos de voto por parte do acionista último, na coluna 2, observamos o efeito negativo e significativo para a variável de direitos de voto. Neste caso, o efeito econômico da concentração de poder de voto é ainda mais intenso, ou seja, para cada 1% no aumento na concentração de direitos de voto do maior acionista, a propensão a uma transação de M&A se reduz em 3% ($1 - \exp(-0.030)$). Esses resultados evidenciam que os direitos de voto do maior acionista último influenciam a decisão de M&A, confirmando a hipótese 1.

A hipótese 2 prevê que há diferenças entre as empresas com diferentes tipos de acionistas controlador, a saber: controlador familiar, estatal, institucional ou estrangeiro quanto à propensão a uma transação de M&A. Na Tabela 7, coluna 6, observa-se que a presença de um controlador familiar reduz, significativamente (p -valor < 0.01), a probabilidade de ocorrência de uma transação de M&A. Em termos econômicos, se uma empresa passa a ter um controlador familiar, suas chances de fazer uma M&A se multiplica por 0.56 ($\exp(-0.569)$). Em outras palavras, o fato de termos uma empresa com controlador familiar reduz em 43.4% ($1 - \exp(-0.569)$) as chances de ter uma transação de M&A. Do mesmo modo, a presença de um controlador estatal reduziria as chances de uma transação de M&A em 50% ($1 - \exp((-0.706))$), uma vez que o coeficiente relacionado a presença do controlador estatal não é estatisticamente significativo.

Por fim, a existência de um controlador estrangeiro aumentaria em 9% as chances de ocorrência de uma transação de M&A ($\exp(0.093) - 1$). Neste caso, como no caso do controlador estatal, o coeficiente não é estatisticamente significativo.

Estes resultados, em parte, mostram a diferença de comportamento, em sinal e magnitude, dos diferentes tipos de acionista controlador. Para testar se essas diferenças entre os controladores são realmente significativas, fez-se o teste de chi-quadrado. O teste apresentou um valor de chi-quadrado de 5.2 com dois graus de liberdade e o valor de $p = 0.007$ ($M\&A \chi^2 = 5.22$, $df = 2$, $p < 0.01$). Isso indica que os parâmetros estimados dos diversos tipos de controladores são estatisticamente diferentes.

Esses resultados apresentados corroboram com a literatura sobre estrutura de propriedade que afirmam que as preferências e objetivos das firmas variam conforme a

identidade e o poder do acionista controlador (ou majoritário) (THOMSEN e PEDERSEN, 2000; GRINSTEIN e MICHAELY, 2005; AGGARWAL, EREL, FERREIRA, e MATOS, 2011).

Para Thomsen e Pedersen (2000) e Claessens e Fan (2002), a identidade do proprietário altera significativamente a percepção e a projeção dos gestores quanto ao futuro dos negócios principalmente quando a estrutura de propriedade é concentrada. Como o Brasil é composto por empresas com alto grau de controle familiar (JEMISON e SITIKIN, 1986), com elevada concentração na sua estrutura societária (CAIXE e KRAUTER, 2013), a identidade dos acionistas torna-se relevante na escolha da estratégia de crescimento da companhia.

Quanto às variáveis de controle e a influência que elas exercem na decisão de M&As, encontramos que o tamanho da empresa (p-valor <0.001), o investimento (p-valor <0.001) e as oportunidades de investimento (p-valor <0.05), medida pelo Q de Tobin, são significantes e afetam positivamente a probabilidade de as empresas fazerem M&As.

Tomando como referência os valores da análise descritiva da Tabela 6 e a coluna 6 da Tabela 7, podemos calcular os efeitos econômicos destas variáveis. No caso da variável tamanho, um aumento de um desvio padrão no tamanho das empresas aumenta em 4,7 ($\exp(1,91*0,914)-1$) vezes as chances de uma transação de fusão e aquisição, mantidas as demais variáveis constantes.

No caso do investimento, observa-se que um aumento em um desvio padrão no nível de investimento da empresa está associado a um aumento de 67% ($\exp(0,08*6,445)-1$) nas chances de uma transação de M&A. E, por fim, um aumento de um desvio padrão nas oportunidades de investimento tem um efeito de aumentar as chances de uma transação de M&A em 36% ($\exp(0,291*1,06)-1$).

Conforme pode ser observado na Tabela 7, o controle-institucional não foi utilizado como variável explicativa, uma vez que as empresas com este tipo de acionista controlador não fizeram transações de M&As no período observado, conforme apresentado na Tabela 6. Para Long e Freeze (2014) isso é um caso de previsão perfeita, posto que o estimador “controle-institucional”, para o período observado, explica claramente a não ocorrência de uma transação de M&A.

Tabela 7 - Resultado das estimações

Variável Dependente: Fusão & Aquisição	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Top 1 - Direitos de Voto	-0.015+ (0.008)	-0.030* (0.014)				
ECR		-0.77 (0.848)				
Top 1 - Direitos de Voto # ECR		0,019 (0.015)				
Controlador Familiar			-0.547* (0.215)			-0.569** (0.213)
Controlador Estatal				-0.675+ (0.383)		-0.706 (0.452)
Controlador Estrangeiro					0.282 (0.272)	0.093 (0.289)
Blockholders	-0.018+ (0.010)	-0.017+ (0.009)	-0.006 (0.010)	-0.006 (0.010)	-0.005 (0.010)	-0.006 (0.010)
ECR	0.093 (0.597)	0 (0.000)	0.009 (0.303)	-0.002 (0.312)	-0.031 (0.297)	0.02 (0.292)
Conselho	0.117 (0.373)	0.133 (0.359)	0.393 (0.342)	0.134 (0.326)	0.259 (0.333)	0.379 (0.399)
Estrutura Piramidal	0.357 (0.396)	0.395 (0.415)	0.304 (0.196)	0.218 (0.182)	0.277 (0.198)	0.254 (0.191)
Ações Preferenciais	0.01 (0.270)	-0.015 (0.259)	0.016 (0.368)	-0.056 (0.373)	-0.04 (0.376)	0.044 (0.366)
Tamanho	0.896*** (0.121)	0.909*** (0.128)	0.887*** (0.112)	0.938*** (0.105)	0.913*** (0.106)	0.914*** (0.116)
Retorno sobre Ativos	0.328 (1.141)	0.339 (1.146)	0.258 (0.610)	0.257 (0.545)	0.293 (0.582)	0.173 (0.598)
Endividamento	-0.262 (0.480)	-0.269 (0.485)	-0.321 (0.843)	-0.436 (0.910)	-0.297 (0.862)	-0.403 (0.929)
Investimento	6.390*** (0.920)	6.293*** (0.955)	6.559*** (0.771)	6.286*** (0.731)	6.355*** (0.762)	6.445*** (0.736)
Disponibilidade de Caixa	1.249 (0.958)	1.165 (0.944)	1.398 (1.517)	1.413 (1.486)	1.552 (1.489)	1.325 (1.508)
Tobin's Q	0.294* (0.125)	0.288* (0.129)	0.287* (0.115)	0.319** (0.116)	0.311** (0.118)	0.291* (0.117)
Nível 1	-0.454 (0.743)	-0.43 (0.749)	-0.265 (0.636)	-0.336 (0.663)	-0.353 (0.624)	-0.213 (0.711)
Nível 2	0.577 (0.658)	0.591 (0.684)	0.566 (0.503)	0.516 (0.496)	0.478 (0.509)	0.593 (0.483)
Novo Mercado	0.79 (0.598)	0.75 (0.593)	0.954+ (0.511)	0.928+ (0.502)	0.934+ (0.498)	0.980+ (0.514)
Efeitos fixos de Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Constant	-16.248*** (1.732)	-15.847*** (1.692)	-17.126*** (1.537)	-17.776*** (1.426)	-17.636*** (1.414)	-17.435*** (1.560)
lnsig2u	0.674 (0.417)	0.661+ (0.379)	0.672*** (0.143)	0.677*** (0.189)	0.663*** (0.137)	0.678*** (0.154)
AIC	718.309	716.683	711.073	712.149	712.725	709.751
BIC	782.052	780.426	751.637	752.713	753.289	750.315
Número de Observações	2428	2428	2428	2428	2428	2428
+ p<0.10,* p<0.05,** p<0.01, *** p<0.001 (reportamos o erro padrão)						

5. DISCUSSÃO E CONCLUSÃO

O objetivo desse trabalho foi examinar a influência da estrutura de propriedade quanto à concentração e à tipologia do maior acionista nas decisões de M&As. Para tanto, analisamos uma amostra de 429 empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, no período de 1998 a 2007, dado que não encontramos nenhuma observação no ano de 1997.

Os resultados apontaram que as empresas brasileiras são em sua maioria de propriedade familiar e cujos direitos do voto estão concentrados nas mãos do maior último acionista (ver Tabela 6), produzindo evidências consistente com as teorias relacionadas à estrutura de propriedade e a influência do proprietário nas decisões estratégicas. Ademais, foi encontrado uma relação significativa entre o tamanho da empresa, o investimento e o valor de mercado nas ocorrências de M&A, indicando que as empresas maiores em termos de ativos e com oportunidade de investimento alavancam via M&A.

No que concerne ao tipo do controlador, os resultados obtidos confirmam os estudos que defendem que quanto maior for o grau de participação da propriedade familiar no controle, mais inversamente relacionado ao volume de aquisições ele estará (MILLER, BRETON-MILLER e LESTER, 2010). Tal argumento pode ser sustentado pelo desejo da manutenção de controle e pelo medo de conceder poder a terceiros que possam por ventura influenciar nas decisões estratégicas (GOMES-MEJIA *et al.*, 2011; MILLER; BRETON-MILLER e LESTER, 2010); pela falta de talento gerencial, pelas escolhas baseadas mais nas emoções e na manutenção da riqueza socioemocional da família (SINGLA; VELIYATH e GEORGE, 2014) e pelo desejo de transmitir os negócios aos seus descendentes (LIMA, 1999; SHARMA, 2004).

Quanto ao controlador estatal, sabe-se que como o governo tem o poder discricionário das decisões sem que haja nenhum regulamento que o controle, pelo contrário, ele quem dita as regras econômicas, ele tende a possuir objetivos diferentes das empresas privadas, podendo vender ou comprar o que ele quiser, seja em benefício dos acionistas (povo) ou por projetos politicamente desejáveis (LA PORTA, 2000).

Além do mais, mesmo quando o governo estende parte dos seus direitos de controle para o setor privado (privatização) ou quando ele se ramifica direta ou indiretamente, mesmo que minoritariamente, com outras empresas via participação acionária (LAZZARINI, 2011) ele mantém seu poder via bancos de investimentos ou fundos de pensão (GAUGHAN, 2015).

Como pode se notar na tabela 5, foram as empresas que apresentam uma relação com o governo (energia/gás e água) que mais fizeram operações de M&A.

Tanto os controladores familiares como o estatal, os resultados também evidenciaram que eles se utilizam de mecanismos como classes de ações duplas e formas piramidais para aumentar o poder de controle dos acionistas controladores.

Em relação ao controlador institucional, considerados um dos mais importantes participantes do mercado por movimentarem grandes volumes (CHEN *et al.*, 2009), não encontramos na nossa amostra nenhuma operação de M&A para os investidores nacionais e uma participação insignificante para os estrangeiros.

Esse resultado pode ser um indicativo que o perfil estratégico desse tipo de investidor é pela diversificação via portfólio, além de corroborar com a tese de Andriosopoulos e Yang (2015) que os investidores institucionais são mais avessos às M&As porque essas operações podem distorcer a sua participação na governança quando se têm grandes grupos de investidores envolvidos, como no caso do Brasil, que de acordo com Lazzarini (2011), as empresas brasileiras tendem a se agruparem em grupos econômicos piramidais.

Com isso, concluímos que a concentração dos direitos de voto e a tipologia do maior acionista último é relevante nas decisões de M&A.

A contribuição desse estudo do ponto de vista teórico está relacionada às literaturas que abordam M&A e estrutura de propriedade e que justificam a decisão dos gestores por esse tipo de operação, levando-se em conta as vantagens individuais obtidas em razão do aumento do tamanho das empresas (KRISHNAMURTI; SHAMS e CHOWDHURY, 2017) ou em razão do narcisismo dos gestores (AGGARWAL e SAMWICK, 2003). Nota-se que para o Brasil essas motivações não se justificam, considerando que as decisões na maior parte das empresas são do acionista controlador.

Do ponto de vista de futuros investidores minoritários, a nossa contribuição está relacionada em mostrar que pouco ou nenhum poder eles terão dentro da empresa e que, portanto, não poderão decidir quanto à utilização dos recursos quando se pretende obter crescimento rápido e acesso à novos mercados por meio de M&A. Além do mais, o medo de perder o controle involuntariamente pode ser uma proposta tão onerosa em termos de resgatar os benefícios privados de controle, que os acionistas controladores fazem de tudo para manter o controle dos direitos de votos e, portanto, ficam menos dispostos a vender

ações da empresa para arrecadar fundos ou diversificar (LA PORTA, LOPES-DE-SILANES e SHLEIFER, 1999).

No que se refere às limitações, não podemos afirmar uma relação de causalidade entre os constructos teóricos, mas somente que existe uma significativa correlação entre as variáveis do modelo. Além disso, esse estudo utilizou para análise, apenas as definições de M&As da Bureau van Dijk. Neste sentido, outros estudos podem analisar quais os efeitos da estrutura de propriedade em função das diversas definições e tipologias de transações de fusões e aquisições.

Sugere-se para estudos futuros, a busca por outras alternativas de variáveis instrumentais ou estratégias de identificação para demonstrar a causalidade entre a estrutura de propriedade e estratégias de M&A e, se existem diferenças nas estratégias de M&A a partir do período pós-crise (2008), pois estudos recentes apontam que os efeitos da crise tendem a reduzir o valor dos ativos, aumentando a ocorrência de transações de fusões e aquisições em determinados países, aqueles mais afetados pelo ciclo econômico (REDDY, NANGIA e AGRAWAL, 2014).

REFERÊNCIAS

- ADAMS, R.; MEHRAN, H. *Is corporate governance different for bank holding companies?* Economic Policy Review, v. 9, n. 1, p. 123-142, 2003.
- ALDRIGHI, D.M.; POSTALI, F.A.S. *Propriedade piramidal das empresas no Brasil*. Revista Economia; v. 12, n.1, p. 27-48, 2011.
- ALDRIGHI, D.M. *Concentração da Propriedade do Capital e Controle das Empresas no Brasil*. Apresentação do 14 Encontro Brasileiro de Finanças da Sociedade Brasileira de Finanças, 2014. Disponível em: <http://sbfin.org.br/encontros-antiores-assets/2014/artigos/ID4663.pdf>. Acesso em 22.03.2017.
- ANDRIOSOPOULOS, D.; YANG, S. *The impact of institutional investors on mergers and acquisitions in the United Kingdom*. Journal of Banking & Finance. v. 50, p. 547-561, 2015.
- ANGWIN, D. *Merger and acquisition typologies: A review*, in Eds. David Faulkner, Satu Teerikangas, and Richard J. Joseph. The Handbook of mergers and acquisitions Oxford: Oxford University Press, 2012.
- AGGARWAL, R.K.; SAMWICK, A.A. *Why Do Managers Diversify Their Firms? Agency Reconsidered*. The Journal of Finance. v. LVIII, n. 1, 2003.
- AGGARWAL, R.; EREL, I.; FERREIRA, M.; MATOS, P. Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. Journal of Finance Economics, v. 100, p. 154-181, 2011.
- AGUILERA, R.V.; KABBACH, L.R.C.; LEE, J.H.; YOU, H. *Corporate Governance in Emerging Markets. Forthcoming in G. Morgan and R. Whitley, Capitalisms and Capitalism in the 21st Century*. Oxford: Oxford University Press. Published: April 9, 2011. Disponível em: http://www.business.illinois.edu/Working_Papers/papers/11-0104.pdf. Acesso em 23.03.2016.
- APPLEYARD, D.; FIELD JR.; COBB, S.L. *Economia Internacional*. Ed. 6. Porto Alegre: AMGH, 2010. Tradução técnica: André Fernandes Lima, Joaquim Carlos Racy, Marcel Guedes Leite, Márcia Flaire Pedroza.
- ARREGLE, J.-L.; NALDI, L.; NORDQVIST, M.; HITT, M.A. *Internationalization of Family-Controlled Firms: A Study of the Effects of External Involvement in Governance*. Entrepreneurship Theory and Practice, v. 36, n. 6, p. 1115-1143, 2012.
- AYBAR, B.; FICICI, A. *Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals*. Journal of International Business Studies, v. 40, n. 8, p. 1317-1338, 2009.
- BALAKRISHNAN, S.; KOZA, M.P. *Information asymmetry, adverse selection, and joint ventures*. Theory and Evidence. Journal of Economic Behavior and Organization, v. 20, p. 99-117, 1993.

BARNEY, J.B.; HESTERLY W.S. *Administração estratégica e vantagem competitiva*. Tradução Monica Rosemberg; revisão técnica Pedro Zanini. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

BHAUMIK, S.; DRIFFIELD, N.; PAL, S. *Does ownership structure of emerging-market firms affect their outward FDI? The case of the Indian automotive and pharmaceutical sectors*. Journal of International Business Studies, v. 41, n.3, p. 437-450, 2010.

BEBCHUCK, L.A. *A rent-protection theory of corporate ownership and control*. NBER Working Paper Series. Working Paper 7203. National Bureau of Economic Research 1050. Massachusetts, 1999.

BEBCHUCK, L.A.; KRAAKMAN, R.; TRIANTIS, G. *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*. A chapter in Concentrated Corporate Ownership, p. 295-318 from National Bureau of Economic Research, Inc, 2000. Disponível em: <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/2000.Bebchuk-Kraakman-Triantis.Stock.Pyramids.pdf>. Acesso em 28.3.2017.

BERLE, A.A. Jr; MEANS, G. C. *The modern corporation and private property*. New York: The Macmillan Company, 1932.

BHAUMIK, S. K.; DRIFFIELD, N.; PAL, S. *Does ownership structure of emerging-market firms affect their outward FDI? The case of the Indian automotive and pharmaceutical sectors*. Journal of International Business Studies, v. 41, p. 437-450, 2010.

BOLLAERT, H.; DELANGHE, M. *Security and Zephyr, data sources for M&A research*. Journal of Corporate Finance, v. 33, p. 85-100, 2015.

BOULTON, T. J.; SMART, S. B.; ZUTTER, C. J. *IPO underpricing and international corporate governance*. Journal of International Business Studies, v. 41, n. 2, p. 206-222, 2010.

BRIS, A; BRISLEY, N.; CABOLIS, C. *Adopting better corporate governance: evidence from cross-border mergers*. Journal of Corporate Finance, v. 14, n. 3, p. 224-240, 2008

BROCKMAN, P.; RUI, O.M.; ZOU, H. *Institutions and the performance of politically connected M&As*. Journal of International Business Studies, v. 44, p. 833-852, 2013.

CAIXE, D.F.; KRAUTER, E. *A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de Mercado corporativo no Brasil*. Rev. contab. finanç., v.24, n.62, p.142-153, 2013.

CAMERON, A.C.; TRIVEDI, P.K. *Microeconometrics Using Stata*. College Station, TX: Stata Press, 2010.

CAPRIO, L.; CROCI, E.; DEL GIUDICE, A. *Ownership structure, family control, and acquisition decisions*. Journal of Corporate Finance. v. 17, n. 5, p. 1636-1657, 2011.

CARPENTER, M. A.; FREDRICKSON, J. W. *Top management teams, global strategic posture, and the moderating role of uncertainty*. Academy of Management Journal, v. 44, n. 3, p. 533-545, 2001.

CHARI, M. D. R.; CHANG, K. *Determinants of the share of equity sought in cross-border acquisitions*. Journal of International Business Studies, v. 40, n. 8, p. 1277-1297, 2009.

CHEN, L-W.; JOHNSON, S.A.; LIN, J-C.; LIU, Y-J. *Information, sophistication, and foreign versus domestic investors' performance*. Journal of Banking & Finance, v. 33, n. 9, p. 1636-1651, 2009.

CHOE, H.; KHO, B-C; STULZ, R.M. *Do domestic investors have an edge? The trading experience of foreign investors in Korea*. Working Paper 10502. National Bureau of Economic Research 1050. Massachusetts, 2004.

CIBARI-NETO, F.; SOARES, A.C.N. *Inferência em Modelos Heterocedásticos*. RBE, Rio de Janeiro, v. 57, n. 2, p. 319-335, 2003.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L.H.P. *The separation of ownership and control in East Asian Corporations*. Journal of Financial Economics. v. 58, n. 1-2, p. 81-112, 2000.

CLAESSENS, S., FAN, J. *Corporate governance in Asia: a survey*. International Review of Finance, v. 3, n. 2, p. 71-103, 2002.

CLAESSENS, S., DJANKOV, S., FAN, J. P. H., LANG, L. H. P. *Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings*. Journal of Finance, v. LVII, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

COASE, R. H. *The Institutional Structure of Production*. The American Economic Review. v. 82, n. 4, p. 713-719, 1992.

CONNELLY, B. E, HOSKISSON, R. E., TIHANYI, L., CERTO, S. T. *Ownership as a Form of Corporate Governance*. Journal of Management Studies, v. 47, n.8, p. 1561-1589, 2010.

CORRAR, L.J; PAULO,E.; DIAS FILHO, J.M. *Análise multivariada para os cursos de administração, ciencias contábeis e economia*. Ed. 1ª. FIFECAPI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras. São Paulo: Atlas, 2014.

CORNETT, M.; ADAIR, T.; NOFSINGER, J. *Finance: applications and theory*. Ed. 2. Mc. Grau-Hill. Irwin Series in Finance, Insurance and Real State, 2011.

CORNETT, M.; ADAIR, T.; NOFSINGER, J. *Finanças*. Tradução: R. Brian Taylor, revisão Almir Ferreira de Souza e Elizabeth Krauter. Dado Eletrônico – Porto Alegre: AMGH, 2013.

CROCI, E.; GONENC, H.; OZKAN, N. *CEO compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe*. Journal of Banking & Finance, v. 36, n. 12, p. 3318-3335, 2012.

DATTA, D. K.; MUSTEEN, M.; HERRMANN, P. *Board Characteristics, Managerial Incentives, and the Choice Between Foreign Acquisitions and International Joint Ventures*. Journal of Management, v. 35, n. 4, p. 928-953, 2009.

- DEMSETZ, H., LEHN, K. *The structure of corporate ownership: causes and consequences*. Journal of Political Economy, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.
- DEMSETZ, H., VILLALONGA, B. *Ownership structure and corporate performance*. Journal of Corporate Finance, v. 7, n. 3, p. 209-233, 2001.
- DENG, P.; YANG, M. *Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation*. International Business Review, v. 24, n.1, p. 157–172, 2015.
- DITTMANN, I.; MAUG, E.; SCHNEIDER, C. *How Preussag became TUI: A clinical study of institutional blockholders and restructuring in Europe*. Financial Management, v. 37, n. 3, p. 571-598, 2008.
- DOUKAS, J.; TRAVLOS, N. *The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions*. The Journal of Finance, v. 43, n. 5, p. 1161-1175, 1988.
- DVORÁK, T. *Do Domestic Investors Have an Information Advantage? Evidence from Indonesia*. The Journal of Finance, v. 60, n. 2, p. 817-839, 2005.
- EISENHARDT, K.M. *Building Theories from Case Study Research*. The Academy of Management Review, v. 14, n. 4, p. 532-550, 1989.
- FAMA, E. *Agency Problems and the Theory of the Firm*. Journal of Political Economy, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.
- FAMA, E., JENSEN, M. *Separation of ownership and control*. Journal of Law and Economics, v. 26, n. 2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution, p. 301-325, 1983.
- FERNANDEZ, Z.; NIETO, M. J. *Impact of ownership on the international involvement of SMEs*. Journal of International Business Studies, v. 37, n. 3, p. 340-351, 2006.
- FILATOTCHEV, I; STRANGE, R; PIESSE, J.; LIEN, Y-C. *FDI by firms from newly industrialised economies in emerging markets: corporate governance, entry mode and location*. Journal of International Business Studies v. 38, p. 556–572, 2007.
- FROOT, K.A.; RAMADORAI, T. *Institutional Portfolio Flows and International Investments*. The Review of Finance Studies, v. 21, n. 2, 2008.
- GAUGHAN, P.A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* - 6th Edition. JohnWiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2015.
- GILLAN, S.; STARKS, L.T. *Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective*. Journal of Applied Finance, v. 13, n. 2, 2003.
- GOMEZ-MEJIA, L.R.; CRUZ, C.; BERRONE, P.; CASTRO, De J. *The Bind that Tie: Socioemotional Wealth Preservation in Family Firms*. The Academy of Management Annals, v. 5, n. 1, 2011.
- GORGA, E. *Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries*.

Cornell Law School and Fundação Getúlio Vargas Law School at Sao Paulo, 2008. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1121037>. Acesso em 15.3.2016

GRINSTEIN, Y.; MICHAELY, R. *Institutional holdings and payout*. The Journal of Finance, v. 60, n. 3, p. 1389-1426, 2005.

GUJARATI, D.N., PORTER, D.C. *Econometria Básica*. AMGH Editora. 5ª. Edição, 2011.

HANSMANN, H. *Ownership of the Firm*. Journal of Law, Economics, and Organization, v. 4, n. 2, 1988.

HASPESLAGH, P.C.; JEMISON, D.B. *Review: Managing Acquisitions: creating value through corporate renewal*. The Academy of Management Review. v. 18, n. 2, 1993.

HAUSMAN, J.; PALMER, C. 2012. *Heteroskedasticity-robust inference in finite samples*. Economics Letters, v. 116, p. 232–235, 2012.

HITT, C.W.L.; SNELL, S.A. *Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity*. The Academy of Management Journal, v. 32, n. 1, p. 25-46, 1989.

HITT, M.A.; KING, D.; KRISHNAN, H.; MAKRI, M; SCHIJVEN, M.; SHIMIZU, K.; ZHU, H. *Creating value through mergers and acquisitions*, in Eds. David Faulkner, Satu Teerikangas, and Richard J. Joseph. “The Handbook of Mergers and Acquisitions” Oxford: Oxford University Press, 2012.

HOPE, O-K.; THOMAS, W.B.; VYAS, D. *Financial credibility, ownership, and financing constraints in private firms*. Journal of International Business Studies, v. 42, n. 7, p. 935-957, 2011.

HOSKISSON, R.E.; HITT, M.A.; JONHSON, R.A.; GROSSMAN, W. *Conflicting Voices: The Effects of Institutional Ownership Heterogeneity and Internal Governance on Corporate Innovation Strategies*. The Academy of Management Journal, v. 45, n 4, p. 697-716, 2002.

HSIAO, C. *Analysis of panel data*. 2nd. Edition. Cambridge University Press. Disponível em: <http://dlib.bpums.ac.ir/multiMediaFile/9812377-4-1.pdf;jsessionid=cd25bf259fa887e9373e1fc95a7d9bbd90a695486b63fe4e6318f79c7328497d>. Acesso em 16 de junho de 2017.

JEMISON, D.B; SITKIN, S.B. *Corporate acquisitions: a process perspective*. Academy of Management Review. v. 11, n 1, p. 145-163, 1986.

JENSEN, M. C., MECKLING, W. H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

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

JENSEN, M. C. *TAKEOVERS: their causes and consequences*. Journal of Economic Perspectives, v. 2, n.1, p. 21-48, 1988.

JIANG, Y.; PENG, M.W.; YANG, X.; MUTLU, C.C. *Privatization, governance, and survival: MNE investments in private participation projects in emerging economies*. Journal of World Business, v. 50, p. 294–301, 2015.

KANG, J-K; KIM, J-M. *Do foreign investors exhibit a corporate governance disadvantage? An information asymmetry perspective*. Journal of International Business Studies, v. 41, p. 1415–1438, 2010.

KOERNIARDI, H; KRISHNAMURTI, C.; TOURANI-RAD, A. *Cross-Border mergers and acquisitions and default risk*. International Review of Financial Analysis, v. 42, p. 336-348, 2015.

KOGUT, B; SINGH, H. *The effect of national culture on the choice of entry mode*. Journal of International Business Studies, v. 19, n. 3, p. 411-432, 1988.

KONIJN, S.J.J.; KRÄUSSL, R.; LUCAS, A. *Blockholder dispersion and firma value*. Journal of Corporate Finance, v. 17, n. 5, p. 1330-1339, 2011.

KRISHNAMURTI, C.; SHAMS, S.; CHOWDHURY, H. *Empire Building and Corporate Social Responsibility (2017)*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2804846>. Acesso em: 19.05.2016

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. *Corporate ownership around the world*. Journal of Finance, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A.; VISHNY, R. *Law and Finance*. Journal of Political Economy, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; E VISHNY, R. *Investor protection and corporate governance*. Journal of Financial Economics, v. 58, p. 3-27, 2000.

LAZZARINI, S. G. *Capitalismo de Laços: os donos do Brasil e suas conexões*. Rio de Janeiro. Elsevier, 2011.

LIANG, H.; REN, B.; SUN, S.L. *An anatomy of state control in the globalization of state-owned enterprises*. Journal of International Business Studies, v. 46, p. 223-240, 2015.

LIANG, X.; WANG, L.; CUI, Z. *Chinese Private Firms and Internationalization Effects of Family Involvement in Management and Family Ownership*. Family Business Review, v. 27, n. 2, p 126-141, 2014.

LIEN, Y-C.; FILATOTCHEV, I. *Ownership characteristics as determinants of FDI location decisions in emerging economies*. Journal of World Business, v. 50, p. 637–650, 2015.

LIMA, M.A.P. *Grandes famílias grandes empresas. Ensaio antropológico sobre uma elite de Lisboa*. Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa, Lisboa 1999. Disponível em: https://www.pagu.unicamp.br/pf-pagu/public-files/arquivo/75_lima_maria_antonio_pedroso_de_termo.pdf. Acesso: 21.01.2016.

LONG, J.S.; FREESE, J. *Regression models for categorical dependent variables using stata*. 3a. Ed., Stata Press, USA, 2014.

- MALHOTRA, N.K. *Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada*. Bookman 6ª. Edição, 2011
- MANNE, H.G. *Mergers and the Market for Corporate Control*. The Journal of Political Economy, v. 73, n. 2, p. 110-120, 1965.
- MCGUIGAN, J.R.; MOYER, R. C.; HARRIS, F.H. De B. *Economia de Empresas - Aplicações, Estratégia e Táticas* - Tradução da 13ª Ed. Norte-Americana. Cengage Learning Nacional, 2016.
- MILLER, D.; BRETON-MILLER, I.L. *Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship, and Capabilities*. Family Business Review, v.19, n. 1, p. 73-87, 2006.
- MILLER, D.; BRETON-MILLER, I.L.; LESTER, R.H. *Family ownership and acquisition behaviour in publicly-traded companies*. Strategic Management Journal, v., 31, n. 2, p. 201–223, 2010.
- MIZRUCHI, M. S. *Berle and Means revisited: The governance and power of large U.S. corporations*. Theory and Society v. 33, n. 5, p. 579-617, 2004.
- MORCK, R., SHLEIFER, A., VISHNY, R. W. *Management ownership and market valuation: an empirical analysis*. Journal of Financial Economics, v. 20, p. 293-315, 1988.
- MUSACCHIO, A.; LAZZARINI, S.G.; *Reinventando o capitalismo de Estado: o Leviatã nos negócios : Brasil e outros países*. Tradução Afonso Celso da Cunha Serra — 1a ed. — São Paulo: Portfolio-Penguin, 2015.
- PEDERSEN, T.; THOMSEN, S. *Ownership structure and value of the largest European firms: the importance of owner identity*. Journal of Management and Governance, v. 7, p. 27–55, 2003.
- PIMENTEL, R. *O Ambiente Institucional e as formas de organização dos fundos de pensão no Brasil*. Relatórios de Pesquisa em Engenharia de Produção, Programa de Pós-Graduação em Eng. de Produção, v. 3, n. 6, 2003.
- PINDADO, J.; REQUEJO, I. *Family Business Performance from a Governance Perspective: A Review of Empirical Research*. International Journal of Management Reviews. v. 17, n. 3, p. 279-311, 2015.
- REDDY, K.S.; NANGIA, V.K.; AGRAWAL, R. *Corporate mergers and financial performance: a new assessment of India cases*. Nankai Business Review International, v. 4, n. 2, p. 107-129, 2013.
- RODRIGUEZ, P.; UHLENBRUCK, K.; EDEN, L. *Government corruption and the entry strategies of multinationals*. Academy of Management Review, v. 30, n. 2, p. 383–396, 2005.
- ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J. *Corporate Finance, Sixty Edition* – Mc Graw Hill Education, 2002.

- ROSSETTI, J. P. *Fusões e aquisições no Brasil: as razões e os impactos*. In: BARROS, Betânia Tanure de (Org.). *Fusões, aquisições & parcerias*. São Paulo: Atlas, 2001.
- ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. *Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*. Atlas, 2007.
- SALANCIK, G.R.; PFEFFER, J. *Effects of Ownership and Performance on Executive Tenure in U.S. Corporations*. The Academy of Management Journal, v. 23, n. 4, p. 653-664, 1980.
- SANTOS, M.B.; ERRUNZA, V.R.; MILLER, D.P. *Does corporate international diversification destroy value? Evidence from cross-border mergers and acquisitions*. Journal of Banking & Finance, v. 32, n. 12, p. 2716-2724, 2008.
- SHARMA, P. *An Overview of the Field of Family Business Studies: Current Status and Directions for the Future*. Family Business Review, v. 17, n. 1, p.1-36, 2004.
- SHIM, J.; OKAMURO, H. *Does ownership matter in mergers? A comparative study of the causes and consequences of mergers by family and non-family firms*. Journal of Banking & Finance, v. 35, p.193-203, 2011.
- SHLEIFER, A. *State versus Private Ownership*. The Journal of Economic Perspectives, v. 12, n. 4, p. 133-150, 1998.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. *A survey of corporate governance*. Journal of Finance, v. LII, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SHORT, H. *Ownership, Control, Financial Structure and the Performance of Firms*. Journal of Economic Surveys, v. 8, n. 3, p. 203-49, 1994.
- SINGH, H; MONTGOMERY, C.A. *Corporate acquisition strategies and economic performance*. Strategic Management Journal, v. 8, n. 4, p. 377-386, 1987.
- SINGLA, C.; VELIYATH, R.; GEORGE, R. *Family firms and internationalization-governance relationships: evidence of secondary agency issues*. Strategic Management Journal, v. 35, p. 606-616, 2014.
- STATACORP. 2017. *Stata: Release 15. Statistical Software*. College Station, TX: StataCorp LLC.
- TANURE, B.; CANÇADO, V. L. *Fusões e aquisições: aprendendo com a experiência brasileira*. Rev. adm. empres.[online]. 2005, v. 45, n.2, p. 10-22. ISSN 0034-7590. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902005000200002>. Acesso 24.03.2017
- THOMSEN, S; PEDERSEN, T. *Ownership structure and economic performance in the largest European companies*. v. 21, n. 6, p 689-705, 2000.
- TIGRE, P.B. *Paradigmas tecnológicos e teorias econômicas da firma*. Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2005. Revista Brasileira de Inovação 4 (1), p. 187-223, 2005.
- TIHANYI, L.; JOHNSON, R.A.; HOSKISSON, R.E.; HITT, M.A. *Institutional Ownership Differences and International Diversification: The Effects of Boards of*

Directors and Technological Opportunity. The Academy of Management Journal, v. 46, n. 2, p. 195-211, 2003.

TIROLE, Jean. *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press Princeton and Oxford - Copyright © 2006.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). *Training Manual on Statistics for FDI and the Operations of TNCs*. V. I. FDI Flows and Stocks. Geneva, 2009. Disponível em: http://unctad.org/en/Docs/diaeia20091_en.pdf. Acesso 3.11.2016

_____. *World Investment Report 2016. Investor Nationality: Policy Challenges*. United Nations Publications. Geneva. Disponível em: Recuperado de <http://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=1555>. 2016. Acesso 3.11.2016.

_____. *Global Investment Trends Monitor*, n. 22, 2016. Disponível em: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/webdiaeia2016d1_en.pdf. Acesso 3.11.2016

VILLALONGA, B.; AMIT, R. *How do family ownership, control and management affect firm value?* Journal of Financial Economics, v. 80, p. 385-417, 2006.

VILLALONGA, B.; McGahan, A.M. *The choice among acquisitions, alliances, and divestitures*. Strategic Management Journal. v. 26, n. 13, p. 1183-1208, 2005.

WILLIAMSON, O. E. *The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes*. Journal of Economic Literature, v. 19, n.4. p. 1537-1568, 1981.

YIU, D.W.; CHEN, X.; XU, Y. *Corporate Governance in Business Groups*. The Oxford Handbook of Corporate Governance. Edited by Douglas Michael Wright, Donald S. Siegel, Kevin Keasey and Igor Filatotchev. Chapter 21, 2013.

ZAHRA, S.A. *International expansion of U.S. manufacturing Family businesses: the effect of ownership and involvement*. Journal of Business Venturing, v. 18, p. 495 – 512, 2003.

ZINGA, M.T.C. *Conflitos de agência, mecanismos de controle e performance das sociedades por quotas anónimas de pequena e média dimensão: um estudo empírico no contexto português*. Tese de doutoramento em Gestão de empresas, especialização em Finanças apresentada à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, 2015.