

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
ESCOLA DE ENGENHARIA DE SÃO CARLOS
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO

MARIANA MARTINS MEIRELLES DE CASTRO

**EFEITOS DO CONTROLE E GOVERNANÇA FAMILIAR EM FUSÕES E
AQUISIÇÕES: EVIDÊNCIAS DE UMA ECONOMIA EMERGENTE**

Orientador: Professor Associado Aquiles E. G. Kalatzis

São Carlos

2018

MARIANA MARTINS MEIRELLES DE CASTRO

Efeitos do Controle e Governança Familiar em Fusões e Aquisições: Evidências de uma
Economia Emergente

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Mestre em Engenharia de Produção.

Área de Concentração: Economia, Finanças Corporativas e Econometria

Orientador: Professor Associado Aquiles E. G. Kalatzis

São Carlos

2018

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

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca Prof. Dr. Sérgio Rodrigues Fontes da EESC/USP com dados inseridos pela autora.

M499e Meirelles de Castro, Mariana Martins
Efeitos do Controle e Governança Familiar em Fusões e Aquisições: Evidências de uma Economia Emergente / Mariana Martins Meirelles de Castro; orientador Aquiles Kalatzis. São Carlos, 2018.

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, 2018.

1. Empresas familiares. 2. Governança Corporativa. 3. Fusões e aquisições. 4. Desempenho operacional. 5. Mercados emergentes. I. Título.

FOLHA DE JULGAMENTO

Candidata: Engenheira **MARIANA MARTINS MEIRELLES DE CASTRO**.

Título da dissertação: "Efeitos do controle e governança familiar em fusões e aquisições: evidências de uma economia emergente."

Data da defesa: 04/04/2018

Comissão Julgadora:

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

Resultado:

Aprovada

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

7 | Aprovado

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

Aprovada
Maria Auxiliadora Pellicani

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

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

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, gostaria de agradecer a Deus por me ensinar o caminho da verdade e da fé, e ser capaz de entender Seus objetivos para minha vida.

Ao meu orientador, Professor Aquiles Kalatzis, e aos professores que me proporcionaram novos conhecimentos, aos meus colegas de aulas, que também aportaram discussões importantes em temas de aprendizagem, seja em sala de aula, viagens ou cafés, vocês me fizeram crescer como aluna e pessoa.

Aos Professores Claudio Antônio Pinheiro Machado Filho, Elizabeth Krauter e Aline Damasceno Pellicani por sua participação nas bancas de qualificação e defesa e que, por meio de seus comentários e sugestões, permitiram melhorar o resultado final deste trabalho.

Especial agradecimento à Jessyca, por sua paciência e atenção nas minhas dúvidas e dificuldades procedimentais. A todos do departamento que com um sorriso ou uma palavra tornam nossos dias de estudo mais amenos.

Aos meus pais, João Paulo e Maria Lúcia, que sempre estão ao meu lado em minhas decisões e me apoiam com sua incondicional ajuda. Ao amor e carinho de meus irmãos, Camila e Lucas, e seus companheiros de vida, Felipe e Helloise.

Ao meu esposo e companheiro de vida, Luiz Ricardo, meu amor e agradecimento por estar ao meu lado. Nas dificuldades e momentos difíceis estive sempre por perto com palavras de conforto e um abraço que acalma e faz seguir em frente. Seu carinho, dedicação e apoio foram fundamentais para que eu pudesse terminar essa etapa da minha vida.

Finalmente, gostaria de agradecer às nossas filhas, Ana Catarina e Maria Vitoria, por alegrar meus dias com sua energia e amor.

RESUMO

MEIRELLES-DE-CASTRO, M.M. **Efeitos do Controle e Governança Familiar em Fusões e Aquisições: Evidências de uma Economia Emergente**. 2018. 51 f. Dissertação de Mestrado em Engenharia de Produção. Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2016.

Neste trabalho examinamos os efeitos do controle e governança familiar nas decisões de fusões e aquisições (M&A). Analisamos 420 empresas não-financeiras listadas na BM&FBovespa entre 1997 e 2007 e encontramos que empresas controladas por famílias empresárias por meio de excesso de direitos de voto são mais propensas a se engajar em atividades de M&A. Encontramos também que empresas cujo presidente do conselho de administração é um membro da família controladora, a probabilidade de crescimento via M&A diminui. Finalmente, encontramos que as atividades de M&A em empresas controladas por famílias prejudicam o desempenho operacional de longo prazo. Em conjunto, mecanismos de excesso de controle parecem atenuar a restrição de recursos financeiros das famílias para perseguir o crescimento via M&A, entretanto, esta estratégia de crescimento gera resultados operacionais inferiores. Estes resultados têm importantes implicações para a literatura de governança e para a prática empresarial em países emergentes como o Brasil.

Palavras-chave: Empresas familiares, governança corporativa, fusões e aquisições, desempenho operacional, mercados emergentes.

ABSTRACT

MEIRELLES DE CASTRO, M.M. **Effects of Family Governance and Control on Mergers and Acquisitions: Evidence from an Emerging Economy**. 2016. 51 f. Qualificação (Mestrado em Engenharia de Produção). Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2016.

We examine the effect of family control and governance on merge and acquisitions (M&A) decisions. We analyze 420 Brazilian non-financial firms from 1997 to 2007 and found that family-controlled firms with excess of control rights are more likely to engage in M&A transactions. We unravel that family chairman reduces the likelihood of family firms to grow through M&As. We also find that M&A activities in family controlled firms are detrimental to their operational performance in the long-run. Overall, family control enhancing mechanism seems to attenuate family limited resources to expand through M&A, where institutions are weak and the capital market is not developed, but this growth strategy leads to poor operational performance. Altogether, these results have important implications for corporate governance research and practice in emerging economies like Brazil.

Keywords: Family firms, corporate governance, merge and acquisitions, operational performance, emerging markets.

LISTA DE ABREVIATURAS

BM&FBovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
IAN	Informações Anuais
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IPO	Oferta Pública Inicial
CEO	Diretor Geral ou Presidente da Empresa
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ECR	Excesso de Direito de Voto
MAU	Maior Acionista Último
M&A	Fusão e Aquisição
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Esquema analítico da relação entre controle familiar, M&A e desempenho operacional.	24
---	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estatísticas descritivas separadas por empresas com controle familiar e não-familiar.	34
Tabela 2 – Tabela de correlações.	35
Tabela 3 – Efeitos do controle e governança familiar nas fusões e aquisições e desempenho operacional.	38

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO.....	10
2.	REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES.....	16
2.1.	GOVERNANÇA CORPORATIVA NUMA PERSPECTIVA HISTÓRICA	16
2.2.	CONTROLE FAMILIAR COMO DETERMINANTE DAS DECISÕES DE M&A.....	20
2.3.	EFEITO DO CONTROLE FAMILIAR E DAS M&A NO DESEMPENHO DA EMPRESA.....	22
3.	METODOLOGIA	25
3.1.	DADOS E AMOSTRA.....	25
3.2.	VARIÁVEIS.....	25
	<i>Variáveis dependentes</i>	25
	<i>Variáveis independentes</i>	26
	<i>Variáveis de controle</i>	27
3.3.	ESPECIFICAÇÃO DO MODELO ECONOMÉTRICO	30
	<i>Determinantes das transações de M&A</i>	30
	<i>Consequências das transações de M&A</i>	31
4.	RESULTADOS	32
4.1.	ANÁLISE DESCRITIVA.....	32
4.2.	DETERMINANTES DAS TRANSAÇÕES DE M&A	36
4.3.	CONSEQUÊNCIAS DAS TRANSAÇÕES DE M&A	36
5.	DISCUSSÃO E CONCLUSÃO	42
5.1.	LIMITAÇÕES DO ESTUDO	44
5.2.	SUGESTÃO DE ESTUDOS FUTUROS	45
5.3.	IMPLICAÇÕES GERENCIAIS	45
6.	REFERÊNCIAS.....	47

1. INTRODUÇÃO

As empresas familiares são a forma predominante de empresas em todo o mundo (POZA, 2014), o que gera um crescente aumento na literatura acadêmica e de negócios, no sentido de entender as diferenças entre empresas familiares e não-familiares em termos de políticas de negócios e seus efeitos no desempenho das empresas (BENNEDSEN; PEREZ-GONZALEZ; WOLFENZON, 2010). Estudos empíricos na literatura de governança e empresas familiares tem documentado que a propriedade familiar é bastante difundida nas empresas listadas em bolsa ao redor do mundo (LA PORTA; LÓPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999), incluindo as economias emergentes da América Latina (CHONG; LÓPEZ-DE-SILANES, 2007), na Ásia (CARNEY; FILHO, 2012; CLAESSENS; DJANKOV; LANG, 2000) e, também em economias desenvolvidas como países Europeus (FACCIO; LANG, 2002) ou nos Estados Unidos (ANDERSON; REEB, 2003). No entanto, estes estudos não chegaram a um consenso sobre os efeitos da propriedade e controle familiar nas decisões estratégicas e no desempenho das empresas.

Evidências empíricas mostram que as empresas familiares são diferentes das não-familiares em várias questões, incluindo a transparência na divulgação dos relatórios anuais (ALI; CHEN; RADHAKRISHNAN, 2007), a estrutura financeira (CHEN; DASGUPTA; Yu, 2014), as decisões de fusões e aquisições (CAPRIO; CROCI; DEL GIUDICE, 2011), entre outras decisões estratégicas. Estas diferenças são interpretadas como decorrentes principalmente de problemas de agência relacionados às empresas familiares. Por um lado, o controle familiar pode atenuar os problemas de agência de gestão decorrentes da separação entre propriedade e controle (JENSEN; MECKLING, 1976). Acionistas controladores pertencentes a uma família, e cujos interesses estejam bem alinhados com os interesses dos investidores externos, tendem a controlar eficazmente a gestão de forma a reduzir os potenciais custos de agência da gestão.

Por exemplo, Anderson e Reeb (2003) constatam que as empresas familiares têm melhor desempenho do que as empresas não familiares. Eles revelam que, quando diretores familiares estão em posição gerencial, o desempenho da empresa é melhor do que quando gestores externos à família ocupam esse mesmo lugar. Assim, um grande acionista familiar que

combina propriedade e gestão que poderia ser benéfico para a empresa, uma vez que o alinhamento de interesses entre acionistas e administradores aumenta, bem como o incentivo do maior acionista para cuidar de interesses das empresas (HART, 1995)

Mais recentemente, a lógica da riqueza socioemocional das empresas familiares, baseada na teoria comportamental de agência, postula que as famílias não somente maximizam a riqueza da empresa, mas também a riqueza socioemocional da família empresária, como sua reputação perante a sociedade na qual está inserida, a perpetuação do nome da família, e o vínculo afetivo com a empresa (GÓMEZ-MEJÍA; CRUZ; BERRONE; DE CASTRO, 2011). Isso explicaria, em parte, a abordagem de gestão de longo prazo na tomada de decisão por parte das empresas familiares (GÓMEZ-MEJÍA et al., 2011), assim como uma maior intensidade no uso de práticas de responsabilidade ambiental (BERRONE; CRUZ; GÓMEZ-MEJÍA, LARRAZA-QUINTANA, 2010) e uma maior preocupação com a reputação corporativa e familiar (GEDAJLOVIC; CARNEY, 2010), entre outras estratégias orientadas a geração de valor no longo prazo.

Por outro lado, os acionistas familiares podem tomar decisões que lhes permitam extrair benefícios privados derivados do seu poder de controle, em detrimento aos interesses dos acionistas minoritários (BERTRAND et al., 2002; DALTON; HITT; CERTO; DALTON, 2007; MORCK; JOHNSON et al., 2000; WOLFENZON; YEUNG, 2005). Shleifer e Vishny (1997) sugerem que grandes prêmios de controle associados às ações com direito a voto são evidências de que os acionistas controladores procuram extrair benefícios privados da empresa, no qual acionistas controladores, em particular, famílias empresárias, maximizam seus próprios interesses no lugar de maximizar o valor da companhia.

Nesta mesma linha Barth, Gulbrandsen e Schøne (2005) analisam as diferenças de produtividade entre as empresas de propriedade familiar e não-familiar, encontrando que as empresas familiares são menos produtivas do que as não-familiares, e esta diferença de produtividade é principalmente devido a gestão familiar. Mais recentemente, Bloom, Sadun e Van Reenen (2011) e Bloom e Van Reenen (2010) mostram evidências do efeito negativo da gestão familiar no desempenho das empresas. Em particular, criticam o modelo de sucessão no qual o primogênito é escolhido como sucessor do fundador familiar em detrimento de um gestor externo e apontam que empresas familiares geridas pelo primogênito tendem, em média, a apresentar piores resultados operacionais que as demais empresas familiares e não-familiares.

A esta dicotomia entre efeitos positivos e negativos dos acionistas controladores, Claessens et al. (2002) denominam, respectivamente, “efeito incentivo” e “efeito entrincheiramento”. No primeiro, “efeito incentivo”, os acionistas controladores, pelo fato de

possuírem uma maior quantidade de ações com direito de voto e, portanto, uma consequente concentração de riqueza em uma empresa em particular, teriam interesse direto em gerir a empresa de forma a aumentar seu valor. No segundo, “efeito entrincheiramento”, o acionista controlador deixa de buscar os interesses da firma como objetivo precípuo, mas os seus próprios interesses que, muitas vezes, conflitam com os dos acionistas minoritários, ou demais partes interessadas na empresa, como gestores ou empregados. Neste caso, o efeito negativo do entrincheiramento tende a prevalecer sobre o efeito positivo do incentivo do controlador em maximizar o valor da empresa.

Ante o exposto, a pergunta sobre qual efeito do controle familiar e de suas características de governança – se o “efeito incentivo” ou o “efeito entrincheiramento” – deve prevalecer nas decisões estratégicas e no desempenho da firma ainda é uma discussão aberta. Especificamente, a literatura de governança corporativa ainda não foi capaz de estabelecer como estes efeitos se manifestam. Por exemplo, Claessens et al. (2002) descreve que, nos países do leste Asiático prevalece o efeito entrincheiramento, mas não conseguem identificar qual mecanismo de governança (por exemplo, estrutura piramidal, diferentes classes de ações, gestão, etc.) está associado a este resultado.

Neste contexto, este estudo busca contribuir para a literatura de estratégia, governança e gestão em empresas familiares a partir do estudo dos determinantes das decisões de fusões e aquisições e dos efeitos destas transações no resultado operacional das empresas.

Em particular, este estudo tem por objetivo, primeiramente, examinar se as empresas de controle familiar são mais propensas a adquirir outras empresas como uma intenção estratégica de crescimento e identificar quais os mecanismos de governança familiar - controle, a propriedade e a gestão - que melhor explicam este fenômeno. Em seguida, analisar o efeito da fusão e aquisição no desempenho operacional das empresas familiares.

A decisão de fusão e aquisição (de agora em diante, M&A) é um excelente contexto para entender se o comportamento da família está orientado ao entrincheiramento da família na gestão da empresa ou a desenvolver valor econômico futuro (incentivos), por várias razões. Em primeiro lugar, embora a literatura sobre M&A tem previsões claras sobre o desejo do gestor para o crescimento como um mecanismo para aumentar a sua remuneração e prestígio (JENSEN, 1986), bem como a influência externa como diretores externos (AVERY; CHEVALIER; SCHAEFER, 1998); não está claro, de antemão, as previsões sobre como os acionistas e, em particular, os acionistas familiares devem se comportar. Em segundo lugar, M&A, como um componente importante de investimentos corporativos, têm o potencial de

fortalecer os conflitos de interesses entre os *insiders* das empresas, tais como administradores e acionistas controladores e os *outsiders*, acionistas externos. Morck, Shleifer e Vishny (1990) e, mais recentemente, Hartford e Li (2007), mostram que enquanto os acionistas de empresas adquirentes perdem valor, os gestores (e.g., *insiders*) aumentam sua riqueza. Neste contexto, neste estudo, pretendemos responder às seguintes perguntas:

1. Quais os efeitos dos mecanismos de controle e governança familiar nas decisões de fusão e aquisição (M&A)?
2. Quais os efeitos das transações de M&A no desempenho operacional das empresas familiares?

Para responder a essas perguntas, construímos um painel não balanceado de 420 empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto no período de 1997 a 2007. Na mesma linha do estudo de Villalonga e Amit (2006) entendemos que a definição de uma empresa familiar deve considerar não somente o controle familiar, mas também aspectos de propriedade e gestão. Neste sentido, e considerando as características locais do mercado acionário brasileiro onde mais de 40% das empresas são controladas por famílias empresárias (ver Tabela 1), consideramos, além do controle familiar, os mecanismos utilizados pelas famílias para atingir este poder de controle como, por exemplo, se a gestão e o conselho estão representados por membros da família controladora.

Os resultados mostram que o controle familiar, isoladamente, não determina a quantidade das atividades de M&A. Este resultado corrobora estudos recentes sobre a heterogeneidade das empresas familiares (PELLICANI; KABBACH DE CASTRO; KALATZIS, 2016), que propõem que o desafio atual no entendimento da empresa familiar vai além da análise dos efeitos do controle familiar e, portanto, deve considerar outras características diferenciadoras das empresas familiares. Em particular, os autores sugerem que outros mecanismos internos de governança utilizados pelas empresas controladas por famílias empresárias podem esclarecer melhor os mecanismos pelos quais o controle familiar afeta o desempenho das empresas.

Neste sentido, examinamos também outros mecanismos de governança que possam influir nas decisões de M&A. Identificamos, conforme outros estudos sobre M&A em empresas familiares (CAPRIO et al. 2011), que a separação entre direitos de fluxo de caixa e voto tem um efeito positivo no número de M&A quando combinado com o controle familiar.

Vale mencionar que a separação entre direitos de fluxo de caixa e voto é um subproduto do uso de mecanismos de governança – estruturas piramidais, participação cruzada, emissão de ações sem direito a voto ou com direito de veto – que permitem que um acionista majoritário, muitas vezes uma família, acumule poder de controle sobre as decisões da companhia sem a necessidade de fazer um investimento em capital proporcional a este poder de controle.

Por exemplo, recentemente, no Brasil, viu-se publicado na mídia econômica uma possível transação de M&A entre a Embraer e a Boeing na qual o governo brasileiro, com a posse de ações com direito de veto (*golden shares*) pode, ainda que não detenha a maior parte do capital social da empresa, decidir sobre alianças estratégicas que a companhia poderá, ou não, realizar.

Outro resultado deste estudo é que em empresas onde o presidente do conselho de administração (em inglês, *chairman*) é membro a família, ou onde exista ao menos um membro da família que seja conselheiro, apresentam, em média, uma menor propensão à realização de transações de M&A. Este resultado pode ser melhor compreendido quando analisamos o desempenho operacional das empresas após uma transação de M&A. Observamos que empresas familiares que fazem M&As tendem a ter um desempenho operacional médio menor que as empresas familiares que não realizaram transações de M&A. Mais que isso, identificou-se que as M&A não têm efeito no desempenho das empresas não familiares, mas prejudica os resultados das empresas de controle familiar, o que é consistente com a hipótese de entrincheiramento.

Este estudo apresenta várias contribuições para a literatura em empresas familiares, bem como para a literatura de governança corporativa. Primeiro, nos juntamos ao debate sobre como a influência da família nas estratégias das empresas, e mostramos que famílias, sim importam de diferentes maneiras. Segundo, e mais importante, este estudo lança uma nova luz sobre o debate de como os mecanismos de governança afetam a estratégia da empresa e, a partir daí nos ajuda a separar o “efeito incentivo” e “efeito entrincheiramento” do controle familiar. Por exemplo, o excesso de direito de voto, tem um efeito positivo no número de atividades de M&A, e este, por sua vez, um resultado negativo no desempenho, corroborando o efeito entrincheiramento do controlador familiar.

Este trabalho está organizado da seguinte forma. Na próxima seção fazemos uma breve revisão da literatura sobre governança corporativa e M&A e apresentamos as hipóteses de estudo. Em seguida, detalhamos a metodologia utilizada, e descrevemos a amostra e as

variáveis utilizadas. Os resultados são apresentados na seção seguinte. Por fim, discutimos os resultados e concluimos apresentando as limitações do estudo e alternativas de estudos futuros.

2. REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

2.1. Governança corporativa numa perspectiva histórica

O termo ‘governança corporativa’ possui muitas definições, igualmente importantes, sendo que cada autor ou área de pesquisa utiliza sua própria. Neste trabalho, considerando o problema de pesquisa que está centrado na relação de propriedade e controle familiar e sua relação com a decisão de M&A e seus efeitos no resultado operacional das empresas, utilizamos a definição de Shleifer e Vishny (1997, p. 737), onde governança corporativa é definida como o conjunto de mecanismos pelos quais os provedores de recursos financeiros asseguram o retorno de seus investimentos. Apesar de restrita, esta definição leva em consideração o problema de agência entre os acionistas controladores e provedores de capital (tanto acionistas minoritários como credores) de forma que atende à delimitação do objeto deste trabalho¹.

Em parte, mecanismos de governança corporativa são utilizados para contornar o chamado conflito de interesses, presente a partir da separação entre a propriedade e controle. Ao delegar ao administrador o poder de decisão sobre os negócios da empresa, o acionista perde parte do controle sobre a organização. Caso os interesses do acionista (principal) e do administrador (agente) não estejam alinhados, pode-se dar ensejo a um problema de agência. Assim, sob a perspectiva da teoria da agência, a governança corporativa é composta por uma série de mecanismos, internos e externos, com vistas a, de forma (economicamente) eficiente, garantir que o comportamento dos gestores esteja alinhado com os interesses dos acionistas.

Dentre os mecanismos internos de governança pode-se citar: (a) o conselho de administração, (b) o sistema de remuneração e incentivos dos executivos e conselheiros, (c) a estrutura de propriedade, (d) o código de ética, (e) a estrutura de capital ou de financiamento, dentre outros. Como mecanismos externos, e muitos deles dependentes das instituições formais dos países nos quais as empresas estão inseridas, podemos citar: (a) a proteção legal aos investidores, (b) a possibilidade de aquisições hostis, (c) o grau de competição dos mercados

¹ O estudo de Aguilera e Jackson (2010) oferece uma revisão de literatura detalhada sobre governança corporativa incluindo uma perspectiva internacional e comparada; enquanto Edmans (2014) proporciona um estudo detalhado sobre o papel dos “blockholders” na governança das empresas listadas.

de produtos e serviços, (d) fiscalização dos agentes de mercado, (e) o desenvolvimento do mercado de capitais, etc.

Um dos principais objetivos dos mecanismos de governança é proteger o valor da empresa com políticas de controle e transparência da informação. A melhoria dos controles internos aumenta a confiabilidade nas informações contábeis, no atendimento às normas e no cumprimento da legislação vigente. Isso permite aos investidores externos avaliar com mais precisão o valor da companhia e, a partir desta avaliação, decidir sobre a oferta de capital e sua negociação no mercado de capitais.

Entre os temas importantes relacionados a aplicação da governança corporativa nas empresas podemos incluir o custo de capital como vantagem competitiva. Verificou-se em estudos realizados por Maher e Andersson (2000) e também em Silveira (2010) que existe uma relação positiva quanto a utilização de mecanismos de governança corporativa e a política de financiamento, em especial, uma maior facilidade de acesso a recursos externos e redução do custo de capital. Investidores entendem que as empresas que mantem boas práticas de governança têm maior chance de cumprir com suas obrigações quanto ao crédito solicitado; e menor possibilidade expropriar recursos de terceiros.

A ideia básica é que, as empresas com boa governança seriam mais atraentes para os investidores, aumentando a quantidade de indivíduos interessados em comprar seus papéis. Como consequência da maior demanda dos investidores, haveria uma diminuição do custo de capital próprio (ações), a também do custo do capital de terceiros (empréstimos de longo prazo), resultando em um menor custo médio ponderado de capital. Como consequência imediata de um menor custo de capital, haveria um automático incremento no valor das companhias percebidas como “bem governadas”. Além do aumento do valor, a redução do custo de capital diminuiria a taxa mínima de atratividade possibilitando a implantação de mais projetos, bem como o aumento da rentabilidade dos projetos existentes (levando a uma maior competitividade da companhia) (SILVEIRA, 2010).

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2005, p.2), o modelo empresarial brasileiro vem passando por momentos de transição em suas estruturas acionárias.

“De oligopólios, empresas de controle e administração exclusivamente familiar e controle acionário definido e altamente concentrado, com acionistas minoritários passivos e conselhos de administração sem poder de decisão, caminhamos para uma nova estrutura de empresa, marcada pela participação de investidores institucionais, fragmentação do controle acionário e pelo foco na eficiência econômica e transparência de gestão”.

Ainda segundo o IBGC, os direcionadores destas mudanças foram, em parte, as privatizações ocorridas na década de 90; o movimento internacional de fusões e aquisições; o impacto da globalização; as necessidades de financiamento e, conseqüentemente, o custo do capital; a intensificação dos investimentos de fundos de pensão; e a postura mais ativa de atuação dos investidores institucionais nacionais e internacionais.

“A empresa que opta pelas boas práticas de governança corporativa adota como linhas mestras transparência, prestação de contas (*accountability*) e equidade. Para que essa tríade esteja presente em suas diretrizes de governo, é necessário que o conselho de administração, representante dos proprietários do capital (acionistas ou cotistas), exerça seu papel na organização, que consiste especialmente em estabelecer estratégias para a empresa, eleger a diretoria, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e escolher a auditoria independente” (IBGC, 2005, p. 2).

Além das características apresentadas pelo IBGC, sobre o mercado brasileiro, Aguilera e Jackson (2010) e Shleifer e Vishny (1997) tratam de outras diferenças entre os mercados ditos de excelência, Estados Unidos, Japão e Alemanha, e países emergentes como o Brasil. Existem diferenças históricas quanto as decisões políticas, ambiente institucional e nível de proteção dos investidores, que levaram a uma estrutura de propriedade bem diferentes entre estes dois conjuntos de países. As companhias norte americanas, por exemplo, têm grande dispersão de estrutura societária, enquanto as empresas brasileiras apresentam uma concentração de propriedade muito mais relevante, o que resulta em uma maior sobreposição entre propriedade e controle.

A governança corporativa começou a se destacar no mercado há poucos anos, por volta de 1980 (BECHT; BOLTON; RÖELL, 2007). Ainda segundo Becht et al. (2007) podemos considerar seis fenômenos ocorridos desde este período que contribuíram para o aumento nas discussões sobre governança e implantação dos mecanismos internos por parte das empresas e externos, por parte dos órgãos reguladores:

1. Crescimento e maior ativismo de investidores institucionais;
2. Onda de aquisições hostis nos EUA nos anos 80;
3. Onda de privatizações em países europeus e emergentes;
4. Desregulamentação e integração global dos mercados de capitais;
5. Crises nos mercados emergentes no final do século XX;
6. Escândalos corporativos nos EUA e Europa (envolvendo auditorias).

Para além destes fenômenos também podemos acrescentar que a governança corporativa vem tomando cada vez mais relevância, sobre tudo a partir da crise financeira global de 2008, porém com muitas questões em aberto a serem estudadas, principalmente nos países emergentes, e em particular, devido as diferenças institucionais e das estruturas de propriedade, controle e governança das empresas, quando comparadas aos países desenvolvidos (YOUNG et al., 2008).

Segundo Aguilera e Jackson (2010) o colapso da Enron em 2001 renovou o debate sobre as diferenças nos modelos de governança corporativa, além de revelar a fragilidade do modelo norte-americano. A Lei Sarbanes-Oxley (em inglês, *Sarbanes-Oxley Act*), de 2002, veio para aprofundar a controvérsia sobre o modelo norte-americano, que foi finalmente posto à prova com o colapso do Lehman Brothers em 2007, estopim da crise econômica de 2008.

La Porta, López-de-Silanes e Shleifer (1999) desmitificam o paradigma da separação entre propriedade e controle proposto por Berle e Means (1932) e mostram que, a exceção dos Estados Unidos e Reino Unido, na maior parte dos países do mundo, as empresas listadas apresentam um acionista controlador, muitas vezes representado por uma família ou pelo Estado. Estes resultados abrem uma nova linha de pesquisa em governança orientada a estudar o problema de agência entre acionistas controladores e minoritários.

Edmans (2014) faz uma detalhada revisão da literatura sobre estudos teóricos e empíricos relacionados ao papel dos grandes acionistas na governança corporativa. O autor utiliza a nomenclatura “*voice*” e “*exit*” proposta por Hirschman (1970) para se referir à intervenção direta do acionista majoritário na gestão da empresa no primeiro caso e, no segundo caso, à venda das ações como mecanismo de governança. Primeiramente, o autor conclui que os estudos sobre os acionistas majoritários demonstram um papel ambíguo deste tipo de acionistas. Por um lado, o papel ativo dos acionistas majoritários está associado à melhora na gestão por parte dos executivos e uma maior liquidez das ações das empresas. Ao mesmo tempo, a ameaça da venda de suas ações também tem um efeito positivo ao induzir os gestores a maximizarem o valor da companhia.

Por outro lado, os acionistas majoritários podem apresentar comportamentos oportunistas em busca de benefícios privados de controle que se contrapõe aos benefícios do monitoramento dos gestores.

Segundo, ainda que os estudos teóricos tratem os acionistas majoritários como um único “tipo” sem especificar a forma de sua atuação/intervenção nas empresas, na realidade observa-se na prática uma grande variedade de tipologias de acionistas majoritários (ou controladores),

incluído as famílias empresárias, que na maior parte das vezes apresentam objetivos e estratégias diferentes.

Neste sentido, alguns estudos de estrutura de propriedade evidenciam como diferentes tipos de acionistas afetam o comportamento e, conseqüentemente, os resultados das empresas (HOLDERNESS; SHEEHAN, 1988; TRIBÓ; BERRONE; SURROCA, 2007). Por exemplo, Holderness e Sheehan (1988) estudam como empresas e indivíduos como acionistas majoritários tendem a ter preferências distintas em relação às políticas de investimento, e como isso afeta os retornos contábeis e de mercado entre empresas. Os autores concluem que a identidade dos acionistas majoritários é um fator fundamental para entender como a concentração da propriedade afeta o desempenho das empresas.

Recentemente, Tribó et al. (2007) indicam que o impacto dos grandes acionistas no investimento em pesquisa e desenvolvimento (P&D) depende, em parte, do tipo de acionista. Os autores mostram que a propriedade concentrada em bancos está negativamente relacionada com os investimentos em P&D, enquanto que a propriedade concentrada nas mãos de empresas não-financeiras mostra um impacto positivo. Por fim, identificam que propriedade individual (familiar) não apresenta efeito significativo nos investimentos em P&D.

Neste estudo, e a partir da lacuna de pesquisa apresentada, nos focamos no controle familiar pois as famílias empresárias representam uma classe diferente de investidores já que tendem a possuir uma carteira de investimentos pouco diversificada, são investidores orientados ao longo prazo, e muitas vezes ocupam cargos de gerência e administração, o que os coloca em uma posição única para influenciar as decisões e monitorar as empresas (AGUILERA; DESENDER; KABBACH-CASTRO, 2012).

2.2. Controle familiar como determinante das decisões de M&A

A literatura sobre finanças e estratégia corporativa há tempos vem estudando os determinantes das decisões de M&A. Martynova e Renneboog (2008) apresentam uma revisão detalhada da literatura sobre M&A destacando que existem tanto fatores internos, tais como objetivos pessoais dos gestores ou motivações de eficiência organizacional, como direcionadores externos, incluindo mudanças regulatórias (por exemplo, alterações na

legislação antitruste ou desregulamentação do setor), bem como ciclos econômicos. Recentemente, há uma tentativa de analisar os mecanismos de governança como possíveis determinantes das decisões de M&A, como, por exemplo: a concentração de propriedade (BHAUMIK; SELARKA, 2012), a composição do conselho de administração (ADAMS; MEHRAN, 2012) e da identidade dos acionistas controladores, em particular, as famílias (CRANINCKX; HUYGHEBAERT, 2015; FEITO-RUIZ; MENÉNDEZ-REQUEJO, 2010; SHIM; OKAMURO, 2011).

Shim e Okamuro (2011) analisaram as diferenças nas decisões de fusão e as suas consequências em empresas japonesas. Os autores apresentam evidências que as empresas familiares são menos propensas a realizar M&A que as empresas não familiares. Eles argumentam que, como as atividades de fusão entre empresas exigem recursos financeiros elevados, nem sempre disponíveis aos membros da família, os diretores familiares por medo de perder o controle das empresas por meio da emissão de mais ações ou pelo aumentando do endividamento para financiar estas transações, tendem a diminuir a intensidade de fusões.

De maneira semelhante, Miller, Le Breton-Miller e Lester (2009) propõem que as empresas familiares são menos propensas a realizar M&A por duas razões principais. Em primeiro lugar, com base na teoria da agência, as famílias como grandes acionistas tendem a aumentar o controle gerencial, reduzindo o comportamento de construção do império (em inglês, *empire building*) que está intimamente relacionado com as motivações de aquisição por parte dos gestores não familiares (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1990).

Além disso, o entrenchamento familiar exige que os membros da família assumam posições gerenciais. Portanto, à medida que o número de fusões e aquisições aumenta, o pool limitado de parentes familiares reduz os potenciais gerentes da família para controlar as decisões da empresa, levando os diretores familiares a evitar aquisições complexas que necessitem de grandes habilidades gerenciais ausentes na família (WARD, 2004).

Em segundo lugar, a literatura de empresas familiares argumenta que os principais objetivos da família são reter e aumentar a influência e controle da empresa e preservar esse controle para as gerações futuras (BERRONE; CRUZ; GÓMEZ-MEJÍA, LARRAZA-QUINTANA, 2010; GÓMEZ-MEJÍA et al., 2007). Para atingir esses objetivos, Miller e Le Breton-Miller (2005), e Miller, Le Breton-Miller e Lester (2009) argumentam que as famílias são mais propensas a ter uma orientação de longo prazo e, portanto, concentrar-se em estratégias que proporcionam capacidades de mercado consistentes e cumulativas para perpetuar o negócio. Além disso, as empresas familiares são mais propensas a atender aos objetivos de outras partes interessadas (por exemplo, fornecedores, clientes e comunidade),

bem como manter parcerias estáveis que permitam que as empresas familiares alcancem metas de longo prazo. Assim, as fusões e aquisições podem ser percebidas pelos gestores familiares como transações de risco que desestabilizam as relações com as demais partes interessadas, ameaçando o desempenho da empresa e, como consequência, reduzindo seu apetite por se envolver em transações de M&A.

Portanto, tanto a perspectiva da empresa familiar como a teoria de agência convergem para o mesmo resultado, qual seja, que as empresas familiares têm menos probabilidade de se envolver em transações de M&A. Entretanto, considerando que a teoria da agência postula que, independentemente de sua tipologia, os acionistas controladores tem menos incentivos econômicos para se engajar em atividades de M&A, a lógica da empresa familiar na qual as famílias tem o desejo de manter influência e controle sobre a empresa e de passar o negócio para as gerações futuras, permite discriminar melhor os efeitos das empresas controladas por famílias empresárias sobre operações de fusões e aquisições (MILLER; LE BRETON-MILLER; LESTER, 2009). Isso nos leva à seguinte hipótese:

Hipótese 1. Empresas controladas por famílias têm menor probabilidade de se engajar em operações de M&A do que empresas não controladas por famílias.

2.3. Efeito do controle familiar e das M&A no desempenho da empresa

A literatura sobre empresas familiares fornece evidências contraditórias sobre os efeitos da propriedade e controle da família sobre o desempenho das empresas (ANDERSON; REEB, 2003; VILLALONGA; AMIT, 2006). Claessens, Djankov e Lang (2000) propõem dois argumentos teóricos principais para esses achados, os chamados “efeito incentivo” e “efeito entrincheiramento”. Por um lado, a orientação de longo prazo da família e as preocupações sobre a reputação da empresa e da família perante a sociedade podem levar os gestores familiares a buscar estratégias criadoras de valor que, em última instância, obtenham alto desempenho, o chamado “efeito de incentivo”. De fato, Feito-Ruiz e Menéndez-Requejo (2010), mostram que a propriedade familiar tem uma influência positiva e significativa no valor das ações das empresas adquirentes, após transações de M&A. Este resultado é consistente com

a lógica de incentivo da propriedade familiar na qual a orientação familiar de longo prazo e o desejo de manter o controle e passar o negócio para as gerações futuras podem ter um sinal positivo para os atores do mercado levando a avaliações mais elevadas.

Na mesma linha, Craninckx e Huyghebaert (2015) propõem que, uma vez que os proprietários familiares são orientados para os resultados de longo prazo, eles são mais propensos a se envolver em projetos de investimento que se concentram em grandes períodos de tempo para aumentar o valor da empresa. Projetos de M&A que criam sinergias e limitam os riscos dos negócios podem se encaixar bem neste critério de decisão familiar. Estes autores relatam que as empresas controladas por famílias se envolvem em transações de M&A com altos níveis de criação de valor, em empresas na Europa Continental.

Por outro lado, os diretores familiares podem usar sua influência e poder para buscar benefícios privados, especialmente em países com fraca proteção jurídica ao investidor externo. Neste caso, as transações de aquisição podem ser um mecanismo por meio do qual os membros da família diversificam sua carteira em novos negócios que não necessariamente criam valor para a empresa adquirente (ANDERSON; REEB, 2003; MILLER; LE BRETON-MILLER; LESTER, 2010). Estas previsões contraditórias sobre o efeito das operações de M&A sobre as empresas familiares conduzem às seguintes hipóteses:

Hipótese 2a (Efeito Incentivo). Empresas controladas por famílias têm um desempenho operacional após a M&A maior do que as empresas não controladas por famílias.

Hipótese 2b (Efeito de Entrincheiramento). Empresas controladas por famílias têm um desempenho operacional após a M&A menor do que as empresas não controladas por famílias.

Em resumo, propomos que as empresas controladas por famílias tendem a ter uma menor propensão a transações de M&A. Primeiro, porque a presença de um acionista controlador tende a aumentar o rigor na análise de viabilidade econômica da transação em si, prevenindo comportamento oportunista de *empire building* por parte dos gestores externos. Segundo, porque empresas familiares, via de regra, tem menor disponibilidade de recursos o que as faz serem menos diversificadas, e mais sensíveis ao risco de novos negócios e endividamento necessário para financiar o crescimento.

Além disso, em relação aos efeitos destas transações de M&A nos resultados das empresas adquirentes, a teoria e estudos empíricos, apresentam duas possibilidades. Por um lado, as famílias empresárias, visando o aumento de valor econômico da empresa no longo prazo, e a perpetuidade da família na gestão, podem levar a um efeito positivo das atividades de M&A no desempenho operacional da empresa (“efeito incentivo”). Por outro lado, caso a família controladora tenha objetivos diferentes de maximizar os resultados econômicos da empresa, privilegiando vantagens econômicas privadas em detrimento aos interesses da companhia (e dos acionistas minoritários), uma transação de M&A pode levar a efeitos negativos no desempenho (“efeito entrincheiramento”). A Figura 1 ilustra e resume esta lógica conceitual.

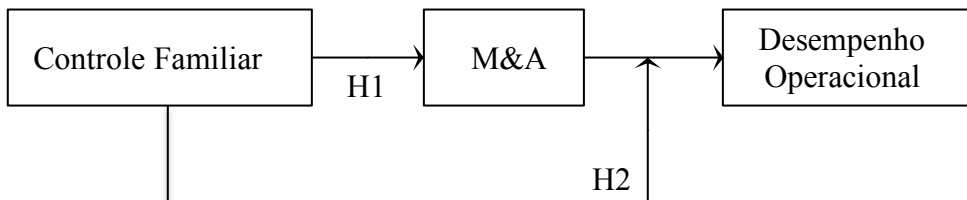


Figura 1 – Esquema analítico da relação entre controle familiar, M&A e desempenho operacional.

3. METODOLOGIA

3.1. Dados e amostra

Com o objetivo de testar as hipóteses propostas, precisamos de dados de estrutura de propriedade e controle, bem como da estrutura de governança das empresas e também de informações sobre as transações de M&A e dados econômico-financeiros destas empresas. Para os dados de governança e estrutura de propriedade, a amostra foi construída manualmente a partir de dados das empresas listadas na BM&FBovespa disponíveis nos relatórios anuais (IANs) publicados na página da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Dados financeiros e de mercado foram coletados a partir da base de dados Economática, e os dados de fusões e aquisições foram extraídos da base de dados Zephyr – Bureau van Dijk.

Nossa amostra inicial compreende todas as empresas listadas na BM&F Bovespa no período de 1997 a 2007. Após a exclusão de empresas financeiras e fundos de investimento, ficamos com uma amostra final de 420 empresas, que juntas conformam um painel não balanceado de 2.876 observações.

3.2. Variáveis

Variáveis dependentes

Deals (número de transações de fusões e aquisições). Com o objetivo de testar as duas hipóteses de estudo, primeiramente, utilizamos o número de fusões e aquisições (*Deals*) feito por cada empresa durante cada um dos 11 anos de análise (de 1997 a 2007). Este número considera as fusões e aquisições realizadas dentro e fora do Brasil (nacionais e internacionais).

Retorno sobre ativos (ROA). Medimos o ROA como a razão entre a diferença do lucro operacional e os impostos, e os ativos totais da empresa. Espera-se que empresas com melhor

desempenho operacional tenham melhores oportunidades de adquirir novas empresas. Utilizamos o ROA como variável de controle nos Modelos 1 a 7 da Tabela 3, que testam a hipótese 1, e para testar a hipótese 2, nos Modelos 8 a 10, consideramos o valor do ROA no período de 2 anos após a transação de M&A como variável dependente.

Variáveis independentes

Controle familiar. A principal variável independente deste trabalho é o controle familiar. Para classificar as empresas como sendo controladas por uma família, e considerando o uso intensivo de mais de uma classe de ações e estruturas piramidais nas empresas listadas na BM&FBovespa (atualmente renomeada para B3), utilizamos os dados compilados por Aldrighi (2014). Para os anos de 1997 a 2007, e a partir dos IANs, o autor codificou os dados referentes à participação acionária dos principais acionistas nos direitos de voto e fluxo de caixa de cada empresa.

Considerando a possibilidade de existência de uma estrutura piramidal, a coleta se inicia com a identificação dos acionistas diretos de cada uma das empresas não-financeiras listadas na BM&F Bovespa no período amostral. No caso de um acionista direto ser uma empresa, buscamos dados referentes a estrutura de propriedade desta empresa, e assim sucessivamente até chegar no que chamamos de acionistas últimos.

O maior acionista último (MAU) de cada empresa é o acionista que concentra a maior parte das participações diretas e indiretas nos direitos de votos. De acordo com a literatura de estrutura de propriedade (FACCIO; LANG, 2002), medimos propriedade e controle em termos de direitos de fluxo de caixa e direitos de voto. Por exemplo, se uma família detém 20 por cento da empresa A que detém 30 por cento da empresa B, então a família detém 6 por cento dos direitos de fluxo de caixa (isto é, a multiplicação dos valores de direitos de propriedade ao longo da estrutura piramidal de empresas) e controla 20 por cento da empresa B (o “elo mais fraco” da estrutura piramidal).

Uma vez definido o maior acionista último, classificamos estes indivíduos ou organizações em: (a) família; (b) governos (incluindo: governo federal, estadual ou municipal, ou entidades controladas por estes); (c) estrangeiro; (d) institucionais (e.g., fundo de investimento; fundo de pensão); (e) outros (incluindo: acordo de acionistas, fundações, cooperativas, etc.).

Considerando que o direito de voto no Brasil é muito elevado (GORGA, 2009), e que a legislação brasileira sobre poder de controle (Lei das S.As., Lei n° 6.404/1976, art. 116, parágrafo “a”) define como acionista controlador aquele que assegurar, de modo permanente,

a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, definimos como 50 por cento o limiar de participação nos direitos de voto para identificar o maior acionista último como controlador da empresa, em cada uma das empresas ao longo da estrutura piramidal (isto é, o “elo mais fraco” é 50 por cento dos direitos de voto).

Fusões e aquisições. Para medir o efeito das M&A no desempenho das empresas, separamos a amostra entre empresas que realizaram alguma transação de M&A e as que não realizaram, por meio da variável “*Fusão e Aquisição*”, variável binária que toma valor 1 quando determinada empresa realiza ao menos uma transação de M&A em um determinado ano, e zero, caso contrário.

Variáveis de controle

Diversas variáveis de governança e econômico-financeiras podem estar associadas com a decisão de M&A das empresas, assim como com os resultados operacionais. Neste sentido, nos modelos de estimação utilizamos variáveis para controlar por eventuais hipóteses alternativas ao desenvolvimento teórico proposto neste trabalho. Entre elas, consideramos:

Excesso de direito de voto (ECR). Variável binária que toma valor 1 caso o MAU possua um percentual maior de direitos de voto do que de direitos de fluxo de caixa na empresa. Alguns estudos demonstram que empresas nas quais o controlador familiar obtém o controle por meio da separação de direitos econômicos (fluxo de caixa) e políticos (voto), tendem a ter uma maior tendência ao comportamento oportunista (KURO; HUNG, 2012). Os autores sugerem que o excesso de direitos de voto em empresas familiares faz com que os controladores familiares compartilhem os ganhos ou perdas de um superinvestimento com os minoritários (por exemplo, ganhos e perdas de uma nova transação de M&A), mas ainda possam extrair benefícios privados de controle. Neste caso, esperaríamos uma relação positiva desta variável com o número de *Deals*, em particular, quando interatuado com a variável de controle familiar.

Nível da Estrutura Piramidal. Almeida et al. (2011) mostram que as empresas familiares Coreanas tendem a colocar novas empresas na estrutura piramidal de forma estratégica. Ou seja, quando as novas empresas são adquiridas com um alto valor de prêmio de controle e possuam ativos que dificilmente possam ser usados como garantias a terceiros (isto é., *low pledgeability*), elas tendem a ser colocadas na estrutura piramidal, enquanto que empresas com ativos de maior liquidez (isto é, *high pledgeability*) e cujo prêmio de controle tenha sido menor, são alocadas horizontalmente (isto é, próximos a família) no grupo empresarial familiar.

Dual-class (emissão de mais de uma classe de ações). Variável binária que toma valor 1 caso a empresa possua diferentes classes de ações, com e sem direitos de voto, e zero, caso contrário.

Maior Acionista Último – Chairman. Variável binária que toma valor 1 caso o maior acionista último (MAU) seja presidente do conselho de administração, e zero, caso contrário. Em se tratando de empresas familiares, caso o MAU seja uma família, esta variável toma uma importância maior já que se trata de um membro familiar presidindo o conselho. Neste caso, o efeito desta variável, quando interagida com o controle familiar pode ter duas interpretações. Por um lado, caso a família tenha interesse em extrair um maior benefício privado de controle, a presença de um familiar como presidente do conselho pode contribuir para este fim (VILLALONGA; AMIT, 2006). Por outro lado, e considerando a existência do controle familiar, pode ser que a família tenha uma demanda reputacional de boa governança que faça com que o presidente do conselho vete transações de M&A nocivas aos acionistas minoritários, reduzindo o número de transações (GÓMEZ-MEJÍA et al., 2011).

Maior Acionista Último – CEO. Variável binária que toma valor 1 caso o maior acionista último (MAU) seja presidente executivo da empresa, e zero, caso contrário. Os possíveis efeitos desta variável se assemelham ao caso anterior do familiar como presidente do conselho.

Maior Acionista Último – Conselheiro. Variável binária que toma valor 1 caso o maior acionista último (MAU) seja um conselheiro, e zero, caso contrário. Neste caso, a presença de um acionista familiar no conselho pode servir como um maior monitoramento, não somente em relação ao gestor externo, mas também ao próprio gestor familiar. Villalonga et al. (2015) discute um potencial problema de agência entre os próprios membros da família. Neste caso, em havendo dois ramos familiares representados no conselho ou mesmo uma divergência entre familiares, pode representar um efeito negativo no número de *Deals*. Por outro lado, caso o conselheiro esteja alinhado com os demais membros da família, pode ocorrer um maior entrenchamento da família levando a práticas menos alinhadas aos interesses dos minoritários.

Blockholders. Percentual de ações com direito a voto em poder do segundo, terceiro, quarto e quinto maiores acionistas. Esta variável captura a presença de bloco de acionistas que possam fazer frente às vontades do MAU, ainda mais quando este é o acionista controlador; reduzindo, eventualmente, a possibilidade de transações de M&A que reduzam o valor da companhia.

Outros tipos de controladores. A concentração de propriedade no Brasil não se restringe às empresas familiares, ao contrário, outros tipos de controladores são bastante representativos, como as empresas estatais, multinacionais estrangeiras, e investidores institucionais. Neste caso, visando controlar pela presença destes potenciais controladores, incluímos variáveis binárias representando cada um destes possíveis controladores.

Tamanho da firma. Medimos o tamanho da firma por meio do logaritmo neperiano do valor contábil dos ativos totais. Estudos sobre M&A reportam uma relação positiva entre o tamanho e o número de transações de M&A (CAPRIO et al, 2011), indicando que maiores empresas são mais propensas a fazer novas aquisições.

Endividamento. Medimos o endividamento da empresa pela razão entre os exigíveis totais e os ativos totais da empresa. Espera-se que empresas com maior nível de endividamento tenham menos possibilidades de adquirir novas empresas.

Investimentos em ativos fixos. Variável que mede a taxa de investimento em ativos fixos, calculada pela razão entre diferença dos ativos fixos entre o início e final do período, e o valor dos ativos fixos no início do período. Considerando que as decisões de M&A podem ser consideradas alternativas de crescimento, empresas com maior nível de investimento em ativos fixos tendem a sinalizar uma estratégia de crescimento que pode ser acompanhada com maiores aquisições.

Disponibilidade de caixa. Mede a liquidez financeira da empresa e, portanto, a sua capacidade de adquirir novos negócios sem necessitar utilizar recursos de terceiros, ou reduzindo esta necessidade, ou seu custo de captação de recursos (isto é, *pledgeable asset*).

Liquidez em bolsa (Liquidez). Mede a liquidez de mercado das ações da empresa, levando em conta o volume de negócios da empresa em bolsa e o número de dias em que suas ações são negociadas.

Segmentos especiais da BM&F Bovespa. Variáveis binárias que capturam se a empresa está listada nos segmentos especiais da BM&F Bovespa. Vale considerar que os segmentos especiais da Bovespa entraram em vigor em 2000 (GORGA, 2009).

Além destas variáveis também controlamos por efeitos fixos da indústria e dos anos representados na amostra. Em particular, considerando-se que neste estudo analisamos uma amostra de empresas brasileiras e que entre os anos de 2004 a 2007 houve um boom de ofertas públicas iniciais (IPOs) na BM&FBovespa, em especial, para o segmento de listagem do Novo Mercado, o fato de controlarmos por efeitos fixos de ano e segmentos de listagem nos permite assegurar que os resultados que encontramos não são causados por eventos específicos do

mercado acionário ou de alterações macroeconômicas de um ano qualquer, ou pelo fato das empresas terem escolhido algum segmento de listagem particular.

3.3. Especificação do Modelo Econométrico

Determinantes das transações de M&A

Com o objetivo de examinar efeito do controle familiar no número de transações de M&A (*Deals*), e considerando que a variável *Deals* somente pode tomar valores não negativos (variável de contagem), estimamos os parâmetros de interesse por meio de um modelo de regressão de Poisson com efeitos aleatórios (VERBEEK, 2004; CAMERON; TRIVEDI, 2013).

A escolha da estimação por efeitos aleatórios se justifica, sobretudo pelo objetivo deste trabalho que é explicar se e como as características da estrutura de propriedade e governança familiar afetam a propensão à realização de transações de M&A o estimador de efeitos aleatórios que toma em consideração a variância entre empresas mais apropriado.

Cada um dos modelos estimados considerado que o valor esperado de *Deals*, y_i , é dado por:

$$E\{y_i|x_i\} = \exp(x_i'\beta) \quad [1]$$

onde x_i contém uma constante, e as variáveis independentes e de controle descritas acima. Assim, assumimos que o valor de y_i condicionado a x_i segue uma distribuição de Poisson, onde o valor esperado $\lambda_i \equiv \exp\{x_i'\beta\}$, e a densidade de probabilidade dada por $\text{prob}(Y = y_i|x_i) = \frac{\exp(-\lambda_i)\lambda_i^{y_i}}{y_i!}$, onde $y_i=0, 1, 2, \text{etc.}$

Em geral, o modelo de regressão de Poisson assume que λ_i é ao mesmo tempo a média e a variância de y_i (CAMERON; TRIVEDI, 2013) e estimador padrão para este modelo é o estimador de máxima verossimilhança (MLE), cuja função log-verossimilhança a ser estimada é dada por: $\mathcal{L}(\beta) = \sum_{i=1}^n \{y_i x_i' \beta - \exp(x_i' \beta) - \ln y_i!\}$.

Como a correlação serial em modelos de dados de painel tende a criar um viés na estimativa dos erros-padrão, tornando os resultados menos eficientes; recomenda-se identificar a existência de correlação serial no termo de erro idiossincrático em um modelo de dados de

painel (DRUCKER 2003). Assim, adotamos o teste de Wooldridge (2002) para a presença de correlação serial. O resultado não rejeita a hipótese nula (p -valor = 0,3045) de que não existe correlação serial de primeira ordem.

Conforme sugerido por Petersen (2009), considerando que a maior parte dos estudos com dados em painel possui mais empresas (n) que anos (t), como é o nosso caso, os erros-padrão podem ser subestimados. Assim, controlamos os modelos estimados por efeitos fixos de ano e apresentamos resultados com base em erros-padrão agrupados por empresa. Os resultados da estimação dos parâmetros por máxima verossimilhança são apresentados na Tabela 3.

Finalmente, com a presença de excesso de dispersão na variável dependente (número de transações de M&A, *Deals*), dado que a variância (0.16) é significativamente maior que a média (0.07), o teste de excesso de dispersão, conforme proposto por Long e Freese (2014), rejeitou a hipótese nula que o valor de alfa seja zero ($\chi^2=68,63$; p -valor=0). Assim, estimamos modelos binomiais negativos cujos resultados são qualitativamente equivalentes aos apresentados na Tabela 3.

Consequências das transações de M&A

Para estimar o efeito das transações de M&A em empresas familiares no desempenho operacional das empresas, variável ROA em $t+2$, optou-se por três alternativas de especificação. Primeiramente, estimamos o Modelo 8 da Tabela 3, por meio de estimador de efeitos fixos (EF) incluindo a variável ROA defasada. Embora o método de estimação por EF considere as variáveis não observadas das empresas que possam influir no desempenho operacional, a inclusão da variável dependente defasada do lado direito da equação, pode gerar resultados viesados. Neste sentido, o Modelo 9 da Tabela 3, considera o mesmo método de estimação, efeitos fixos, mas sem a variável dependente defasada.

Entretanto, sabemos que o efeito do ROA tende a se correlacionar entre períodos subsequentes. Assim, de forma a considerar um modelo dinâmico para o desempenho operacional, estimamos o terceiro modelo (Modelo 10, Tabela 3) onde optou-se pelo método dos momentos generalizados (GMM-Sys) que corrige o efeito dinâmico da variável dependente, controlando pela endogeneidade das variáveis de governança por meio de seus valores defasados como instrumentos. Para isso, considerou-se como endógenas as variáveis financeiras e de governança familiar, e como exógenas, o controle não-familiar, setor e ano.

4. RESULTADOS

4.1. Análise descritiva

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas comparando a amostra total, com as empresas de controle familiar e não-familiar. De forma geral, as variáveis apresentam diferenças significativas entre os diversos grupos de empresas, que pode ser observada pelo p-valor na análise de variância reportado para cada variável. A única exceção é variável **Blockholders** que não apresenta diferença significativa entre empresas controle familiar e não-familiar.

Interessante notar que a média de transações de M&A (*Deals*) das empresas com controle familiar (0.04, 4 por cento) é metade da amostra total (0.08, 8 por cento) ou da amostra de controle não-familiar (0.08, 8 por cento), em linha com a hipótese 1. Por outro lado, impressionante notar que 91 por cento das empresas com controle familiar separaram direitos de voto e fluxo de caixa, versus 80 por cento com outros tipos de controlador. Esses valores corroboram com principais de mecanismos de alavancagem de poder de voto, quais sejam: estruturas piramidais e emissão de mais de uma classe de ações (*dual-class*). As empresas com controle familiar apresentam estruturas piramidais mais complexas (1.53 versus 1.16) e uma maior proporção de emissão de ações sem direito a voto (85 por cento versus 77 por cento) que as empresas sem controle familiar.

Apesar que, em geral, as empresas brasileiras tendem a utilizar mecanismos de separação entre direito de voto e controle por meio de estrutura de propriedade, vale destacar que as empresas familiares parecem utilizar a administração e gestão da empresa como mecanismo interno precípua para exercer controle nas empresas. Isso se nota pela presença, em média de 25 por cento de CEO familiares em empresas controladas por famílias e 33 por cento de empresas onde o presidente do conselho é membro da família. Não nos surpreende, ademais, que em 90 por cento das empresas, a família está representada no conselho de administração.

Em relação às variáveis financeiras, nota-se que as empresas familiares são menores, mais endividadas, menos lucrativas, menos líquidas, investem menos e possuem menos disponibilidade de caixa que as empresas de controle não-familiar.

A Tabela 2 apresenta a matriz de correlações. Conforme os resultados da Tabela 1, as empresas familiares apresentam uma correlação negativa com o número de Deals. Em parte, isso representa um menor interesse dos acionistas familiares em transações de M&A. Outro ponto de atenção é a relação negativa entre o valor contemporâneo de ROA e controle familiar. Visando medir a colinearidade entre as variáveis de interesse, calculamos os fatores de inflação de variância (VIF) total e individuais. O valor total médio é 1.89 e os individuais não ultrapassam o valor de 3.00.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas separadas por empresas com controle familiar e não-familiar.

Variáveis	Amostra Total				Controle Familiar				Anova FF v. NF	Controle Não-Familiar			
	Média	S.D.	Min	Max	Média	S.D.	Min	Max	p-value	Média	S.D.	Min	Max
Deals	0.08	0.45	0	10	0.04	0.32	0	5	0.00	0.08	0.42	0	7
Controle Familiar	0.43	0.5	0	1	1	0	1	1	0.00	0	0	0	0
ECR	0.84	0.37	0	1	0.91	0.28	0	1	0.00	0.8	0.4	0	1
Nível Pirâmide	1.38	1.64	0	13	1.53	1.7	0	13	0.00	1.16	1.63	0	12
Dual-Class	0.79	0.41	0	1	0.85	0.36	0	1	0.00	0.77	0.42	0	1
Maior Acionista Último - Chairman	0.2	0.4	0	1	0.33	0.47	0	1	0.00	0.04	0.21	0	1
Maior Acionista Último - CEO	0.14	0.35	0	1	0.25	0.43	0	1	0.00	0.02	0.14	0	1
Maior Acionista Último - Conselheiro	0.54	0.5	0	1	0.9	0.31	0	1	0.00	0.11	0.31	0	1
Blockholders	24.08	20.88	0	74.65	24.41	20.85	0	73.25	0.47	23.02	21.08	0	74.05
Controle Estatal	0.05	0.22	0	1	0	0	0	0	0.00	0.15	0.36	0	1
Controle Estrangeiro	0.15	0.36	0	1	0	0	0	0	0.00	0.42	0.49	0	1
Controle Institucional	0.03	0.17	0	1	0	0	0	0	0.00	0.09	0.28	0	1
Tamanho da Firma	13.47	1.95	6.99	19.52	12.81	1.81	6.99	17.55	0.00	14.13	1.86	7.43	19.26
ROA	-0.09	0.3	-1.46	0.26	-0.13	0.35	-1.46	0.26	0.00	-0.06	0.26	-1.46	0.26
Endividamento	0.84	1.05	0.06	7.27	0.94	1.26	0.06	7.27	0.00	0.78	0.82	0.06	7.27
Investimento em Ativos Fixos	0.02	0.41	-0.86	2.81	0.01	0.39	-0.86	2.81	0.09	0.02	0.4	-0.86	2.81
Disponibilidade de Caixa	0.56	1.53	0	8.54	0.47	1.32	0	8.54	0.00	0.58	1.66	0	8.54
Liquidez	0.04	0.09	0	0.25	0.02	0.06	0	0.25	0.00	0.06	0.1	0	0.25
Número de Observações	2,876				1,236					2,261			

Tabela 2 – Tabela de correlações.

#	Variáveis	Média	S.D.	Min	Max	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)		
(1)	Deals	0.08	0.45	0	10	1																		
(2)	Controle Familiar	0.43	0.5	0	1	-0.07	1																	
(3)	ECR	0.84	0.37	0	1	-0.04	0.17	1																
(4)	Nível Pirâmide	1.38	1.64	0	13	0.1	0.08	0.09	1															
(5)	Dual-Class	0.79	0.41	0	1	-0.07	0.13	0.48	-0.01	1														
(6)	MAU - Chairman	0.2	0.4	0	1	0.03	0.28	-0.03	0.11	-0.18	1													
(7)	MAU - CEO	0.14	0.35	0	1	0.03	0.27	-0.02	0.04	-0.15	0.72	1												
(8)	MAU - Conselheiro	0.54	0.5	0	1	-0.05	0.62	0.14	0.05	0.01	0.46	0.37	1											
(9)	Blockholders	24.08	20.88	0	74.65	-0.05	0.01	-0.06	-0.06	0.03	0	0	0.06	1										
(10)	Controle Estatal	0.05	0.22	0	1	0.06	-0.21	0.03	-0.12	0.04	-0.12	-0.1	-0.25	-0.07	1									
(11)	Controle Estrangeiro	0.15	0.36	0	1	-0.02	-0.36	-0.02	-0.1	-0.03	-0.2	-0.17	-0.43	-0.08	-0.1	1								
(12)	Controle Institucional	0.03	0.17	0	1	-0.03	-0.15	-0.06	0	-0.03	-0.09	-0.07	-0.18	-0.02	-0.04	-0.07	1							
(13)	Tamanho da Firma	13.47	1.95	6.99	19.52	0.22	-0.29	-0.05	0.23	-0.03	-0.11	-0.12	-0.28	-0.07	0.23	0.11	0.01	1						
(14)	ROA	-0.09	0.3	-1.46	0.26	0.08	-0.12	-0.07	0.13	-0.09	0.02	0.04	-0.07	0.02	0.06	0.07	-0.02	0.44	1					
(15)	Endividamento Investimento em Ativos	0.84	1.05	0.06	7.27	-0.05	0.08	0.03	-0.08	0.05	0.02	0.02	0.02	-0.01	-0.07	-0.05	0.04	-0.33	-0.8	1				
(16)	Fixos Disponibilidade de	0.02	0.41	-0.86	2.81	0.14	-0.03	-0.06	0.01	-0.08	0.05	0.02	0	-0.02	0.01	-0.01	0.03	0.1	0.11	-0.13	1			
(17)	Caixa	0.56	1.53	0	8.54	0.05	-0.05	-0.07	-0.03	-0.21	0.06	0.05	0.01	-0.01	0.04	0.03	-0.02	-0.04	0.11	-0.08	0.16	1		
(18)	Liquidez	0.04	0.09	0	0.25	0.29	-0.2	-0.03	0.11	0	-0.04	-0.06	-0.16	-0.05	0.18	0.07	-0.04	0.57	0.2	-0.14	0.08	-0.01		

4.2. Determinantes das transações de M&A

A Tabela 3 apresenta os resultados das estimações. Os Modelos 1 a 7 apresentam o efeito da estrutura de controle e governança familiar no número de *Deals*. As análises realizadas mostram que o controle familiar não apresenta diferença significativa em relação a empresas não familiares. Por exemplo, no Modelo 1, o coeficiente da variável *controle familiar* é $\beta=0.029$, com erro-padrão, $SE=0.426$, no que tange ao número de *Deals*, controlando por variáveis que potencialmente afetam as decisões de M&A.

Analizamos também como os mecanismos de governança interagem com a variável de controle familiar. O Modelo 2, considera a interação entre controle familiar e excesso de direito de voto (ECR), que é positiva, $\beta=1.282$, e significativa, $SE=0.704$. Neste sentido, observa-se que empresas familiares com excesso de direito de voto tendem a realizar mais transações de M&A que empresas familiares sem esta característica. Vale notar que as empresas familiares sem ECR são exceções à regra e representam somente 9 por cento de seus pares.

No Modelo 3 e 4 estimamos, respectivamente, os efeitos da interação entre estrutura piramidal e dual-class com o controle familiar. Apesar dos coeficientes serem positivos, conforme esperado, os valores não são significativos.

No Modelo 5, testamos o efeito moderador da presença do presidente do conselho como membro da família controladora. O coeficiente é negativo $\beta=-1.611$, e significativo, $SE=0.626$, indicando que nos casos onde o presidente do conselho é familiar, existe uma tendência a diminuir as transações de M&A, em linha com a teoria de agência e a literatura de empresas familiares, no que tange ao efeito incentivos.

Os Modelos 6 e 7 testam o efeito moderador do CEO e conselheiro familiar, respectivamente. Ambos são negativos, como esperado, mas não significativos.

4.3. Consequências das transações de M&A

Finalmente, como apresentado na tabela 4, os Modelos 8 a 10, testam os efeitos do controle familiar e M&A nos resultados operacionais futuros ($t+2$) das empresas. Qualitativamente, os resultados se mantêm, o que demonstra uma certa robustez. Vale salientar

o efeito negativo e significativo ($p\text{-value} < 0.10$) para coeficiente da variável de interação entre M&A e controle familiar. Junto com o coeficiente da variável controle familiar, positivo e significativo, podemos interpretar este resultado como um efeito entrincheiramento do poder de controle familiar.

Se por um lado o controle familiar tem um efeito positivo no resultado operacional das empresas, as estratégias de M&A reduzem o desempenho das empresas às custas dos acionistas minoritários já que grande parte (91 por cento) das empresas controladas por famílias o controlador não possui os mesmos direitos de voto e caixa e, portanto, perdas de desempenho econômico serão mais sentidas pelos acionistas com maior participação no fluxo de caixa nas empresa, em parte, derivados do desempenho operacional das empresas.

Em outras palavras, empresas de controle familiar que tendem a realizar M&A (e o fazem por um excesso de poder de controle), apresentam resultados operacionais inferiores aos de empresas familiares que não realizaram M&A, controlando pela endogeneidade das variáveis de governança e pela dinâmica da variável dependente.

Em resumo, empresas geridas por família e empresas familiares que usam mais de uma classe de ações para melhorar seu poder de controle sobre direitos econômicos não têm um comportamento diferente em relação a M&A do que as empresas não familiares, assim como as empresas de controle familiar que possuem estruturas piramidais ou mesmo onde o Presidente é membro da família. Entretanto, as empresas onde o Chairman (Presidente do Conselho de Administração) é membro da família tem uma tendência significativa a diminuir as transações M&A em relação as demais empresas controladas por famílias.

Este resultado pode ser estendido pela análise realizada do desempenho das empresas após ($t+2$) uma transação de M&A, onde a empresa familiar não recupera o valor financeiro esperado. Identifica-se também um pequeno efeito positivo (maior tendência em decisões de M&A) nos casos onde existe ECR. Juntos estes resultados indicam uma prevalência do efeito entrincheiramento sobre o efeito incentivos em transações de M&A em empresas brasileiras.

Tabela 3 – Efeitos do controle e governança familiar nas fusões e aquisições.

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7
Variável Dependente >>	DV = Deals	DV = Deals	DV = Deals	DV = Deals	DV = Deals	DV = Deals	DV = Deals
Modelo de Regressão >>	Poisson	Poisson	Poisson	Poisson	Poisson	Poisson	Poisson
Controle Familiar	0.029 (0.426)	-1.119 (0.684)	-0.53 (0.551)	-0.191 (0.563)	0.747 (0.484)	0.183 (0.478)	0.904 (0.652)
Controle Familiar # ECR		1.282+ (0.704)					
Controle Familiar # Estrutura Piramidal			0.636 (0.608)				
Controle Familiar # Dual-Class				0.288 (0.620)			
Controle Familiar # Chairman Familiar					-1.611* (0.626)		
Controle Familiar # CEO Familiar						-0.526 (0.613)	
Controle Familiar # Conselheiro Familiar Estrutura Piramidal			0.403 (0.264)				-1.197 (0.758)
Fusão e Aquisição							
Fusão e Aquisição # Controle Familiar							
ECR	0.331 (0.380)	0.205 (0.402)	0.237 (0.374)	0.342 (0.387)	0.348 (0.387)	0.324 (0.385)	0.325 (0.381)
Nível da Estrutura Piramidal	0.04 (0.058)	0.042 (0.057)		0.038 (0.057)	0.058 (0.056)	0.046 (0.059)	0.023 (0.063)
Dual-Class	-0.344 (0.283)	-0.363 (0.284)	-0.303 (0.280)	-0.42 (0.313)	-0.281 (0.273)	-0.342 (0.281)	-0.305 (0.278)
Maior Acionista Último - Chairman	0.067 (0.652)	0.108 (0.669)	0.001 (0.651)	0.067 (0.662)	0.851 (0.666)	0.058 (0.657)	0.024 (0.606)
Maior Acionista Último - CEO	-0.023 (0.493)	-0.011 (0.518)	0.018 (0.508)	-0.006 (0.494)	0.037 (0.473)	0.252 (0.583)	0.017 (0.451)
Maior Acionista Último - Conselheiro	0.117 (0.436)	0.089 (0.431)	0.114 (0.422)	0.106 (0.439)	-0.25 (0.446)	0.071 (0.432)	0.365 (0.390)
Blockholders	-0.005 (0.007)	-0.005 (0.007)	-0.005 (0.007)	-0.005 (0.007)	-0.006 (0.007)	-0.005 (0.007)	-0.006 (0.007)
Controle Estatal	-0.736 (0.480)	-0.678 (0.492)	-0.639 (0.464)	-0.717 (0.483)	-0.611 (0.498)	-0.703 (0.484)	-0.757 (0.509)

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7
Variável Dependente >>	DV = Deals	DV = Deals	DV = Deals	DV = Deals	DV = Deals	DV = Deals	DV = Deals
Modelo de Regressão >>	Poisson	Poisson	Poisson	Poisson	Poisson	Poisson	Poisson
Controle Estrangeiro	0.267 (0.496)	0.284 (0.497)	0.242 (0.489)	0.266 (0.504)	0.321 (0.450)	0.289 (0.499)	0.31 (0.472)
Controle Institucional	-19.387*** (0.464)	-19.409*** (0.451)	-18.290*** (0.448)	-18.416*** (0.461)	-19.103*** (0.425)	-17.991*** (0.459)	-19.370*** (0.448)
Tamanho da Firma	0.484*** (0.112)	0.481*** (0.115)	0.491*** (0.110)	0.484*** (0.113)	0.471*** (0.111)	0.480*** (0.113)	0.502*** (0.115)
ROA (Retorno sobre ativos)	0.567 (0.845)	0.636 (0.844)	0.682 (0.889)	0.565 (0.846)	0.642 (0.870)	0.524 (0.852)	0.564 (0.853)
Endividamento	-0.42 (0.845)	-0.407 (0.855)	-0.374 (0.825)	-0.406 (0.846)	-0.441 (0.939)	-0.465 (0.908)	-0.423 (0.867)
Investimento em Ativos Fixos	0.555*** (0.168)	0.582** (0.178)	0.550** (0.178)	0.561*** (0.170)	0.575** (0.179)	0.555** (0.172)	0.567*** (0.162)
Disponibilidade de Caixa	0.183+ (0.111)	0.177+ (0.107)	0.184+ (0.112)	0.181+ (0.109)	0.155 (0.100)	0.177 (0.113)	0.178+ (0.101)
Liquidez	6.817*** (1.178)	6.766*** (1.120)	6.779*** (1.174)	6.790*** (1.153)	6.652*** (1.124)	6.816*** (1.173)	6.719*** (1.163)
Nível 1 (N1)	-0.625 (0.619)	-0.635 (0.614)	-0.589 (0.600)	-0.624 (0.621)	-0.578 (0.633)	-0.612 (0.628)	-0.607 (0.641)
Nível 2 (N2)	0.894 (1.563)	0.854 (1.617)	0.864 (1.587)	0.97 (1.674)	0.782 (1.414)	0.94 (1.613)	0.977 (1.562)
Novo Mercado (NM)	0.532 (0.471)	0.547 (0.487)	0.566 (0.462)	0.511 (0.477)	0.603 (0.503)	0.506 (0.495)	0.541 (0.480)
Constante	-12.846*** (2.088)	-12.707*** (2.087)	-13.166*** (2.085)	-12.804*** (2.092)	-12.770*** (2.071)	-12.782*** (2.107)	-13.121*** (2.104)
Efeitos-Fixos de Indústria	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeitos-Fixos de Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Inalpha - Constante	0.449 (1.849)	0.425 (1.913)	0.439 (1.865)	0.447 (1.884)	0.321 (1.923)	0.44 (1.879)	0.456 (1.812)
Número de Observações	2876	2876	2876	2876	2876	2876	2876

+ p<0.10, * p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

Tabela 4 – Efeitos do controle e governança familiar nas fusões e aquisições e desempenho operacional.

	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
Variável Dependente >>	DV=ROA	DV=ROA	DV=ROA
Modelo de Regressão >>	FE	FE	GMM
Controle Familiar	0.079*	0.082*	0.080+
	(0.037)	(0.041)	(0.048)
Controle Familiar # ECR			
Controle Familiar # Estrutura Piramidal			
Controle Familiar # Dual-Class			
Controle Familiar # Chairman Familiar			
Controle Familiar # CEO Familiar			
Controle Familiar # Conselheiro Familiar			
Estrutura Piramidal	0.018		
	(0.015)		
Fusão e Aquisição	0.029	0.031	0.034
	(0.020)	(0.022)	(0.063)
Fusão e Aquisição # Controle Familiar	-0.068+	-0.076*	-0.211+
	(0.035)	(0.038)	(0.128)
ECR	-0.024	-0.025+	0.006
	(0.015)	(0.015)	(0.036)
Nível da Estrutura Piramidal		0.006	0.002
		(0.004)	(0.008)
Dual-Class	-0.021	-0.031	-0.024
	(0.022)	(0.027)	(0.030)
Maior Acionista Último - Chairman	-0.03	-0.035	-0.005
	(0.028)	(0.032)	(0.033)
Maior Acionista Último - CEO	-0.001	0.007	0.012
	(0.026)	(0.030)	(0.033)
Maior Acionista Último - Conselheiro	0.033+	0.038+	0.002
	(0.020)	(0.021)	(0.031)
Blockholders	0	0	0.001
	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Controle Estatal	0.013	0.013	0.002
	(0.044)	(0.047)	(0.039)
Controle Estrangeiro	0.063*	0.060+	0.063*
	(0.030)	(0.031)	(0.027)

	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
Variável Dependente >>	DV=ROA	DV=ROA	DV=ROA
Modelo de Regressão >>	FE	FE	GMM
Controle Institucional	0.012 (0.020)	0.009 (0.019)	0.051 (0.037)
Tamanho da Firma	0.013 (0.017)	0.019 (0.018)	0.048* (0.019)
ROA (Retorno sobre ativos)	0.196** (0.073)		0.545*** (0.119)
Endividamento	0.028 (0.032)	-0.007 (0.028)	-0.083** (0.029)
Investimento em Ativos Fixos	-0.036*** (0.010)	-0.033** (0.010)	-0.048+ (0.027)
Disponibilidade de Caixa	0.008+ (0.004)	0.010* (0.004)	0.005 (0.009)
Liquidez	-0.235 (0.149)	-0.205 (0.160)	-0.299 (0.187)
Nível 1 (N1)	0.041* (0.019)	0.044* (0.020)	0.037 (0.075)
Nível 2 (N2)	0.096* (0.046)	0.099* (0.046)	-0.083 (0.103)
Novo Mercado (NM)	0.065** (0.023)	0.069** (0.022)	0.002 (0.083)
Constante	-0.27 (0.242)	-0.34 (0.256)	-0.637* (0.275)
Efeitos-Fixos de Indústria	Sim	Sim	Sim
Efeitos-Fixos de Ano	Sim	Sim	Sim
Inalpha - Constante			
Número de Observações	2080	2085	2069

+ p<0.10, * p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

5. DISCUSSÃO E CONCLUSÃO

Este estudo tem dois objetivos principais. Primeiramente, examinar se as empresas de controle familiar são mais propensas a adquirir outras empresas como uma intenção estratégica de crescimento e identificar quais os mecanismos de governança familiar - controle, a propriedade e a gestão - que melhor explicam este fenômeno. Segundo, analisar o efeito da fusão e aquisição no desempenho operacional das empresas controladas por famílias empresárias.

A partir de uma amostra de 420 empresas brasileiras não-financeiras entre os anos de 1997 e 2007, chegamos a várias conclusões. Primeiro, nossas análises mostram que, considerado isoladamente, o controle familiar não distingue o comportamento das empresas familiares e não-familiares no que tange a propensão de investimento em M&A, contrário ao postulado pela hipótese 1.

Segundo, ainda que o controle familiar por si só não explique a diferença entre empresas familiares e não-familiares, outras características de governança sim as distinguem. Por um lado, empresas controladas por famílias empresárias por meio de mecanismos de alavancagem de controle apresentam uma maior propensão a transações de M&A. Por outro lado, a presença de um membro familiar como presidente do conselho de administração tende a reduzir a probabilidade de M&A.

Terceiro, as transações de M&A tendem a reduzir resultados operacionais das empresas controladas por famílias, ainda que, em média, tenham resultados econômicos superiores às empresas não familiares.

Em conjunto, estes resultados mostram que a heterogeneidade das empresas familiares é o ponto chave quando se trata de analisar efeitos dos mecanismos de governança corporativa nas decisões estratégicas da empresa. Em outras palavras, a literatura em empresas familiares avança um passo enorme ao estudar não somente a dicotomia empresas familiares versus não familiares, mas, dentro do universo das empresas familiares, as diferenças entre os mecanismos de governança que estas empresas utilizam e que as fazem obter melhores resultados econômico-financeiros.

Este estudo contribui para a literatura de governança e empresas familiares de várias formas. Primeiramente, ao invés de tratar diretamente o efeito direto da governança e controle familiar no desempenho da firma, trata as transações de fusão e aquisição como variável mediadora deste processo, evitando assim possíveis vieses derivados dos efeitos de outras variáveis que podem afetar o desempenho da firma, ainda que controlando por elas. Neste sentido, identificamos que as transações de M&A são estratégias que, influenciadas pelo controle e governança familiar, afetam o desempenho das empresas. Em outras palavras, identificamos um dos canais pelos quais a gestão das empresas familiares pode afetar o desempenho da empresa e que, portanto, podem contribuir para elucidar parte dos efeitos controversos do controle familiar no desempenho das empresas .

Segundo, os resultados encontrados no contexto brasileiro são distintos daqueles reportados por Caprio et al. (2011) para uma amostra de empresas não-financeiras de países da Europa Continental, em particular, no que se refere ao efeito do controle e governança familiar na probabilidade de atividades de M&A. Caprio et al. (2011) mostram que o controle familiar tem um efeito negativo na propensão de transações de M&A, enquanto que a presença do gestor familiar, seja como CEO ou Chairman, não é significativa.

Nossos resultados, apontam para o oposto, por si só o controle familiar não apresenta um efeito significativo, mas a presença de um gestor familiar reduz o número de transações de M&A. Em parte, este resultado corrobora estudos sobre as diferenças institucionais, e sobretudo de aquelas relacionadas à governança corporativa, entre países emergentes, como o Brasil, e países mais desenvolvidos, como os da Europa Continental (WITT et al., 2017). Em particular, Franks et al. (2012) argumentam que, nos países onde as empresas familiares predominam, as instituições se adaptam às necessidades dessas empresas; e essa adaptação varia em função do poder de influência destas famílias sobre a classe política (MORCK; WOLFENZON; YEUNG, 2005).

Finalmente, muito se discute sobre a endogeneidade na relação entre governança e desempenho (WINTOKI; LINCK; NETTER, 2012). Neste estudo, nos alinhamos à recente literatura de finanças corporativas que sugere que os modelos dinâmicos estimados pelo método dos momentos generalizados (GMM) tendem a reduzir os vieses potencialmente causados pela correlação entre as variáveis observadas e o termo de erro estocástico (PINDADO; REQUEJO; DE LA TORRE, 2011; WINTOKI et al., 2012). Assim, entendemos que os resultados que testam a hipótese 2 sobre o efeito entrincheiramento versus incentivo é um resultado robusto e nos indica que, para esta amostra de empresas brasileiras, as transações de M&A tendem a

reduzir os resultados econômicos das empresas familiares, sugerindo uma prevalência do efeito entrincheiramento.

Este resultado é economicamente significativo e corrobora os estudos da consultoria Boston Consulting Group (BHALLA; ORGLMEISTER; TONG, 2016) que mostra que empresas em países emergentes, como o Brasil, apresentam um crescimento maior que as empresas não-familiares derivado de uma maior atividade de M&A, mas com rentabilidade menor que as empresas não-familiares. Assim, essa atividade de M&A mais ambiciosa em função, em parte, da separação entre direitos de voto e fluxo de caixa, tem um efeito negativo no desempenho destas empresas. Neste contexto, um investidor externo deve tomar em conta estes resultados ao decidir pela composição de sua carteira de investimentos, sobretudo, considerando as perspectivas de crescimento e rentabilidade dos negócios que compõe esta carteira e a proporção de empresas familiares e não-familiares, já que terão efeito no resultado conjunto da carteira.

5.1. Limitações do estudo

Nosso estudo apresenta algumas limitações. Apresentamos evidências de empresas controladas por famílias empresárias no contexto brasileiro. Uma análise comparada das empresas familiares e suas decisões de M&A em outros países emergentes poderia contribuir para entender os efeitos institucionais bem como características generalizáveis em diversos ambientes de negócios. Segundo, este trabalho teve como objeto as empresas listadas. Sabemos que a maior parte das transações de M&A no Brasil ocorrem entre empresas não listadas e, mais que isso, que grande parte destas empresas são familiares. Assim, estudos futuros poderão explorar as diferenças tanto estratégicas como de governança entre as empresas familiares listadas e não-listadas. Este estudo se limita a analisar a decisão estratégica das empresas compradoras, na qual o controlador familiar está querendo se expandir. Sabendo que numa transação de M&A existem, pelo menos, duas entidades, comprador e vendedor, a análise de desinvestimento na empresa adquirida trazer à luz aspectos de governança e estratégicos não explorados neste trabalho.

Finalmente, do ponto de vista teórico, este estudo limitou-se à análise da teoria de agência como base para entender os determinantes de M&A em empresas familiares e suas consequências. Estudos futuros poderão abordar outras perspectivas teóricas, em particular, a

teoria da riqueza sócio-emocional de forma a equilibrar os interesses econômicos e não-econômicos da família controladora.

5.2. Sugestão de estudos futuros

Vislumbramos ainda outras oportunidades de estudos futuros. Primeiro, de acordo com os estudos já apresentados, e complementando as análises realizadas por Miller, Le Breton-Miller e Lester (2010), e Grigorieva e Petrunina (2014), acreditamos que ainda existe uma grande oportunidade para desenvolvimento de novas pesquisas na tentativa de identificar o comportamento de empresas familiares e seus mecanismos de governança relacionadas às decisões estratégicas, como M&A por diversificação ou para manutenção de controle.

Segundo, considerando a recente crise econômica internacional, a partir de 2008, poderíamos estender o período de análise de forma a incorporar um período pós-crise com o objetivo de entender o comportamento das empresas familiares antes (pré) e depois (pós) da crise, tanto em relação às decisões de M&A como em relação aos resultados das fusões num período de instabilidade macroeconômica.

Aumentar o escopo temporal do estudo também permitiria analisar com mais precisão os efeitos de longo prazo das atividades de M&A já que o processo de integração entre as empresas pode tomar mais tempo que o planejado e alterar os resultados de econômicos de mais longo prazo.

Finalmente, estudos futuros poderão analisar como as características de governança das empresas se mantêm após o processo de M&A, e como potenciais conflitos de agência entre novos acionistas e gestores afetam os resultados organizacionais da integração e o desempenho econômico das empresas.

5.3. Implicações gerenciais

Entender as motivações estratégicas das empresas familiares e o desempenho destas empresas não somente é um desafio acadêmico, mas também gerencial, dado que, no contexto

da empresa familiar, a sobreposição entre os interesses da família e da empresa é uma característica onipresente. Neste sentido, este estudo apresentou evidências para avançarmos na compreensão das empresas familiares. Por exemplo, considerando que o controle familiar, por si só, não tem efeito direto nas transações de M&A podemos intuir que as oportunidades de crescimento via fusões e aquisições são igualmente distribuídas e aproveitadas por todas as empresas, independentemente de seu controlador.

Ademais, observa-se que a alavancagem de poder de controle tem um efeito positivo nas transações de M&A. Este resultado é um forte indício do efeito entrincheiramento da família controladora e, portanto, deve ser tratado com cautela por investidores externos. Em outras palavras, o efeito alavancagem de poder de controle na propensão de M&A torna obscura a motivação deste tipo de transação em particular se trata verdadeiramente de uma oportunidade de investimento ou, por outro lado, se é um “capricho” do acionista familiar controlador.

Para isso, investidores externos devem atentar aos mecanismos utilizados pelas empresas controladas por famílias já que estes definem, em parte, que ações estratégicas que as empresas poderão utilizar, incluindo aquisições de empresas sem os resultados econômicos esperados, como as evidências deste estudo apontam.

6. REFERÊNCIAS

- ADAMS, R.; MEHRAN, H. Bank board structure and performance: Evidence for large bank holding companies. **Journal of Finance Intermediation**, v. 21, p. 243-267, 2012.
- AGUILERA, R.V.; DESENDER, K.; KABBACH-CASTRO, L.R. A bundle perspective on comparative corporate governance. In: CLARKE, T.; BRANSON, D. (Ed). **The SAGE Handbook of Corporate Governance**. London: SAGE Publications, 2012, cap. 17.
- AGUILERA, R. V.; JACKSON, G. Comparative and international corporate governance, **The Academy of Management Annals**, v. 4 (1), p. 485-556, 2010.
- ALDRIGHI, D. **Concentração da propriedade do capital e controle das empresas no Brasil**. Tese de Livre-Docência, Universidade de São Paulo, 2014.
- ALI, A.; CHEN, T.; RADHAKRISHNAN, S. Corporate disclosures by family firms. **Journal of Accounting and Economics**, v 44, p. 238–286, 2007.
- ALMEIDA, H.; KIM, H.B.; KIM, C.S. Internal capital markets in business groups: Evidence from the Asian financial crisis. **Journal of Finance**, v. 70, p. 2539–2586, 2015.
- ALMEIDA, H.; PARK, S. Y.; SUBRAHMANYAM, M. G.; WOLFENZON, D. The structure and formation of business groups: Evidence from Korean chaebols. **Journal of Financial Economics**, v. 99, p. 447-475, 2011.
- ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. **Journal of Finance**, v. 58(3), p. 1301-1328, 2003.
- AVERY, C.; CHEVALIER, J.; SCHAEFER, S. Why do managers undertake acquisitions? An analysis of internal and external rewards for acquisitiveness. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 14 (1), p. 24-43, 1998.
- BARTH, E.; GULBRANDSEN, T.; SCHOENE, P. Family ownership and productivity: the role of owner-management. **Journal of Corporate Finance**, v. 11, n.1-2, p. 107-127, 2005.
- BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. Corporate law and governance. In: POLINSKY, A.M.; SHAVELL, S. (Ed.) **Handbook of law and economics**. Amsterdam: North Holland, 2007, v.

2, cap. 12, p. 829-943.

BERRONE, P.; CRUZ, C.; GÓMEZ-MEJÍA, L.; LARRAZA-QUINTANA, M. Socioemotional wealth, and corporate responses to institutional pressures: Do family-controlled firms pollute less? **Administrative Science Quarterly**, v. 55, p. 82-113, 2010.

BERTRAND, M., MEHTA, P., MULLAINATHAN, S. Ferreting out tunnelling: an application to Indian business groups. **The Quarterly Journal of Economics**. v. 117, p. 121-148, 2002.

BHALLA, V.; ORGLMEISTER, C.; TONG, D. What makes family businesses in emerging markets so different? **Boston Consulting Group**, September 8, 2016, <https://www.bcg.com/publications/2016/what-makes-family-businesses-in-emerging-markets-so-different.aspx>.

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

BLOOM, N.; SADUN, R.; VAN REENEN, J. Family firms need professional management. **Harvard Business Review**, Spring, 2011.

BLOOM, N.; VAN REENEN, J. Why do management practices differ across firms and countries? **Journal of Economic Perspectives**, v. 24, n. 1, p. 203–224, 2010.

CAMERON, A.C.; TRIVEDI, P.K. **Regression analysis of count data**. New York, NY Cambridge University Press, 2 ed., 2013.

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

CHEN, T., DASGUPTA, S., Yu, Y. Transparency, and financing choices of family firms. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 49, p. 381-408, 2014.

CARNEY, R.; CHILD, T. Changes to ownership and control of East Asian corporations between 1996 and 2008: The primacy of politics. **Journal of Finance Economics**, v. 107, p. 494-513, 2012.

CHONG, A.; LÓPEZ-DE-SILANES, F. **Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America**. Washington, DC: The Inter-American Development Bank, 2007.

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. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

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

CRANINCKX, K.; HUYGHEBAERT, N. Large shareholders and value creation through corporate acquisitions in Europe. The identity of the controlling shareholder matters. **European Management Journal**, v. 33, p. 116-131, 2015.

DALTON, D. R.; HITT, M. A.; CERTO, S. T.; DALTON, C. M. The fundamental agency problem and its mitigation: Independence, equity and market for corporate control. **The Academy of Management Annals**, v. 1(1), p. 1-64, 2007.

DRUCKER, D. Testing for serial correlation in linear panel-data models. **The Stata Journal**, v. 3, n. 2, p. 168–177, 2003.

EDMANS, A. Blockholders and corporate governance. **Annual Review of Financial Economics**, v. 6, p. 23-50, 2014.

FACCIO, M.; LANG, L. H. P. The ultimate ownership of Western European corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 65(3), p. 365-395, 2002.

FEITO-RUIZ, I.; MENÉNDEZ-REQUEJO, S. Family firm mergers and acquisitions in different Legal Environments. **Family Business Review**. v. 23, p. 60-75, 2010.

FRANKS, J.; MAYER, C.; VOLPIN, P.; WAGNER, H. The life cycle of family ownership: International evidence. **Review of Financial Studies**, v. 25, n. 6, p. 1675-1712, 2012.

GEDAJLOVIC, E.; CARNEY, M. Markets, hierarchies, and families: Toward a transactions cost theory of the family firm. **Entrepreneurship: Theory and Practice**, v. 34, n. 6, p. 1145-1172, 2010.

GELMAN, M.; KABBACH DE CASTRO, L.R.; SEIDLER, V. Efeitos da vinculação de conselheiros ao acordo de acionistas no Valor da Firma. **RAE**, v. 55, n.3, p. 345-358, 2015.

GORGA, E.C. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging economics **Northwestern Journal of International Law & Business**, v. 29, p. 456–550, 2009.

GRIGORIEVA, S.; PETRUNINA, T. The performance of mergers and acquisitions in emerging capital markets: New angle. **Journal of Management Control**. v. 26, p. 377-403, 2015.

HART, O. Corporate governance: some theory and implications. **The Economic Journal**. v. 105(430), p. 678-689, 1995.

HARTFORD, J; LI, K. Decoupling CEO wealth and firm performance: The case of acquiring CEOs, **Journal of Finance**, v. 62, n. 2, p. 917-949, 2007.

HIRSCHMAN, A.O. **Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and States**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1970.

HOLDERNESS, C.; SHEEHAN, D. 1988. The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 317–346.

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

KUO, Y.; HUNG, J. Family control and investment-cash flow sensitivity: Moderating effects of excess control rights and board independence. **Corporate Governance: An International Review**, v.20, n.3, p. 253-266, 2012.

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

LONG, J.S.; FREEZE, J. **Regression models for categorical dependent variables using Stata**. College Station, TX: Stata Press, 2014.

MAHLER, M.; ANDERSSON T. **Corporate governance: Effects on firm performance and economic growth**. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=218490>, 2000.

MARTYNOVA, M.; RENNEBOOG, L. A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? **Journal of Banking and Finance**, v. 32, p. 2148-2177, 2008.

MILLER, D.; LE BRETON-MILLER, I; LESTER, R. H. Family ownership and acquisition behavior in publicly-traded companies. **Strategic Management Journal**, v. 31, n. 2, p. 201–223, 2009.

MILLER, D; LE BRETON-MILLER, I. **Managing for the long run: Lessons in competitive advantage from great family businesses**. Boston, MA: Harvard Business School Press, 2005.

MORCK, R.; WOLFENZON, D.; YEUNG, B. Corporate governance, economic entrenchment, and growth. **Journal of Economic Literature**, v. 43, n. 3, p. 655-720, 2005.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Do managerial objectives drive bad acquisitions? **Journal of Finance**, v. 35, n.1, p. 31-48, 1990.

PETERSEN, M. A. Estimating standard errors in finance panel data sets: comparing approaches. **Review of Financial Studies**, v. 22, p. 435–480, 2009.

PINDADO, J.; REQUEJO, I.; DE LA TORRE, C. Family control and investment–cash flow sensitivity: Empirical evidence from the Euro zone. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n.5, p. 1389-1409, 2011.

POZA, E. **Family Business**. Mason, OH: South-Western Cengage Learning, 2014. 4 ed.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: Teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, cap. 1, 2010.

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.

TRIBÓ, J.A.; BERRONE, P.; SURROCA, J. Do the type and number of blockholders influence R&D investments? New evidence from Spain. **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, n. 5, p. 828-842.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52(2), p. 737-783, 1997.

VERBEEK, M. **A Guide to Modern Econometrics**. Chicester, England: Wiley, 2004.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. How do family ownership, control and management affect firm value? **Journal of Financial Economics**, v. 80(2), p. 385-417, 2006.

WARD J. L. **Perpetuating the family business: 50 lessons learned from long lasting, successful families in business**. New York, NY: Palgrave Macmillan, 2004.

WINTOKI, M.B.; LINCK, J.S.; NETTER, J.M. Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 105, n.3, p. 581-606, 2012.

WITT, M.; KABBACH-CASTRO, L.R.; AMAESHI, K.; MAHROUM, S.; BOHLE, D.; SAEZ, L. Mapping the business system of 61 major economies: A taxonomy and implications for varieties of capitalism and business systems research. **Socio-Economic Review**, mw012, <https://doi.org/10.1093/ser/mwx012>.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. Cambridge, MA: MIT Press, 2002.

YOUNG, M.; PENG, M.; AHLSTROM, D.; BRUTON, G.; JIANG, Y. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n.1, p. 196-220, 2008.