



UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS (UFG)
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS
ECONÔMICAS (FACE)
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS (PPGCONT)

MISLEY FERREIRA VIANA DE CARVALHO

**A Influência dos mecanismos internos e externos da Governança
Corporativa no desempenho das Aquisições Corporativas**

GOIÂNIA
2021



UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS ECONÔMICAS

TERMO DE CIÊNCIA E DE AUTORIZAÇÃO (TECA) PARA DISPONIBILIZAR VERSÕES ELETRÔNICAS DE TESES

E DISSERTAÇÕES NA BIBLIOTECA DIGITAL DA UFG

Na qualidade de titular dos direitos de autor, autorizo a Universidade Federal de Goiás (UFG) a disponibilizar, gratuitamente, por meio da Biblioteca Digital de Teses e Dissertações (BDTD/UFG), regulamentada pela Resolução CEPEC nº 832/2007, sem ressarcimento dos direitos autorais, de acordo com a [Lei 9.610/98](#), o documento conforme permissões assinaladas abaixo, para fins de leitura, impressão e/ou download, a título de divulgação da produção científica brasileira, a partir desta data.

O conteúdo das Teses e Dissertações disponibilizado na BDTD/UFG é de responsabilidade exclusiva do autor. Ao encaminhar o produto final, o autor(a) e o(a) orientador(a) firmam o compromisso de que o trabalho não contém nenhuma violação de quaisquer direitos autorais ou outro direito de terceiros.

1. Identificação do material bibliográfico

☒ Dissertação ☐ Tese

2. Nome completo do autor

Misley Ferreira Viana de Carvalho

3. Título do trabalho

A influência dos mecanismos internos e externos da Governança Corporativa no desempenho das Aquisições Corporativas.

4. Informações de acesso ao documento (este campo deve ser preenchido pelo orientador)

Concorda com a liberação total do documento ☒ SIM ☐ NÃO¹

[1] Neste caso o documento será embargado por até um ano a partir da data de defesa. Após esse período, a possível disponibilização ocorrerá apenas mediante:

- a) consulta ao(a) autor(a) e ao(a) orientador(a);
 - b) novo Termo de Ciência e de Autorização (TECA) assinado e inserido no arquivo da tese ou dissertação.
- O documento não será disponibilizado durante o período de embargo.

Casos de embargo:

- Solicitação de registro de patente;
- Submissão de artigo em revista científica;
- Publicação como capítulo de livro;
- Publicação da dissertação/tese em livro.

Obs. Este termo deverá ser assinado no SEI pelo orientador e pelo autor.



Documento assinado eletronicamente por **Daiana Paula Pimenta, Professora do Magistério Superior**, em 18/06/2021, às 10:19, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).

Documento assinado eletronicamente por **MISLEY FERREIRA VIANA DE CARVALHO, Discente**, em 18/06/2021, às 16:06, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do

03/07/2021

SEI/UFG - 2127071 - Termo de Ciência e de Autorização (TECA)



[Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.](#)



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site

[https://sei.ufg.br/sei/controlador_externo.php?](https://sei.ufg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0)

[acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0](https://sei.ufg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0), informando o código verificador **2127071** e o código CRC **D5402BC1**.

Referência: Processo nº 23070.023110/2021-54

SEI nº 2127071

MISLEY FERREIRA VIANA DE CARVALHO

A influência dos mecanismos internos e externos da Governança Corporativa no desempenho das Aquisições Corporativas

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCONT), da Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (FACE), da Universidade Federal de Goiás (UFG) como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.
Área de Concentração: Ciências Contábeis.
Linha de Pesquisa: Controladoria e Finanças.

Orientador (a): Profa. Dra. Daiana Paula Pimenta.

GOIÂNIA
2021

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do
Programa de Geração Automática do Sistema de Bibliotecas da UFG.

Carvalho, Misley Ferreira Viana de
A Influência dos mecanismos internos e externos da Governança
Corporativa no desempenho das Aquisições Corporativas [manuscrito] /
Misley Ferreira Viana de Carvalho. - 2021.
70 f.

Orientador: Profa. Dra. Daiana Paula Pimenta.
Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Goiás,
Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências
Econômicas (FACE), Programa de Pós-Graduação em Ciências
Contábeis, Goiânia, 2021.

Bibliografia.

Inclui siglas, lista de figuras, lista de tabelas.

1. Desempenho de aquisições. 2. Governança corporativa. 3.
Mecanismos internos e externos. I. Pimenta, Daiana Paula, orient. II.
Título.

CDU 3



UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS

FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS ECONÔMICAS

ATA DE DEFESA DE DISSERTAÇÃO

Ata nº 010 da sessão de Defesa de Dissertação de **Misley Ferreira Viana de Carvalho**, que confere o título de Mestra em **Ciências Contábeis**, na área de concentração em **Ciências Contábeis**.

Aos quatorze dias do mês de maio do ano de dois mil e vinte e um, a partir da(s) 14 horas e 00 minutos, na transmissão em videoconferência, pela Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas, realizou-se a sessão pública de Defesa de Dissertação intitulada “**A influência dos mecanismos internos e externos da Governança Corporativa no desempenho das Aquisições Corporativas**”. Os trabalhos foram instalados pela Orientadora, Professora Doutora Daiana Paula Pimenta (PPGCONT/UFG) com a participação dos demais membros da Banca Examinadora: Professora Doutora Jaluza Maria Lima Silva Borsatto (PPGA/UFU), membro titular externa; cuja participação ocorreu através de videoconferência, e Professor Doutor Juliano Lima Soares (PPGCONT/UFG), membro titular interno. Durante a arguição os membros da banca **não fizeram** sugestão de alteração do título do trabalho. A Banca Examinadora reuniu-se em sessão secreta a fim de concluir o julgamento da Dissertação, tendo sido a candidata **aprovada** pelos seus membros. Proclamados os resultados pela Professora Doutora Daiana Paula Pimenta, Presidente da Banca Examinadora, foram encerrados os trabalhos e, para constar, lavrou-se a presente ata que é assinada pelos Membros da Banca Examinadora, aos quatorze dias do mês de maio do ano de dois mil e vinte e um.

TÍTULO SUGERIDO PELA BANCA

“A influência dos mecanismos internos e externos da Governança Corporativa no desempenho das Aquisições Corporativas”.



Documento assinado eletronicamente por **Jaluza Maria Lima Silva Borsatto, Usuário Externo**, em 24/06/2021, às 00:00, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Daiana Paula Pimenta, Professor do Magistério Superior**, em 24/06/2021, às 16:41, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Juliano Lima Soares, Professor do Magistério Superior**, em 02/07/2021, às 18:22, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://sei.ufg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **2159723** e o código CRC **1AC7EA71**.

03/07/2021

SEI/UFG - 2159723 - Ata de Defesa de Dissertação

Referência: Processo nº 23070.023110/2021-54

SEI nº 2159723

DEDICATÓRIA

À minha primogênita, Milena.

AGRADECIMENTOS

À Deus, pelo dom da vida, fonte de fé e de confiança que me permitiram chegar aqui.

À minha mãe, Ilda, por me ajudar em diversos momentos.

Ao marido, Bruno Zeuxis, pelo apoio, incentivo e inúmeros auxílios durante todo este percurso.

À Universidade Federal de Goiás (UFG) e ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Goiás (PPGCONT/UFG) pela oportunidade.

Aos professores do PPGCONT/UFG, especialmente ao Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha por ter me apresentado o Programa durante o curso de Pós-Graduação (MBA em Finanças), por esclarecer todas as dúvidas quanto ao processo de inscrição e de seleção.

À minha querida orientadora Profa. Dra. Daiana Paula Pimenta por ter me acolhido desde o início, pelo apoio intelectual, emocional, por todas as orientações e contribuições, essenciais para a construção desta dissertação.

Ao Prof. Dr. Juliano Lima Soares pela gentileza e disponibilidade em me ajudar no momento mais decisivo para a minha permanência no Programa, além dos ensinamentos compartilhados que levarei sempre comigo.

Ao Prof. Dr. Júlio Orestes da Silva pelas orientações que me permitiram concluir a disciplina de Controladoria.

Aos membros da banca, membro interno, Prof. Dr. Juliano Lima Soares e membro externo, Profa. Dra. Jaluza Maria Lima Silva Borsatto, pelas valiosas contribuições.

A todos os colegas de curso, especialmente à Thais Scarinci, pelo companheirismo.

EPÍGRAFE

“As escolhas que fazemos levam a experiências reais. Uma coisa é decidir escalar uma montanha. Outra bem diferente é estar em cima dela.”

Herbert Alexander Simon (1916-2001)

RESUMO

As aquisições são importantes operações estratégicas que podem resultar em sucesso, quando há desempenho positivo ou em fracasso quando há destruição de valor. A relevância do desempenho de aquisições corporativas aliada à demanda por questões de governança corporativa impulsionou o desenvolvimento desta pesquisa. Este estudo tem por objetivo geral analisar como os mecanismos internos e os mecanismos externos da governança corporativa influenciam o desempenho das aquisições corporativas de empresas americanas de capital aberto. O estudo foi realizado com dados secundários, organizados em painel, para aquisições realizadas por empresas americanas de capital aberto, no período de 2009 a 2019, estimado através do modelo de regressão dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Os resultados demonstram que dentre os mecanismos internos, representativos da história de aprendizagem das organizações, o mecanismo estrutura de propriedade, especificamente, a presença de concentração acionária na propriedade, tem associação positiva de 7% no desempenho das adquirentes. Quanto à influência dos mecanismos externos, aqueles que ocorrem no ambiente externo à organização, encontrou-se três resultados positivos, significativos e sinalizadores da associação com o desempenho de aquisições, tais como a contratação de consultoria na operação de aquisição, a presença de investidores institucionais na propriedade e a densidade do setor de aquisições, com 12,8%, 4% e 0,01%, respectivamente. Adicionalmente, foram encontradas interações entre os mecanismos internos e externos da governança corporativa influenciadoras no desempenho de aquisições. Este estudo apresenta contribuições teóricas e práticas por identificar mecanismos da governança corporativa de empresas que são mais propensas a obter melhor desempenho ao realizar aquisições, o que pode ser explorado tanto por pesquisadores, quanto pela gestão e partes interessadas.

Palavras-chave: Desempenho de aquisições. Governança corporativa. Mecanismos internos e externos.

ABSTRACT

Acquisitions are important strategic operations that can result in success when there is positive performance or failure when value is destroyed. The search for the performance of corporate acquisitions combined with the demand for corporate governance issues boosted the development of this research. This study aims to analyze how the internal and external mechanisms of corporate governance influence the performance of corporate acquisitions of publicly traded American companies. The study was carried out with secondary data, organized in a panel, for acquisitions made by American publicly traded companies, in the period from 2009 to 2019, estimated using the Ordinary Least Squares (OLS) regression model. The results demonstrate that the internal mechanisms, representative of the associations' learning history, the ownership structure mechanism, specifically, the presence of ownership concentration in the property, has a positive association of 7% in the performance of the acquirers. Regarding the influence of external mechanisms, those that occur in the environment external to the organization, three positive results were found, results and indicators of the association with the performance of acquisitions, such as the hiring of consultancy in the acquisition operation, the presence of institutional investors in the ownership and the density of the acquisition sector, with 12.8%, 4% and 0.01%, respectively. Additionally, interactions between internal and external mechanisms of corporate governance that influence the performance of acquisitions were found. This study presents theoretical and practical contributions to identify corporate governance mechanisms of companies that are more likely to obtain the best performance when making acquisitions, which can be explored both by research, as well as by management and defined parties.

Keywords: Acquisition performance. Corporate governance. Internal and external mechanisms.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	18
1.1	Contextualização	18
1.2	Problema de Pesquisa	20
1.3	Objetivos	20
1.3.1	Objetivo Geral.....	20
1.3.2	Objetivos Específicos	20
1.4	Justificativa e Contribuições.....	21
1.5	Estrutura da Pesquisa	21
2	REFERENCIAL TEÓRICO	22
2.1	As Aquisições Corporativas e o Seu Desempenho	22
2.2	Governança Corporativa e o Desempenho das Aquisições	24
2.3	A Teoria Comportamental da Firma e a Relação entre a Governança Corporativa e o Desempenho das Aquisições.....	28
2.4	Efeitos dos Mecanismos Internos de Governança Corporativa sobre Desempenho das Aquisições	30
2.4.1	Conselho de Administração	30
2.4.2	Estrutura de propriedade	31
2.4.3	Incentivos gerenciais	32
2.5	Efeitos dos Mecanismos Externos de Governança Corporativa sobre Desempenho das Aquisições	34
2.5.1	Mercado de controle corporativo	34
2.5.2	Auditoria externa	35
2.5.3	Agências de classificação	36
2.5.4	Ativismo das partes interessadas	37
2.6	Efeitos da Interação entre os Mecanismos Internos e Externos de Governança Corporativa sobre o Desempenho das Aquisições	38
3	MODELO CONCEITUAL	40
4	METODOLOGIA.....	41
4.1	Tipologia da Pesquisa	41
4.2	Amostra e Coleta dos Dados	41
4.3	Variáveis da Pesquisa	42
4.3.1	Variável dependente	42
4.3.2	Variáveis independentes	43
4.3.3	Variáveis de controle	45

4.4	Procedimentos Estatísticos	46
4.4.1	Teste de normalidade	47
4.4.2	Teste de multicolinearidade	48
4.4.3	Teste de heterocedasticidade	49
5	RESULTADOS	50
5.1	Estatísticas Descritivas	50
5.2	Análise de Correlação	52
5.3	Modelo de Regressão Linear Múltipla com Dados em Panel	53
5.4	Discussão	58
6	CONSIDERAÇÕES	61
7	REFERÊNCIAS	63

LISTA DE SIGLAS

A	Ativismo
AC	Agência de Classificação
AE	Auditoria Externa
CA	Conselho de Administração
CAR	<i>Cumulative Abnormal Return</i>
E	Endividamento
EG	Experiência da Gestão
EP	Estrutura de Propriedade
ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i>
GMI	<i>Governance Metrics International</i>
HHI	<i>Herfindahl Index</i>
IG	Incentivos Gerenciais
ISS	<i>Institutional Shareholder Services</i>
MCC	Mercado de Controle Corporativo
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
Nasdaq	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotations</i>
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
QT	Q de Tobin
RI	Receita da Indústria
ROA	<i>Return on Assets</i>
RSE	Responsabilidade Social Empresarial
TCL	<i>The Corporate Library</i>
TF	Tamanho da Firma
VIF	<i>Variance Inflation Factors</i>

SUMÁRIO DE FIGURAS

Figura 1: Principais Resultados de Estudos da Influência dos Mecanismos da Governança Corporativa no Desempenho das Aquisições.	27
Figura 2: Modelo Conceitual da Pesquisa.	40
Figura 3: Resumo das Variáveis da Pesquisa.	46
Figura 4: Resumo dos Resultados das Hipóteses da Pesquisa.	57

SUMÁRIO DE TABELAS

Tabela 1: Teste de Shapiro Wilk.	47
Tabela 2: Teste de Multicolinearidade VIF.....	48
Tabela 3: Teste de Heterocedasticidade de <i>Breush-Pagan</i>	49
Tabela 4: Perfil das Variáveis.....	50
Tabela 5: Correlação dos Mecanismos da Governança Corporativa x Desempenho de Aquisições.	52
Tabela 6: Sumários do Modelo Estimado com Dados em Pannel.	54
Tabela 7: Sumários do Modelo Estimado com Dados em Pannel da Interação entre as Variáveis.	56

1 INTRODUÇÃO

Neste tópico é realizada a contextualização geral do estudo, a exposição do problema de pesquisa, dos objetivos, geral e específicos, seguido pela justificativa, contribuições do estudo e apresentação da estrutura da dissertação.

1.1 Contextualização

O termo aquisições se refere a um conjunto de eventos que têm em comum o objetivo de criar valor por meio de atividades que alteram a estrutura corporativa e organizacional das firmas permanentemente (Gaughan, 2010). Há uma vasta literatura sobre as atividades de aquisição e diferentes tipos de modelos e teorias foram desenvolvidas para tentar compreendê-las em função de sua representatividade tanto empírica quanto teórica (Chui, 2011).

No Estados Unidos, por exemplo, as atividades de aquisição movimentaram, em 2009, aproximadamente 690,3 bilhões de dólares, em 2019 o valor foi cerca de 1,58 trilhão de dólares, a média do período de 2009 a 2019 ficou em torno de 1,39 trilhão de dólares (Rudden, 2020). Quanto aos números de aquisições, em 2009, o mercado americano movimentou 11.785 operações, em 2019, foram 20.686, a média do período de 2009 a 2019 foi de aproximadamente 19.735 transações de aquisições (Rudden, 2020).

Logo, a atividade de aquisições cresceu tanto em números e volume monetário quanto como objeto de estudo e investigação científica, embora, esse interesse tenha gerado um conhecimento considerável na literatura relacionada a aquisições, falta ainda uma série de descobertas entre diversas áreas de integração teórica (Haleblian, Mcnamara, Devers, & Carpenter, 2008). Após várias décadas de investigação, as fontes de valor em fusões e aquisições ainda não foram completamente respondidas (Yaghoubi, Yaghoubi, Locke, & Gibb, 2016).

O estudo da influência dos mecanismos internos e externos da governança corporativa no desempenho de aquisições constitui uma demanda atual de investigação empírica (Surbhi & Vij, 2018) aliado a escassez de pesquisas que abordam tanto os mecanismos internos quanto os externos da governança corporativa no mesmo estudo (Aguilera, Desender, Bednar, & Lee, 2015).

As aquisições nem sempre são operações criadoras de valor, a literatura destaca diversos motivos para a destruição de valor em aquisições, como o valor do prêmio pago, o auto interesse gerencial e a remuneração executiva (Datta; Iskandar-Datta & Raman, 2001; Capron & Priste, 2002; Haleblian, Devers, McNamara, Carpenter, & Davison, 2009; Cooper, Gulen & Rau,

2013). A reação do mercado ao anúncio de aquisições é, em média, ligeiramente negativa para as ações das adquirentes e significativamente positiva para as ações da empresa alvo, enquanto que o retorno anormal combinado é positivo (Yaghoubi *et al.*, 2016).

Entretanto, os fatores que determinam o sucesso de aquisições continuam incertos (Haleblian *et al.*, 2008; Yaghoubi *et al.*, 2016), deste modo, este estudo direciona para o campo da governança corporativa uma fonte potencial de influência na criação de valor em aquisições corporativas. A governança corporativa têm sido objeto de estudo em conjunto com as aquisições, principalmente quanto a influência da governança no mercado de controle corporativo internacional (Bris, Brisley, & Cabolis, 2008; Martynova & Renneboog, 2008) e quanto ao desempenho (Teti, Dell'Acqua, Etro, & Volpe, 2017; Zhang, Wang, Li, Chen, & Wang, 2018; Ghosh & Dutta, 2018; Tampakoudis, Nerantzidis, Soubeniotis, & Soutsas, 2018).

Os principais aspectos das operações de aquisições estudados na literatura de governança corporativa abordam: avaliação da firma, criação de riqueza ou valor para os acionistas, rentabilidade pós-aquisições hostis, medidas anti-aquisição, reorganização da entidade incorporada, desempenho de curto e longo prazo, desempenho operacional da adquirente, percepção dos investidores, gerenciamento de resultados, volume de aquisições transfronteiriças, remuneração dos diretores e CEOs em termos de aquisições (Surbhi & Vij, 2018).

Teti *et al.*, (2017) demonstraram uma associação entre retornos positivos em aquisições e boas práticas de governança, ao analisar alguns mecanismos internos, como a separação dos papéis do diretor executivo e do presidente, o uso de um esquema de remuneração fixa para o diretor executivo e a presença de conselheiros independentes. Ghosh & Dutta (2018) investigaram como os mecanismos internos de governança corporativa têm associação positiva com o retorno sobre o capital empregado em negociações de aquisições de empresas indianas de telecomunicações.

Segundo Cortés, Durán, Gaitán, & Vasco (2017) os mecanismos externos da governança corporativa para os países de origem e de destino promove um ambiente propício à presença de aquisições transfronteiriças. Ao analisar a cobertura da mídia, um mecanismo externo de governança corporativa, de jornais chineses cobrindo acordos de aquisições domésticas, Boročin & Cu (2018) concluíram que, apesar da cobertura tendenciosa, a mídia nacional nos países em desenvolvimento pode funcionar como um canal alternativo para a governança corporativa.

Pelo exposto, a maior parte das pesquisas sobre governança corporativa concentrou-se em analisar, separadamente, os efeitos dos mecanismos internos e externos da governança

corporativa sobre o desempenho das firmas adquirentes, deixando como lacuna uma análise dessas relações de forma conjunta. Assim, um estudo que considere ambos os mecanismos de governança corporativa, internos e externos, sobre o desempenho de empresas adquirentes pode apresentar contribuições relevantes para a literatura de aquisições.

Especificamente, ao compreender os mecanismos externos de governança corporativa como características do ambiente em que as firmas estão inseridas e os mecanismos internos como parte da história de ganhos e perdas com aquisições (história de aprendizagem da firma), acredita-se que a teoria comportamental da firma (Levitt & March, 1988; March & Simon, 1958; Nelson & Winter, 1982) e sua concepção de economia comportamental operante (Foxall, 2016; Skinner 1963a, 1965b) oferecem um arcabouço teórico robusto a respeito da influência dos mecanismos internos e externos de governança corporativa no desempenho de empresas adquirentes.

1.2 Problema de Pesquisa

A partir do exposto, sob a luz da Teoria Comportamental da Firma, este estudo foi impulsionado a partir do seguinte problema de pesquisa: ***como os mecanismos internos (história de aprendizagem da firma) e os mecanismos externos (ambiente) da governança corporativa influenciam o desempenho das aquisições corporativas de empresas americanas de capital aberto?***

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo Geral

Para responder à questão problema apresentada, o presente estudo tem por objetivo geral analisar como os mecanismos internos (história de aprendizagem da firma) e os mecanismos externos (ambiente) da governança corporativa influenciam o desempenho das aquisições corporativas de empresas americanas de capital aberto.

1.3.2 Objetivos Específicos

A fim de se atender ao objetivo geral, foram definidos os seguintes objetivos específicos:

- a) Identificar os mecanismos internos e externos da governança corporativa;
- b) Analisar as associações entre os mecanismos internos e externos da governança corporativa e o desempenho das aquisições;
- c) Estimar interações entre os mecanismos internos e externos da governança corporativa e o desempenho das aquisições.

1.4 Justificativa e Contribuições

A elaboração desta dissertação justifica-se por contribuir com a literatura científica, no campo da governança corporativa, pois explora a influência dos mecanismos internos e externos, abordados no mesmo estudo, como fatores de potencial impacto no desempenho de aquisições. Já em relação às áreas de decisões estratégicas e de investimentos, a pesquisa se justifica por fornecer evidências da atuação dos mecanismos da governança corporativa como um dos determinantes do sucesso de aquisições sob a luz da Teoria Comportamental da Firma.

Especificamente, ao atender o objetivo proposto esta pesquisa irá gerar duas contribuições principais. Primeiro, com a teoria, ao testar a influência dos mecanismos internos e externos de governança corporativa sobre o desempenho de aquisições à luz da Teoria Comportamental da Firma, este estudo contribui com a literatura na busca de fatores que influenciam e explicam a criação de valor nas atividades de aquisições.

Segundo, com a prática, a partir dos resultados obtidos por esta pesquisa, será possível identificar quais mecanismos da governança corporativa podem ser melhor explorados em organizações que visam realizar aquisições bem sucedidas, além de promover conhecimento relevante para as partes interessadas. De modo geral, os resultados deste estudo podem contribuir com a identificação dos mecanismos da governança corporativa de empresas que são mais propensas a construir valor após investimentos estratégicos em aquisições.

1.5 Estrutura da Pesquisa

Esta pesquisa está estruturada em cinco seções, a primeira seção compreende esta introdução. Na segunda seção contém o referencial teórico como suporte para o levantamento das hipóteses desta pesquisa. Na terceira seção contém os processos metodológicos adotados quanto a amostra, coleta de dados, variáveis e os procedimentos utilizados na operacionalização deste estudo. Na quarta seção são apresentados e discutidos os resultados obtidos. Por fim, são apresentadas as considerações finais e lacunas de pesquisas, na quinta seção.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção inicia-se com a revisão da literatura das aquisições corporativas e o seu desempenho, posteriormente, é apresentado um levantamento geral da literatura de governança corporativa e o desempenho das aquisições, seguida de uma revisão de estudos empíricos que analisaram a influência dos mecanismos da governança corporativa em aquisições. Após, à luz da Teoria Comportamental da Firma, é abordada a relação entre a governança corporativa e o desempenho de aquisições. Por fim, são explorados os efeitos dos mecanismos internos e externos da governança corporativa sobre o desempenho das aquisições correlato ao levantamento das hipóteses da pesquisa.

2.1 As Aquisições Corporativas e o Seu Desempenho

As empresas podem crescer e expandir-se seguindo basicamente duas formas, crescimento interno com o próprio lucro ou por meio de aquisições (Singh & Montgomery, 1987). A combinação de duas empresas pode ser chamada de fusão ou aquisição.

A operação de fusão ocorre quando a junção de duas ou mais empresas, geralmente comparáveis em tamanho, passa a ser, legalmente, apenas uma empresa, já a aquisição acontece quando a empresa compradora adquire os ativos ou ações de outra, a alvo, sendo que os títulos da empresa alvo, muitas vezes são mantidos separados como uma nova subsidiária ou divisão operacional (DePamphilis, 2019). Embora fusões e aquisições sejam terminologias diferentes, geralmente são utilizadas de forma alternada (Malik, Anuar, Khan, & Khan, 2014). Este estudo adota o termo aquisições em referência a ambas as operações.

As aquisições constituem uma importante decisão de investimento da empresa adquirente, cujo principal benefício esperado são os fluxos de caixa incrementais gerados pela combinação das firmas anteriormente independentes ou pela conquista do controle sobre as operações das firmas alvo (Halpern, 1983).

O foco principal da pesquisa em aquisições tem sido a identificação de fatores estratégicos e de processos que podem explicar a variação de desempenho entre aquisições (Cartwright & Schoenberg, 2006). O desempenho organizacional continua a ser um foco em pesquisa de gestão, organização e estratégia, uma vez que é vista como uma referência para avaliar a eficácia das decisões gerenciais e o propósito da organização (Das & Kapil, 2012).

Há uma heterogeneidade considerável no que diz respeito à definição de desempenho bem como a sua forma de mensuração (Zollo & Singh, 2004). Conforme Das & Kapil (2012), após cinco décadas de pesquisa em aquisições, as conclusões sobre o desempenho de aquisições

são diversas e algumas vezes inconsistentes entre si, pois as medidas de desempenho variam devido a visões heterogêneas sobre o que constitui o desempenho de aquisições e o desempenho da organização.

Diferentes métricas lançam luz sobre diferentes aspectos do complexo processo de aquisição, a escassez de explicação teórica, bem como de validação empírica, da relação entre todas essas medidas pode apresentar um fator limitante importante para o desenvolvimento do conhecimento na área (Zollo & Meier, 2008). A razão para essas formas variadas de medir o desempenho é que o desempenho carece de definição e construção universal além de depender do que os pesquisadores pretendem responder (Das & Kapil, 2012).

Das & Kapil (2012), a partir de uma revisão da literatura de aquisições, categorizaram as métricas de desempenho de modo consistente com a pesquisa de gestão geral sobre o desempenho organizacional em medidas contábeis, medidas de mercado, outras medidas e medidas subjetivas. Zollo & Meier (2008), a partir de um modelo com 9 de 12 medidas de desempenho usadas na literatura de aquisições, descobriram que três dimensões de desempenho são claramente distintas: uma relacionada aos níveis de análise da tarefa e da transação, uma segunda relacionada ao desempenho da empresa de longo prazo e uma terceira destacando as métricas de estudo de eventos de janela de curto prazo.

O estudo de eventos é utilizado a fim de analisar as reações do mercado de ações em torno de aquisições ou em suas consequências (Das & Kapil, 2012). A maioria das pesquisas sobre o desempenho financeiro de aquisições tem se concentrado nos retornos das ações em torno das datas de anúncio (Agrawal & Jaffe, 2000). O método de estudo de eventos de curto prazo é a métrica mais utilizada na medição de desempenho da aquisição (Zollo & Meier, 2008). A metodologia de janela de curto prazo, obtido pelo cálculo do retorno anormal cumulativo, obteve suporte empírico após Kaplan & Weisbach (1992) concluírem que tanto os retornos da adquirente quanto os retornos combinados, da adquirente e do alvo, em torno do anúncio da aquisição, são significativamente mais baixos para as vendas classificadas como malsucedidas do que para as vendas classificadas como bem-sucedidas.

Capron & Pistre (2002) exploraram as condições em que os adquirentes obtêm retornos anormais, combinando o estudo de eventos com a transferência de recursos pós-aquisição, descobriram que os adquirentes não ganham retornos anormais quando recebem apenas recursos do alvo, mas quando transferem seus próprios recursos para o alvo, e que, em geral, a criação de valor não garante a captura de valor para o adquirente. Halebian *et al.* (2009) observaram que os retornos anormais cumulativos em torno do anúncio de aquisição refletem

as respostas dos investidores ao anúncio de uma aquisição baseado nas expectativas atuais sobre os fluxos de caixa futuros de uma empresa combinada, a licitante e a alvo.

Assim, o estudo de eventos de curto prazo é a metodologia que melhor se adéqua ao objetivo de avaliar a eficácia dos mecanismos de governança corporativa sobre o desempenho das aquisições, pois depende das expectativas do mercado para quantificar o valor gerado por uma aquisição (Teti *et al.*, 2017). Tampakoudis *et al.*, (2018) estudaram a relação alguns mecanismos de governança corporativa com os retornos anormais das adquirentes, os resultados obtidos indicam que as medidas de governança corporativa examinadas têm um efeito significativo nos ganhos de adquirentes. Outros estudos que sinalizam associações entre os mecanismos da governança corporativa e o desempenho das aquisições são explorados a seguir.

2.2 Governança Corporativa e o Desempenho das Aquisições

A governança corporativa é um termo construído socialmente e que evoluiu ao longo do tempo (Ocasio & Joseph, 2005), emergiu dos debates de políticas públicas em todo o mundo, retratando conceitos acadêmicos por meio das lentes de diversas instituições e culturas de discurso (Aguilera & Jackson, 2010) e está em constante transformação (Aguilera *et al.*, 2015).

A influência da governança corporativa em aquisições têm sido objeto de estudo em diversas perspectivas, na literatura científica, como a convergência da governança corporativa em aquisições transfronteiriças (Drobeta & Momtaz, 2020; Albuquerque, Brandão-Marques, Ferreira, & Matos, 2019; Cortés *et al.*, 2017; Bris & Cabolis, 2008; Martynova & Renneboog, 2008), a influência da governança corporativa da empresa alvo no valor do prêmio pago pela aquisição (Zhao & Pascual, 2018).

Outros estudos analisaram a influência do padrão de votação na conclusão de aquisições (Vizcaino-González & Navío-Marco, 2018), o monitoramento dos acionistas e investidores institucionais (Goranova, Priem, Ndofor, & Trahms, 2017), a cobertura da mídia (Borochin & Cu, 2018).

Estudos da influência dos mecanismos internos e externos da governança corporativa no desempenho de aquisições (Figura 1) são abordados de maneira dispersa na literatura (Gao, Huang, & Yang, 2019; Zhang *et al.*, 2018; Ghosh & Dutta, 2018; Tampakoudis *et al.*, 2018; Teti *et al.*, 2017).

Drobeta & Momtaz (2020) analisaram a convergência da governança corporativa por meio de aquisições transfronteiriças, a partir de uma grande amostra de aquisições europeias, os resultados evidenciaram a convergência da governança corporativa em função de aquisições

internacionais, porque as aquisições no exterior levam a melhorias nos direitos dos acionistas e estruturas de propriedade mais dispersas.

Para Albuquerque *et al.* (2019) as aquisições transfronteiriças de países com melhor proteção aos investidores refletem na melhoria da governança corporativa no país anfitrião e este efeito é maior quando a indústria alvo é mais competitiva. Deste modo, aquisições transfronteiriças podem promover boas práticas de governança corporativa no país anfitrião e o mercado internacional de controle corporativo também promove boas práticas de governança corporativa em todo o mundo.

Cortés *et al.* (2017) analisaram o impacto da produtividade industrial no país de origem nas aquisições transfronteiriças na América Latina, além da relação entre os mecanismos externos de governança corporativa e as aquisições transfronteiriças. Estes autores encontraram evidências de que os mecanismos externos da governança corporativa para os países de origem e de destino promove um ambiente propício à presença de aquisições transnacionais.

Gao *et al.* (2019) investigaram a relação entre a natureza da propriedade, conexões políticas e a qualidade da governança corporativa no desempenho de aquisições na China. Os autores concluíram que empresas com boa governança corporativa têm uma resposta maior do mercado ao anúncio de aquisições e que nessas empresas, com alto nível de qualidade da governança, as conexões políticas podem reduzir a resposta do mercado ao anúncio de aquisições, enquanto nas empresas com baixa qualidade da governança, as conexões políticas podem aumentar a resposta do mercado ao anúncio de aquisições.

Ghosh & Dutta (2018) investigaram como os mecanismos de governança corporativa afetam o desempenho durante negociações de aquisições de empresas indianas de telecomunicações, através de medidas contábeis de resultados financeiros. O estudo revelou que o tamanho do conselho, o tamanho da empresa e a dualidade entre presidente e CEO têm associações positivas com o retorno sobre o capital empregado, que uma porcentagem de investidores institucionais possui uma relação negativa com o retorno sobre o investimento de capital humano, e que a independência do conselho, o tamanho da empresa e a participação de mercado afetam significativamente o *Q de Tobin*.

Conforme Zhao & Pascual (2018) uma empresa que paga em excesso por aquisições pode resultar na dificuldade do comprador em recuperar os custos e causar falhas na fusão e aquisição. Os principais resultados mostram correlações parcialmente significativas entre governança corporativa e estrutura financeira, correlações notáveis entre estrutura financeira e prêmio de fusão e aquisição e correlações notáveis entre governança corporativa e prêmio de

fusão e aquisição. O estudo revelou que a empresa incorporadora estaria disposta a pagar maiores prêmios de fusão e aquisição pela empresa adquirida com boa governança corporativa.

Vizcaíno-González & Navío-Marco (2018) investigaram se o apoio divulgado pelos fundos em reuniões corporativas influencia o sucesso da conclusão de aquisições, no setor bancário americano. Os resultados indicaram que o apoio à votação exerce uma influência negativa sobre o sucesso das aquisições, validando a presença provável do comportamento da agência na explicação da conclusão das aquisições e indicando que a baixa governança e o ativismo inspiram o comportamento independente dos gerentes.

Tampakoudis *et al.* (2018) investigaram o efeito dos mecanismos de governança corporativa, como tamanho do conselho, direitos de voto e disposições contra aquisições hostis nos ganhos dos adquirentes. Os resultados indicaram que os adquirentes obtêm retornos positivos em excesso nos eventos curtos em torno do dia do anúncio. Além disso, os retornos são afetados por certos mecanismos de governança corporativa, como direitos de voto, disposições contra aquisições hostis e o tamanho do conselho, especificamente, conselhos compostos por 8 diretores ou mais estão relacionados negativamente com os retornos anormais dos adquirentes.

A partir de uma análise da cobertura da mídia de jornais chineses cobrindo acordos de aquisições domésticas, Borochin & Cu (2018) mostraram que a mídia é suscetível a pressão, visto que a cobertura foi mais favorável para negócios consistentes com os objetivos do governo e envolvendo poderosas empresas locais. Ademais, a cobertura pode afetar o resultado das propostas de aquisições de empresas não estatais. Os autores concluíram que, apesar da cobertura tendenciosa, a mídia nacional nos países em desenvolvimento pode funcionar como um canal alternativo para a governança corporativa.

Teti *et al.* (2017) examinam a influência de três variáveis da governança corporativa no desempenho de aquisições. Os resultados sinalizaram uma associação positiva entre os retornos das aquisições e as boas práticas de governança, como a separação de papéis entre o diretor executivo e a presidência do conselho de administração, o uso de um esquema de remuneração fixa para o diretor executivo e a presença de conselheiros independentes.

Autores	Ano	Resultados
Cortés, Durán, Gaitán, & Vasco	2017	Relação positiva entre os mecanismos externos de governança corporativa em aquisições transfronteiriças.
Teti, Dell'Acqua, Etro, & Volpe	2017	Associação entre retornos positivos em aquisições e a presença de mecanismos internos de governança corporativa, como a independência do conselho de administração, a dualidade do diretor executivo e o nível de remuneração fixa do diretor executivo.
Ghosh & Dutta	2018	O tamanho do conselho e a dualidade entre presidente e diretor executivo têm associações positivas com o retorno sobre o capital empregado. A presença de investidores institucionais na propriedade possui uma relação negativa com o retorno sobre o investimento de capital humano. A independência do conselho, o tamanho da empresa e a participação de mercado afetam significativamente o Q de Tobin.
Tampakoudis, Nerantzidis, Soubeniotis, & Soutsas	2018	Os retornos de adquirentes são afetados por certos mecanismos de governança corporativa, como direitos de voto, disposições contra aquisições hostis e o tamanho do conselho, especificamente, conselhos compostos por 8 diretores ou mais estão relacionados negativamente com os retornos anormais dos adquirentes.
Borochin & Cu	2018	A cobertura da mídia pode afetar o resultado das propostas de aquisições de empresas não estatais. Apesar da cobertura tendenciosa, a mídia nacional nos países em desenvolvimento pode funcionar como um canal alternativo para a governança corporativa.
Gao, Huang, & Yang	2019	Empresas com boa governança corporativa têm uma resposta maior do mercado ao anúncio de aquisições. Nas empresas, com alto nível de qualidade da governança, as conexões políticas podem reduzir a resposta do mercado ao anúncio de aquisições, enquanto nas empresas com baixa qualidade da governança, as conexões políticas podem aumentar a resposta do mercado ao anúncio de aquisições.

Nota. Fonte: Elaboração própria (2021).

Figura 1: Principais Resultados de Estudos da Influência dos Mecanismos da Governança Corporativa no Desempenho das Aquisições.

Conforme demonstrado na Figura 1, a maior parte das pesquisas sobre governança corporativa concentrou-se em analisar, separadamente, os efeitos dos mecanismos internos e externos da governança corporativa sobre o desempenho das firmas adquirentes, deixando como lacuna uma análise dessas relações de forma conjunta. Além disso, percebe-se a centralidade dos argumentos baseados na teoria da agência e seus mecanismos de controle.

Embora se reconheça a importância desse arcabouço teórico, acredita-se que os construtos de aspirações de desempenho encontrados na teoria comportamental da empresa são fundamentais para o entendimento do desempenho das aquisições corporativas (Pimenta & Porto, 2018) Isso porque, essa abordagem entende que a preferência pelo risco não é fixa, mas sim dependente de contexto de uma escolha (Levitt & March, 1988).

Especificamente, essa abordagem teórica permite compreender os mecanismos externos de governança corporativa como características do ambiente em que as firmas estão inseridas e

os mecanismos internos como parte da história de ganhos e perdas com aquisições (história de aprendizagem da firma). Dessa forma, contribui para a identificação dos aspectos que precisam ser reforçados visando melhorar o desempenho das aquisições em ambientes específicos.

2.3 A Teoria Comportamental da Firma e a Relação entre a Governança Corporativa e o Desempenho das Aquisições

A partir do conceito de racionalidade limitada, introduzido por Simon (1952), foi desenvolvida a Teoria Comportamental da Firma por Cyert e March (1963), considerando os indivíduos tomadores de decisão em suas limitações na capacidade de processar informações e resolver problemas complexos. Na perspectiva teórica comportamental a firma é considerada como um nexo de coalizões, cooperação entre diferentes indivíduos e grupos de indivíduos na empresa, cada um com objetivos diferentes e, portanto, com a possibilidade de conflitos de interesses (Cyert & March, 1963; Argote & Greve, 2007; Augier & March, 2008).

A coalização dominante corresponde aos tomadores de decisão, aqueles que controlam a empresa, que expõem como a organização pode ter objetivos apesar dos diferentes interesses de seus participantes (Cyert & March, 1963; Greve, 2003; Augier & March, 2008). Então, a coalização dominante estabelece metas ou níveis de aspiração para um desempenho desejável e quando o desempenho está abaixo dessas metas, os tomadores de decisão tornam-se mais dispostos a aceitar soluções mais arriscadas para que o nível de aspiração determinado seja atingido (Cyert & March, 1963; Greve, 2003; Augier & March, 2008).

A Teoria Comportamental da Firma desenvolveu-se, inicialmente, em torno de quatro conceitos principais: quase-resolução de conflitos, fuga de incerteza, busca problemática e aprendizagem organizacional (Cyert & March, 1963). Os tomadores de decisão, representantes das partes interessadas, ou a coalizão dominante lida com os conflitos sem necessariamente resolve-los, ou seja, quase-resolução de conflitos, subdividindo-os e delegando autoridade para resolver os subproblemas de acordo com os níveis de aspiração (Cyert & March, 1963; Argote & Greve, 2007; Augier & March, 2008). Quanto a fuga da incerteza, as empresas evitam a incerteza atrasando as decisões até que a incerteza seja resolvida (Augier & March, 2008).

Já a busca problemática tornou-se um modelo de reação organizacional em que os agentes organizacionais baseiam a tomada de decisão conforme um problema é reconhecido, assim uma busca por possíveis soluções é acionada e termina quando uma solução satisfatória é encontrada (Ees, Gabrielsson, & Huse, 2009). Estes problemas são reconhecidos apenas à medida em que a organização falha em cumprir metas ou quando a falha puder ser esperada em breve (Cyert & March, 1963).

As rotinas compreendem os procedimentos operacionais padrão e a memória codificada da organização, que incorpora experiências, conhecimentos, crenças, valores e capacidades de decisão, por parte da organização e dos agentes (Cyert & March, 1963). Elementos essenciais para a construção do aprendizado organizacional que deriva das próprias experiências da empresa além das experiências adquiridas com outras empresas comparáveis (Levinthal & March, 1993).

Portanto, sob o prisma da abordagem comportamental a empresa é analisada como um sistema adaptativo, cuja experiência está incorporada a uma série de procedimentos operacionais padrão ou rotinas, para a solução de problemas que no passado a empresa conseguiu resolver, conforme o tempo passa a experiência muda, as rotinas da empresa mudam por meio de processos de pesquisa e aprendizagem organizacional (Augier & March, 2008).

Os conceitos centrais da Teoria Comportamental da Firma se tornaram fundamentais para qualquer trabalho teórico e empírico voltado para os fenômenos organizacionais (Gavetti, Greve, Levinthal, & Ocasio, 2012). Um dos conceitos centrais dessa teoria é o aprendizado organizacional, que segundo Levitt & March (1988) pode ser entendido como um processo dinâmico e interativo no qual as empresas estão envolvidas em experiências a partir das quais fazem inferências e geram o aprendizado.

Especificamente, essa abordagem teórica trata do comportamento organizacional enfocando o histórico de aprendizagem das empresas e os estímulos do ambiente de comportamento como fatores primordiais (Pimenta & Porto, 2018). Assim, indica uma relação funcional entre eventos ambientais e do organismo, na ordem: estímulo discriminativo e história de aprendizagem, resposta (comportamento) e estímulo reforçador ou punitivo indicando uma contingência de três termos (Foxall, 2016; Pimenta & Porto, 2018; Skinner, 1963a; 1965b).

Embora, o conceito de governança corporativa seja emergente da teoria da agência e muitos estudos iniciam-se a partir desta premissa, a articulação de uma teoria comportamental da governança baseada em mecanismos de agência socialmente situada e socialmente constituída demanda estudos (Westphal & Zajac, 2013). Nesta pesquisa entendemos os mecanismos internos da governança corporativa das firmas como representativos de sua história de aprendizagem, pois eles foram projetados para convergir os interesses dos gerentes e dos acionistas ao longo da vida das empresas.

Por outro lado, entendemos os mecanismos externos de governança corporativa como o ambiente ou o cenário em que o comportamento de aquisição ocorre, uma vez que eles ocorrem fora do núcleo da firma e têm a capacidade de impactar diretamente a governança corporativa das empresas influenciando a eficácia da competitividade dos mecanismos internos.

Cada vez mais as pesquisas sobre aquisição têm utilizado essa abordagem teórica para entender o comportamento de aquisição das empresas e suas consequências (Pimenta & Porto, 2018). Essas pesquisas procuram explicar o comportamento de aquisição, e utilizam as características da empresa (história de aprendizagem da empresa em aquisições) e do ambiente para compreender os efeitos desses eventos no desempenho da empresa (Haleblian *et al.*, 2009; Pimenta & Porto, 2018).

2.4 Efeitos dos Mecanismos Internos de Governança Corporativa sobre Desempenho das Aquisições

A maioria das pesquisas concentrou-se, principalmente nos mecanismos internos de governança corporativa, conselho de administração, estrutura de propriedade e incentivos gerenciais, visto que, quando bem implementados, alinham os interesses gerenciais e dos acionistas e resultam em um melhor desempenho financeiro (Aguilera *et al.*, 2015). Os mecanismos internos da governança corporativa emanam de dentro da organização e fazem parte de sua história de aprendizagem. Dessa forma, esses mecanismos foram utilizados para construção das hipóteses desta pesquisa conforme verifica-se a seguir.

2.4.1 Conselho de Administração

Fama & Jensen (1983) definiram a função do conselho de monitorar e conduzir os gerentes para garantir que suas ações sejam compatíveis com os interesses dos acionistas. O conselho tem o dever de monitorar a gestão da empresa visando o benefício a longo prazo (Miller, 1993). Cabe ao conselho avaliar a capacidade e os esforços dos gerentes e atuar em duas opções de controle interno, alterar os incentivos da equipe gerencial ou substituí-la (Walsh & Seward, 1990).

O conselho de administração é mais do que um instrumento de disciplina dos gerentes (Charreaux, 2000), vai além de fornecer supervisão e conselho (Demb e Neubauer, 1992; Gulati & Westphal, 1999), pois têm a autoridade para tomar importantes decisões de negócios e estabelecer a estratégia corporativa, atua no campo estratégico da tomada de decisões (McNulty Pettigrew, 1999). O envolvimento estratégico do conselho está amplamente relacionado ao desenvolvimento, manutenção e monitoramento das principais competências dos gestores com o objetivo de alcançar resultados e sobrevivência da empresa a longo prazo (Huse, 2005).

A pesquisa científica envolvendo governança corporativa pode ir além da ênfase do conselho na supervisão das decisões gerenciais e avançar ao considerar a experiência dos

diretores para exercer o controle e aconselhar a gerência efetivamente (Carpenter & Westphal, 2001). Os diretores recebem uma experiência substancial na análise de resolver problemas através de suas experiências profissionais passadas, eles podem fazer contribuições cognitivas para servir à gerência não apenas na formulação estratégica, mas também na implementação estratégica e através dessa contribuição que eles podem avaliar o desempenho do diretor executivo e intervir quando necessário (McNulty & Pettigrew, 1999). Os diretores agem não apenas como vigilantes das decisões gerenciais, mas também como prestadores de consultoria a executivos (Kroll, Walters, & Wright, 2008).

Empresas com experiência anterior em aquisição tendem a fazer melhores aquisições subsequentes, assim como uma empresa acumula experiência em atividades internas e, dessa forma, obtém conhecimento nessas atividades (Haleblian & Kim, 2006; Pimenta, 2016), membros do conselho de administração com experiência anterior em aquisições podem avaliar com mais precisão as perspectivas de desempenho da aquisição (Kroll *et al.*, 2008).

Ao considerar a aprendizagem como uma parte fundamental da estratégia de aquisição corporativa, empresas que aprendem a adquirir, por meio de aquisições repetitivas, estão mais propensas a obter desempenho econômico-financeiro superior (Pimenta, 2016). Do mesmo modo, conselhos de administração constituídos por membros com experiência como conselheiros de outras empresas adquirentes podem beneficiar a administração da empresa compradora servindo como fonte de informações e experiência, provavelmente por desenvolver conhecimentos relevantes que podem ser benéficos para a administração da empresa adquirente (Kroll *et al.*, 2008). Com o objetivo de identificar a influência da política de experiência dos membros do conselho de administração no desempenho de aquisições, será testada a seguinte hipótese:

Hipótese 1: a adoção de uma política de experiência para os membros que compõem o conselho de administração influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente.

2.4.2 Estrutura de propriedade

Berle & Means (1932) abordaram seminalmente a corporação moderna, decorrente da separação entre a propriedade e a gestão, pulverizada entre muitos acionistas, na qual o controle das decisões corporativas é exercido por diretores que, no máximo, possuiriam uma pequena fração do capital da empresa. Em contraste com esta imagem de empresa moderna, La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer (1998) encontraram que, exceto em economias com forte proteção aos acionistas, em poucas empresas a propriedade é amplamente dispersa, as empresas são

normalmente controladas por família ou pelo Estado e que nas economias em desenvolvimento, a propriedade encontra-se fortemente concentrada.

Em muitos países, grandes corporações têm grandes acionistas, e esses acionistas são ativos na governança corporativa (La porta *et al.*, 1998). Acionistas majoritários conseguem mais direitos de controle efetivos por serem grandes, a ação concentrada de investidores detentores de grande bloco de ações é muito mais fácil do que quando os direitos de controle, como votos, são divididos entre muitos deles (Shleifer & Vishny, 1997).

Acionistas majoritários têm incentivos para coletar informações e acompanhar a gestão, como os grandes acionistas governam exercendo seus direitos de voto, o seu poder depende do grau de proteção legal de seus votos, ao passo que quando a propriedade se encontra pulverizada, com muitos acionistas minoritários, as coisas são mais complicadas, pois eles precisa fazer alianças com outros investidores para exercerem o controle (Shleifer & Vishny, 1997). Quando os votos estão concentrados, em uma grande participação acionária, tornam-se extremamente valiosos, já que os detentores dos votos concentrados influenciam as decisões corporativas (Shleifer & Vishny, 1997).

Baseado na teoria comportamental da firma, acredita-se que, a partir de estruturas de propriedade concentradas, o poder dos acionistas majoritários, exercido pelo voto, tem influência na tomada de decisões estratégicas em operações que criam valor, será testada a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 2: a presença de estrutura de propriedade concentrada, três maiores acionistas controlador, com direito à voto, influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente.

2.4.3 Incentivos gerenciais

A remuneração executiva envolve uma grande variedade formas incluindo salários-base, bônus anuais, incentivos de longo prazo, ações restritas, ações por desempenho, opções de ações, benefícios de aposentadoria, benefícios de saúde, associação a clubes e até mesmo uso pessoal do jato corporativo (Murphy, 2012).

Pacotes de remuneração adequados atraí, retém e motiva os executivos (Conyon, 2006). Além de atrair e reter uma equipe de gestão de alta qualidade, esquemas de incentivos bem desenhados aumentam a produtividade e o valor corporativo, alinhando melhor os interesses dos gerentes de topo com os dos acionistas (Hall & Murphy, 2003).

Evidências empíricas sugerem que a adoção de esquemas de remuneração procura vincular a remuneração dos executivos ao desempenho da firma (Frydman & Jenter, 2010). Ao analisar grandes fusões de bancos americanos, (Anderson, Becher, & Campbell, 2004) encontraram resultados consistentes com a produtividade gerencial, as mudanças na remuneração do CEO após as fusões estão positivamente relacionadas aos ganhos previstos da fusão medidos na data do anúncio. Um aumento na compensação gerencial após fusões provavelmente representa uma reestruturação de incentivos para encorajar os gestores a responder aos desafios de liderar uma organização mais complexa (Anderson *et al.*, 2004).

O poder gerencial desempenha um papel significativo na decisão de bônus de aquisições, os gerentes com maior poder no conselho são propensos a obter bônus substancialmente maiores, se envolver em negócios maiores e obterem retorno de anúncio menores (Grinstein & Hribar, 2004). Ao analisar a interação entre a remuneração do diretor executivo e aquisições frequentes, Rosen (2005) identificou uma motivação gerencial para programas de aquisições, empresas onde os diretores executivos esperam aumentar a remuneração são mais propensas a participarem de programas de aquisição.

Datta *et al.* (2001) encontraram uma forte relação positiva entre gerentes que fazem aquisições com remuneração baseada em ações e a resposta do preço das ações em torno e após o anúncio de aquisição corporativa, ao comparar gerentes com baixa e alta remuneração baseada em ações, os gerentes com alta remuneração em ações pagam prêmios de aquisições mais baixos, adquirem alvos com maiores oportunidades de crescimento e com maior risco para a empresa. Embora a percepção de grandes recompensas da remuneração baseada em opções de ações para executivos é cética, Datta *et al.* (2001) descobriram que as concessões de opções de ações para executivos fornecem uma motivação forte e eficaz para os gerentes tomarem decisões de investimento que maximizem o valor.

A partir de uma revisão, Williams, Michael, & Waller (2008) concluíram que, em geral, as participações acionárias gerenciais podem ser eficazes tanto na redução do superinvestimento quanto nos problemas de sub investimento, os gerentes com maior remuneração baseada em ações tomam melhores decisões em relação à riqueza dos acionistas e à estratégia de fusão da empresa, o desempenho pós fusão de longo prazo também pode ser uma função da remuneração gerencial.

Consistente com Datta *et al.* (2001) será analisada se a estrutura de remuneração dos gerentes da empresa adquirente explica uma resposta ao preço das ações. Com o objetivo de examinar se a política de remuneração dos gerentes de empresas adquirentes exerce influência no desempenho de aquisições, será testada a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 3: a adoção de política de remuneração gerencial influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente.

2.5 Efeitos dos Mecanismos Externos de Governança Corporativa sobre Desempenho das Aquisições

Os mecanismos externos de governança corporativa são aqueles que ocorrem fora do núcleo da organização (ambiente), mas exercem influências diretas no ambiente organizacional (Aguilera *et al.*, 2015). As partes externas à organização, como auditores, analistas e agências de classificação tem um papel importante no desenvolvimento da governança (Coffee & Jr, 2006) e no desempenho das aquisições corporativas, uma que vez que representam o contexto em que esses eventos ocorrem. Dessa forma, esses mecanismos foram utilizados para construção das hipóteses desta pesquisa conforme verifica-se a seguir.

2.5.1 Mercado de controle corporativo

O mercado de controle corporativo serve como um disciplinador de último recurso que é acionado quando os esforços de controle internos falham (Fama, 1980). Empresas que apresentam baixo desempenho enfrentam um risco maior de serem adquiridas por propriedade externa, o que permite que os ativos de uma empresa sejam realocados de maneiras mais produtivas, é conhecido como mercado de controle corporativo (Jensen, 1993).

O mercado de controle corporativo é baseado na lógica de que os mercados operam para disciplinar gerentes e conselhos (Fama & Jensen, 1983; Walsh & Seward 1990; Halebian *et al.*, 2009). A ameaça de aquisições atua como um motivador de bom desempenho gerencial diante das consequências de perda do cargo ou dano à reputação gerencial (Cowen & Marcel, 2011).

Este mecanismo é ativado quando o preço das ações cai devido à desvalorização dos ativos corporativos (Aguilera *et al.*, 2015), nesta circunstância, a empresa fica mais suscetível a aquisições, assim outros investidores ou equipes de gestão podem visar uma aquisição hostil (Bebchuk & Fried, 2005). A ameaça de aquisições atua como um forte motivador de criação de valor gerencial (Cowen & Marcel, 2011) e, portanto, um importante mecanismo de governança corporativa (Aguilera *et al.*, 2015).

O mercado de controle corporativo pode ter efeitos negativos a longo prazo sobre muitas outras partes interessadas, como detentores de títulos, funcionários e fornecedores da empresa adquirida (Billett, King, & Mauer, 2004). Além das aquisições, o mercado de controle

corporativo inclui outras ações como fusões voluntárias, aquisições alavancadas, aquisições de acionistas, cisões, desinvestimentos, vendas de ativos e liquidações (Dalton, Hitt, Certo, & Dalton, 2007).

Quando o mercado de controle corporativo é ativado, evidencia a falha de outros mecanismos de governança (Dalton *et al.*, 2007). Com o objetivo de analisar o impacto do mercado de controle corporativo no desempenho de aquisição, será testada a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 4: a presença de um mercado de controle corporativo ativo, por setor, influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente.

2.5.2 Auditoria externa

Ao emitir opiniões, os auditores externos podem elevar o grau de confiança que os usuários depositam nas demonstrações financeiras, desta forma, são considerados parte integrante da governança corporativa porque aprimoram a qualidade da divulgação de informações contábeis e reduzem as assimetrias de informações entre as partes interessadas, e consequentemente, pode coibir a manipulação de informações (Desender, Aguilera, Crespi, & García-cestona, 2013).

A auditoria externa desempenha a função de expressar uma opinião indicando que as demonstrações financeiras, de modo geral, estão livres de distorção, seja por fraude ou erro, e que, estão apresentadas de forma justa e de acordo com as normas contábeis. Ao emitir opiniões, os auditores externos aumentam o grau de confiança dos usuários das demonstrações financeiras (Aguilera *et al.*, 2015).

Os honorários e o tamanho da firma de auditoria são amplamente estudados (Hay, Knechel, & Li, 2006), quanto ao tamanho, há evidências na literatura de que grandes auditores estão associados a maior qualidade de auditoria e menor probabilidade de ocorrência de fraudes (Lennox & Pittman, 2010).

Quanto aos consultores financeiros independentes “*advisors*” para as operações aquisições, os consultores preocupados com a sua reputação estão positivamente associados ao desempenho pós-aquisição (Lyu & Wang, 2020). Os consultores financeiros de investimento com maior experiência em negócios estão associados a maiores retornos de aquisição e desempenho operacional pós-aquisição (Chemmanur, Ertugrul, & Krishnan, 2019).

Os consultores financeiros desempenham papel importante nas operações de aquisições, as suas características e funções influenciam os resultados dos negócios em que esses

consultores são contratados (Song, Wei, & Zhou, 2013). A fim de analisar a influência da consultoria externa no desempenho de aquisições, será testada a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 5: a contratação de consultoria externa na operação de aquisição influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente.

2.5.3 Agências de classificação

As agências de classificação desempenham um papel cada vez mais importante na eficácia da governança corporativa organizacional, por fornecerem classificações das empresas, principalmente, a partir de informações disponíveis publicamente, que servem como métricas que podem ser utilizadas pelas partes interessadas para avaliar a empresa (Aguilera *et al.*, 2015). As agências de classificação quantificam a qualidade da governança corporativa na forma de classificações disponíveis comercialmente para realizar avaliações quanto a solidez das práticas de governança em empresas públicas, tipicamente utilizadas por grupos de investidores (Ertugrul & Hegde, 2009).

Atuam no desenvolvimento de índices de governança corporativa, a fim de medir a qualidade da governança em uma única métrica, como, por exemplo, *Institutional Shareholder Services* (ISS), *Governance Metrics International* (GMI) e *The Corporate Library* (TCL), que desempenham um papel de impacto sobre a eficácia da governança corporativa por fornecerem informações sobre os arranjos de governança das empresas avaliadas (Aguilera *et al.*, 2015). Além dos índices que estimam a qualidade da governança corporativa das organizações, há ainda outros índices, como o *Environmental, Social and Governance* (ESG) que abrange os aspectos ambientais, sociais e de governança, fornecido por agências de classificação, como, por exemplo, Kinder, Lydenberg e Domini (MSCI KLD Social Index), Bloomberg e Thomson Reuters Eikon (Yoon, Lee, & Byun, 2018).

O índice ESG é mensurado conforme vários pontos de dados quanto aos aspectos ambiental, social e de governança para cada empresa, coletados de fontes disponíveis publicamente, como sites das empresas, relatórios, arquivos e notícias (Miralles-Quirós, Miralles-Quirós, & Gonçalves, 2018). As classificações ESG são relevantes para o valor e preditivas do desempenho financeiro futuro das empresas (Khan, Serafeim, & Yoon, 2016).

O emprego do índice ESG em pesquisas empíricas tem duas vantagens, primeiro, está métrica é uma variável de pontuação e não binária, segundo, permite a distinção entre os três pilares ambiental, social e de governança corporativa (Miralles-Quirós *et al.*, 2018). Além de

evitar viés de medição, segundo alguns estudos que utilizaram as classificações ESG padronizadas (Yoon, Lee, & Byun, 2018).

As classificações de agências, como a Refinitiv, são projetadas para gerar avaliações que auxiliem a tomada de decisões dos investidores (Miralles-Quirós *et al.*, 2018). Um número crescente de investidores considera as informações ESG em suas alocações de investimento, no geral, conduzido principalmente por motivos financeiros, além de utilizá-las como *proxy* para a qualidade da gestão (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018).

Ao examinar a relação entre o índice ESG e o desempenho operacional, Gillan, Hartzell, Koch, & Starks (2010) encontraram uma associação positiva entre os retornos sobre os ativos das empresas e suas pontuações líquidas para todos os três componentes ESG. A partir de uma extensa revisão da literatura, (Friede, Busch, & Bassen, 2015) afirmam que aproximadamente 90% dos estudos encontraram uma relação não negativa entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro corporativo.

Para Yoon *et al.*, (2018) tanto o índice ESG total quanto cada uma das três categorias da pontuação, analisadas separadamente, afetam positivamente o preço das ações de uma empresa. Assim, como os achados de Yoon *et al.*, (2018), espera-se que as avaliações geradas por agências de classificação, neste caso, o índice ESG, exerça influência positiva no preço das ações, particularmente, neste estudo, em torno do evento de aquisições. Com o objetivo de identificar a influência das agências de classificação no desempenho de aquisições, será testada a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 6: a pontuação do índice ESG influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente.

2.5.4 Ativismo das partes interessadas

É um tipo de movimento social em que várias partes “lutam” com as empresas para promover mudanças (King & Pearce, 2010), reflete a influência da pressão externa das partes interessadas nas políticas e práticas organizacionais (Aguilera *et al.*, 2015). O ativismo pode ser exercido desde investidores instrucionais, fundos de pensão, fundos *hedge* até investidores minoritários (Aguilera *et al.*, 2015). Há duas motivações principais para o engajamento no ativismo, financeira e social, a financeira persegue a criação de valor e a social busca a adoção de práticas sociais, como a RSE – Responsabilidade Social Empresarial (Judge, Gaur, & Muller-Kahle, 2010).

O ativismo compreende a pressão externa das partes interessadas para influenciar as políticas e práticas da empresa, frequentemente, os ativistas usam uma posição minoritária de propriedade para influenciar ativamente as políticas e práticas da empresa (Sjöström, 2008). Parte interessada inclui qualquer grupo ou indivíduo que pode afetar ou é afetado pela realização dos objetivos de uma organização (Freeman & Mcvea, 2001).

O ativismo das partes interessadas é um tipo de movimento social em que vários partidos disputam com as empresas a tentativa de promover mudanças (King & Pearce, 2010). Atores mais engajados no cenário do ativismo foram os fundos de hedge ativistas (Bebchuk & Weisbach, 2010), embora os fundos *hedge* ativistas raramente busquem controle, eles tendem a propor soluções estratégicas, operacionais e financeiras e alcançar sucesso ou sucesso parcial em dois terços dos casos (Brav, Jiang, Partnoy, & Thomas, 2008).

O ativismo pode levar a mudanças na estratégia da empresa, concentrando-se no negócio principal e devolvendo dinheiro aos acionistas, além de mudanças do diretor executivo ou presidente, em instituições financeiras podem aumentar em valor, não apenas comprando e vendendo títulos estrategicamente, mas também criando valor dentro das empresas, fornecendo serviços de monitoramento (Becht, Franks, & Grant, 2010).

O ativismo de acionistas está relacionado à adoção e internalização de códigos de ética, disciplina administrativa (Brav *et al.*, 2008), influência nas dimensões ambientais, sociais, éticas e de governança das empresas (Lee & Lounsbury, 2011). A fim de analisar a influência de investidores institucionais no desempenho de aquisições, será testada a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese 7: a presença de investidores institucionais na propriedade influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente.

2.6 Efeitos da Interação entre os Mecanismos Internos e Externos de Governança Corporativa sobre o Desempenho das Aquisições

Nos tópicos anteriores argumentou-se que os mecanismos internos (características da firma) e os externos (ambiente) influenciam o desempenho das empresas adquirentes. Neste ponto, defende-se que esses mecanismos podem interagir para contribuir com as explicações sobre os efeitos da governança corporativa no desempenho das firmas adquirentes.

Conforme já mencionado, acredita-se que os mecanismos internos da governança corporativa, ao convergir os interesses dos gerentes e dos acionistas ao longo da vida das empresas, podem ser indicativos da história sua aprendizagem. Assim como, os mecanismos

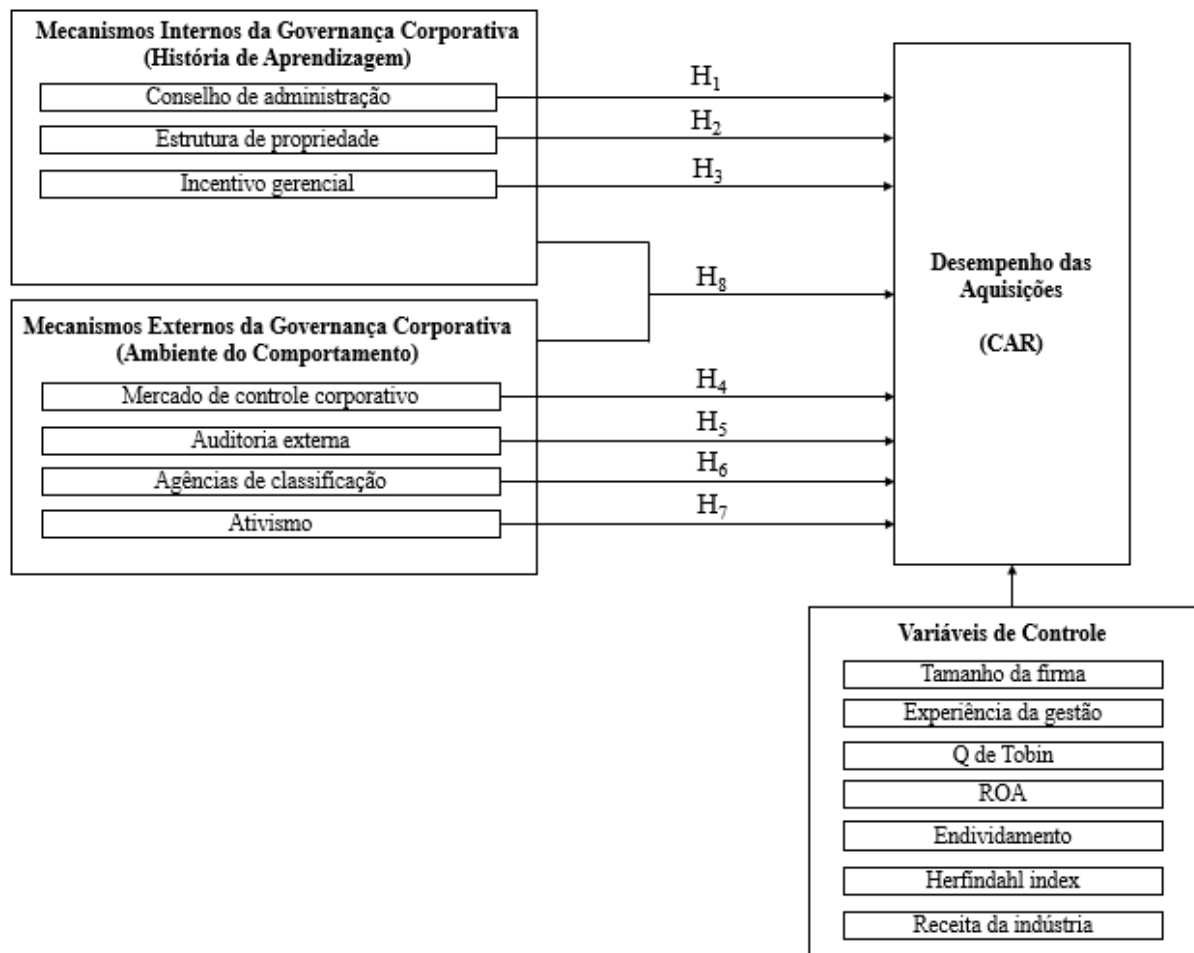
externos de governança corporativa, ou seja, o ambiente ou o cenário em que o comportamento de aquisição ocorre, uma vez que eles ocorrem fora do núcleo da firma, constituem-se em estímulos discriminativos do comportamento de aquisição.

Especificamente, argumenta-se que as características do ambiente em que as firmas estão envolvidas (mecanismos externos de governança corporativa) inibem as consequências negativas do comportamento de aquisição e reforçam os resultados positivos (desempenho) na presença de um histórico de aprendizado em aquisições, portanto:

Hipótese 8: A interação dos mecanismos internos e externos da governança corporativa influenciam positivamente o desempenho de aquisições.

3 MODELO CONCEITUAL

As hipóteses desta pesquisa implicam a existência de relações entre os mecanismos internos de governança corporativa (história de aprendizagem da empresa) e os mecanismos externos de governança corporativa (ambiente) na criação de reforçadores que aumentam, diminuem ou moderam sobre o desempenho das firmas, em situações que reforçam ou não o desempenho das aquisições ou modera os efeitos do comportamento da aquisição sobre uma consequência de risco subsequente. Essas relações podem ser observadas no modelo deste estudo (Figura 2).



Nota. Fonte: Elaboração própria (2021).

Figura 2: Modelo Conceitual da Pesquisa.

Diante do modelo conceitual desta dissertação (Figura 2) e suposições apresentadas por meio das hipóteses de pesquisa, os procedimentos metodológicos empregados com a intenção de aceitar ou refutar as hipóteses de pesquisa estão descritos na próxima seção.

4 METODOLOGIA

Nesta seção apresenta-se a tipologia da pesquisa, a definição da amostra, a descrição da coleta de dados, os métodos procedimentais e econométricos empregados.

4.1 Tipologia da Pesquisa

Esta pesquisa é, quanto aos objetivos, descritiva, quanto a abordagem do problema, quantitativa e quanto ao procedimento, foi empregado o método estatístico (Sampieri, Collado, & Lucio, 2013). Os dados são de origem secundária, coletados na base de dados *Thomson Reuters Eikon*TM e organizados em forma de painel, a partir da ocorrência de negociações de aquisições na economia americana, de empresas não financeiras, de capital aberto e listadas nas Bolsas NYSE e Nasdaq, no período de 2009 a 2019. Os dados foram tratados e analisados no *software* Stata 14.0.

4.2 Amostra e Coleta dos Dados

A amostra inicial deste estudo compreende todas as operações de aquisições de empresas americanas disponíveis na base de dados *Thomson Reuters Eikon*TM. Para composição da amostra, foram adotados os seguintes critérios:

- a) a adquirente ser uma empresa de capital aberto, listada na NYSE ou na Nasdaq, em virtude da disponibilidade dos preços de retornos das ações.
- b) o acordo de aquisição deve ser concluído no período de 2009 a 2019, sendo a crise financeira dos “*subprimes*” um limitador para o início do período amostral.
- c) o status da operação ser completo, a fim de eliminar transações não finalizadas;
- d) a aquisição não ser realizada por instituições financeiras, porque as características intrínsecas destas organizações não permitem a comparação com empresas não financeiras;
- e) a adquirente controlar acima de 50 por cento das ações após a aquisição, essa condição é essencial para filtrar as operações de aquisições com troca de controle acionário;
- f) o valor da transação ser igual ou superior a \$ 1 milhão, porque uma aquisição maior pode ser percebida como um evento mais importante do que uma aquisição menor (Haleblian *et al.*, 2006), assim serão considerados apenas operações efetivamente avaliadas pelos participantes do mercado, e para os quais o CAR no momento do anúncio refletem a opinião do mercado em relação ao desempenho da aquisição (Teti *et al.*, 2017);

Após a aplicação dos critérios definidos na base de dados *Thomson Reuters Eikon*TM e a exclusão de dados incompletos a amostra final foi composta por 5.424 eventos de aquisições.

4.3 Variáveis da Pesquisa

As variáveis desta pesquisa compreendem uma variável dependente que estima o desempenho de aquisições, três variáveis independentes para os mecanismos internos da governança corporativa, seis variáveis independentes para os mecanismos externos da governança corporativa e seis variáveis de controle para equilíbrio, por ter um impacto no desempenho de aquisições. As variáveis estão especificadas a seguir e o resumo das variáveis está disposto na Figura 3.

4.3.1 Variável dependente

CAR (Cumulative Abnormal Return). O método de janela de eventos foi empregado para avaliar a criação de valor para o adquirente, devido a ampla utilização como medida empírica do sucesso ou fracasso de operações de aquisições (ver, por exemplo, Kroll *et al.*, 2008; Teti *et al.*, 2017; Gao *et al.*, 2019).

O método de janela de evento de curto prazo consiste em estimar o CAR das ações das empresas nos dias anteriores e posteriores ao anúncio da aquisição, neste estudo será analisado a janela de três dias antes e após [-3;3] ao anúncio da aquisição, como Kroll *et al.* (2008). Depois são isoladas as informações específicas da empresa relacionadas à aquisição dos movimentos gerais do mercado, portanto, se considera o retorno anormal das ações, que é a parte idiossincrática dos retornos das ações atribuível ao anúncio de aquisição (Teti *et al.*, 2017), calculado como:

$$AR_{it} = R_{it} - ER_{it}$$

Onde,

AR_{it} = retorno anormal da empresa i no tempo t ;

R_{it} = retorno real da empresa i no tempo t ;

ER_{it} = retorno esperado da empresa i no tempo t ; e

t = data do anúncio da aquisição.

O retorno esperado é equivalentemente ao retorno obtido caso a aquisição não fosse anunciada. Conforme Teti *et al.* (2017) o retorno esperado é estimado através do modelo de mercado sobre os retornos diários ao longo do ano anterior ao anúncio da aquisição, sendo que o retorno diário ou período de estimativa dura 126 dias de negociação, variando entre -130 dias a -4 dias antes da data do anúncio dos retornos diários. Para o cálculo do retorno esperado será

adotado o retorno de mercado estimado pelo S&P500. Depois de calcular o β e α para cada empresa usando uma regressão de série temporal ao longo do período de estimativa [-130; -4], calcula-se o retorno esperado da empresa i no tempo t :

$$ER_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_i$$

Onde:

ER_{it} = retorno esperado da empresa i no tempo t ;

R_{mt} = retorno de mercado no tempo t ;

β = beta estimado para a empresa i ;

α = alfa estimado para a empresa i ;

t = data de anúncio da aquisição; e

ε = erro de estimativa, assumido como zero ex-ante.

Por fim, obtém-se o acumulo do retorno anormal dos eventos em torno do anúncio da aquisição, através da equação:

$$CAR_{i,(t_1,t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t}$$

Onde:

$CAR_{i,(t_1,t_2)}$ = retorno anormal acumulado para a empresa i ;

$AR_{i,t}$ = retorno anormal da empresa i no tempo t ;

4.3.2 Variáveis independentes

Conselho de administração. Variável *dummy* que estima se a adquirente possui uma política quanto a experiência no conselho, a empresa se esforça para manter um conselho bem equilibrado por meio de experiência e especialização adequada na composição do conselho. Consistente com Kroll *et al.* (2008), espera-se que os conselhos de administração constituídos por membros com experiência estão mais propensos a conduzir operações de aquisições que aumentem o valor.

Estrutura de propriedade. Variável que mede o nível de concentração acionária da adquirente. A concentração de propriedade corresponde ao percentual de ações detidas pelos três principais acionistas. A utilização desta métrica justifica-se porque nos Estados Unidos a propriedade não está completamente dispersa (Shleifer & Vishny, 1997). A proxy concentração de propriedade é calculada como a participação média dos três maiores investidores (La Porta *et al.*, 1998), estimada pela equação:

$$EP = \sum_{i=1}^3 \frac{P_i}{P} \times 100$$

Onde:

P_i = quantidade de ações ordinárias de uma empresa i , pertencente aos 3 maiores acionistas; e

P = quantidade total de ações da empresa considerada.

Incentivo gerencial. Variável dummy relativa à adoção de política de remuneração dos executivos da empresa. A política de remuneração compreende o conjunto de estratégias referentes a recompensa dos executivos (Datta *et al.*, 2001).

Mercado de controle corporativo. Variável que representa a soma cumulativa da quantidade de aquisições realizadas por todas as empresas do mesmo setor. A ameaça de aquisições funciona como choques exógenos, para isso, será avaliado o volume de aquisições de um setor, assim, quanto maior o número de aquisições em determinado setor maior a propensão de uma empresa deste setor ser adquirida. Esta densidade do mercado de controle corporativo é mensurada pela soma do número de aquisições, para cada período, realizadas por empresas do mesmo setor (Haleblian *et al.*, 2006).

Auditoria externa. Variável dummy que assume 1 quando a empresa adquirente contrata um consultor externo, especificamente, para a operação de aquisição e 0 quando não for contratada uma consultoria externa para a aquisição realizada, os consultores podem ser financeiros, por bancos de investimento ou jurídicos, por escritórios de advocacia (Song *et al.*, 2013).

Agência de classificação. Métrica que varia de 0 a 100%, assume o índice ESG, baseado em informações agrupados em três pilares, ambiental, social e de governança corporativa, compilado pela Thomson Reuters EikonTM. Medida que reflete o desempenho da empresa em três pilares, quanto maior a pontuação melhor o nível de classificação da firma (Miralles-Quirós *et al.*, 2018).

Ativismo. Variável dummy que assume 1 quando há a presença de acionistas institucionais (fundos de pensão, de investimento e *hedge*) na propriedade da empresa ou 0 quando não há. O ativismo exercido por investidores institucionais na propriedade influencia o desempenho e decisões estratégicas de valor (Becht *et al.*, 2010).

4.3.3 Variáveis de controle

Tamanho da firma. O tamanho da empresa influencia os retornos de aquisição de maneiras importantes (Haleblian *et al.*, 2009). Assim, como Haleblian & Kim (2006) o tamanho da adquirente, foi estimado pelo logaritmo do total dos ativos da empresa adquirente.

Experiência da gestão. Soma cumulativa de todas as aquisições realizadas por uma empresa durante a gestão do mesmo diretor executivo no período estudado, de 2009 a 2019. A experiência obtida em aquisições anteriores está positivamente relacionada ao desempenho de aquisições (Haleblian & Kim, 2006).

Q de Tobin. É uma *proxy* de desempenho que é obtida pela soma do valor de mercado da firma e o valor contábil das dívidas ou capital de terceiros sobre os ativos totais da empresa (Chung & Pruitt, 1994).

ROA (Return on Assets). É um indicador de desempenho que representa o retorno sobre os ativos, obtido pela razão entre o lucro líquido e os ativos totais (Zollo & Singh, 2000). Este controle é importante porque um forte desempenho financeiro pode encorajar a adquirente a perseguir uma estratégia de aquisição agressiva (Haleblian & Kim, 2006).

Endividamento. A alavancagem pode ter um efeito positivo no desempenho da empresa devido ao monitoramento exercido pelos credores (Haleblian *et al.*, 2009), medida pela relação entre o valor contábil da dívida e o valor contábil dos ativos totais.

Herfindahl index. É a soma dos quadrados das quotas de mercado das empresas que compõem o ramo de atividade, em que as quotas de mercado são expressas em percentagens. O índice varia de 0 a 1, geralmente, aumentos no índice indicam um decréscimo na concorrência e um aumento do poder de mercado, enquanto que decréscimos sinalizam o oposto. Variável que mede a participação de mercado de uma empresa em relação ao setor, é uma medida relativa que indica o grau de concorrência entre empresas do mesmo setor (Nawrocki & Carter, 2010).

Receita da indústria. Assim como em Haleblian & Kim (2006), a receita da indústria, definida como o valor total da receita de todas as empresas de uma mesma indústria em cada ano, foi incluída para controlar os efeitos da mudança na receita geral da indústria ao longo do tempo. Isso porque a intensidade das atividades de aquisição em uma indústria pode afetar o comportamento de aquisição das empresas que tentam replicar ações estratégicas populares (Haleblian & Kim, 2006). A Figura 3 apresenta um resumo das variáveis desta pesquisa.

Variáveis	Definição	Referências
Dependente		
CAR	Resposta do mercado ao anúncio da operação de aquisição. É o retorno anormal cumulativo em torno do dia do anúncio da aquisição.	Teti <i>et al.</i> (2017)
Independente		
CA	Experiência dos membros do conselho de administração em aquisições.	Kroll <i>et al.</i> (2008)
EP	Concentração acionária.	La Porta <i>et al.</i> (1998)
IG	Remuneração dos executivos.	Datta <i>et al.</i> (2001)
MCC	Densidade de aquisições do setor.	Haleblian & Kim (2006)
AE	Consultoria externa específica para a aquisição.	Song <i>et al.</i> (2013)
AC	Índice ESG.	Miralles-Quirós <i>et al.</i> (2018)
A	Participação de acionistas institucionais.	Becht <i>et al.</i> (2010)
Controle		
TF	Logaritmo do ativo total.	Haleblian & Kim (2006)
EG	Soma cumulativa das aquisições realizadas por uma empresa durante a gestão de um mesmo CEO.	Haleblian & Kim (2006)
QT	Relação entre o valor de mercado da firma e o valor contábil das dívidas ou capital de terceiros pelo ativo total da empresa.	Chung & Pruitt (1994)
ROA	Relação entre o lucro líquido e os ativos totais.	Haleblian & Kim (2006)
E	Relação entre o valor contábil da dívida e o valor contábil dos ativos totais.	Haleblian <i>et al.</i> (2009)
HHI	Soma dos quadrados do <i>Market share</i> individual das firmas participantes do mercado de determinado setor.	(Nawrocki & Carter (2010)
RI	Total da receita anual de todas as empresas da mesma indústria.	Haleblian & Kim (2006)

Nota. Fonte: Elaboração própria (2021).

Figura 3: Resumo das Variáveis da Pesquisa.

4.4 Procedimentos Estatísticos

As hipóteses desta pesquisa foram estimadas por meio de modelos lineares de regressão linear múltipla com dados em painel, conforme observa-se na seguinte Equação 1:

$$CAR_{it} = \alpha + \beta_1 CA_{it} + \beta_2 EP_{it} + \beta_3 IG_{it} + \beta_4 MCC_{it} + \beta_5 AE_{it} + \beta_6 AC_{it} + \beta_7 A_{it} + \beta_8 VC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde:

CAR_i = é a variável dependente do estudo, o retorno anormal acumulado;

CA_{it} = variável independente, compreende o conselho de administração;

EP_{it} = variável independente, compreende a estrutura de propriedade;

IG_{it} = variável independente, compreende os incentivos gerenciais;

MCC_{it} = variável independente, compreende o mercado de controle corporativo;

AE_{it} = variável independente, compreende a auditoria externa;

AC_{it} = variável independente, compreende as agências de classificação;

A_{it} = variável independente, compreende o ativismo;

VC_{it} = é o conjunto de variáveis de controle, compreende variáveis que interferem no resultado da relação entre as variáveis dependente e independentes;

β_i = determina a contribuição de cada variável independente;

ε_i = é o erro aleatório do modelo;

i = firma;

t = período;

A fim de validar a adequação dos modelos, foram realizados testes de verificação dos pressupostos, como testes de normalidade, de multicolinearidade e de heterocedasticidade para dados em painel, apresentados a seguir.

4.4.1 Teste de normalidade

A distribuição normal é uma suposição subjacente a muitos procedimentos estatísticos (Razali & Wah, 2011), como a análise de regressão linear, empregada neste estudo. Para verificar a normalidade dos dados, primeiramente foi realizada uma regressão das variáveis e sob os resíduos dessa regressão foi realizado o teste de *Shapiro Wilk*, considerado como um poderoso teste de normalidade (Razali & Wah, 2011), apresentado na Tabela 1.

Tabela 1: Teste de *Shapiro Wilk*.

Variável	Observações	W	V	Z	Prob>z
Resíduo da Regressão	1.274	0,99186	6,402	4,643	0,00000

Nota. Fonte: Dados da pesquisa, 2021.

Para o teste de normalidade dos resíduos *Shapiro Wilk* são levantadas duas hipóteses:

H_0 : os dados não seguem uma distribuição normal.

H_1 : os dados seguem uma distribuição normal.

Com 99% de confiança, o teste de normalidade foi significativo, a probabilidade de z foi de 0,00000, então a decisão foi de rejeitar H_0 , portanto os dados apresentaram uma distribuição normal. Logo, prosseguiu-se a análise com o teste de multicolinearidade apresentado a seguir.

4.4.2 Teste de multicolinearidade

A multicolinearidade ocorre quando duas ou mais variáveis independentes no modelo de regressão estão correlacionadas (Daoud, 2017). É outro pressuposto essencial para um modelo de regressão bem-sucedido que consiste em verificar a possibilidade de relação entre as variáveis independentes. A fim de estimar a multicolinearidade, foi aplicado o Fator de Inflação da Variância, VIF - *Variance Inflation Factors*, apresentado na Tabela 2.

Tabela 2: Teste de Multicolinearidade VIF.

<i>Variável</i>	<i>VIF</i>	<i>1/VIF</i>
<i>IG</i>	1,49	0,669111
<i>CA</i>	1,45	0,689200
<i>MCC</i>	1,32	0,755855
<i>AE</i>	1,30	0,769025
<i>AC</i>	1,21	0,824098
<i>EG</i>	1,14	0,877653
<i>HHI</i>	1,08	0,924252
<i>E</i>	1,08	0,930019
<i>EP</i>	1,08	0,930034
<i>A</i>	1,05	0,947955
<i>ROA</i>	1,05	0,949790
<i>QT</i>	1,04	0,963239
<i>RI</i>	1,03	0,972576
<i>TF</i>	1,03	0,973231
<i>Média VIF</i>	1,17	

Nota. Fonte: Dados da pesquisa, 2021.

A literatura ressalta que quando o VIF é maior do que 1, como neste caso, os regressores podem estar moderadamente correlacionados, entretanto, a multicolinearidade pode ser um

problema em modelos múltiplos quando o fator de inflação da variância para um preditor está próximo ou acima de 5 (Akinwande, Dikko, & Samson, 2015).

O fator de inflação da variância encontrado ficou próximo de 1, variando entre 1,03 e 1,49, com valor médio de 1,17. Logo, como o fator VIF não excedeu 5, não há problemas de colinearidade no modelo e, portanto, deu-se continuidade aos testes de pressupostos com o teste de heterocedasticidade.

4.4.3 Teste de heterocedasticidade

A variância de erro constante ou homocedasticidade é outra suposição que deve ser satisfeita para que as inferências do método de regressão dos mínimos quadrados ordinários sejam adequadas (Astivia & Zumbo, 2019). A fim de verificar a constância da variância do modelo de regressão linear ao longo do tempo, empregou-se o teste de *Breush-Pagan*, apresentado na Tabela 3.

Tabela 3: Teste de Heterocedasticidade de *Breush-Pagan*.

chi2 (1)	75,31
Prob > chi2	0,0000

Nota. Fonte: Dados da pesquisa, 2021.

Para o teste de heterocedasticidade de *Breusch-Pagan* são levantadas duas hipóteses:

H_0 : a variância é constante.

H_1 : a variância não é constante.

O teste foi significativo, com 99% de confiança, a probabilidade de z foi de 0,00000, então, rejeitou-se H_0 , a variância não é constante, portanto, o modelo estimado apresentou problema de heterocedasticidade. Este problema foi solucionado empregando o modelo robusto a heterocedasticidade para o modelo de regressão linear com dados em painel. Além disso, os modelos foram estimados com efeitos fixos para minimizar possíveis problemas de variáveis omitidas, incluindo a heterogeneidade não observada.

5 RESULTADOS

Nesta seção apresentam-se a estatística descritiva da amostra, a análise de correlação, os sumários dos modelos de regressão com dados em painel utilizados para testar as hipóteses desta pesquisa e as discussões dos resultados encontrados à luz da literatura correlata.

5.1 Estatísticas Descritivas

A Tabela 4 mostra as estatísticas descritivas para as variáveis quantitativas utilizadas no estudo. A amostra final ficou composta por 5.424 eventos de aquisições realizados por um grupo de 642 empresas americanas durante os dez anos analisados, 2009 a 2019. O desempenho das firmas adquirentes, contempladas no estudo, estimado pela variável dependente CAR, apresentaram desempenho positivo, variando de 7,002 a 8,083 com média de 7,604 e desvio padrão de 0,272.

Tabela 4: Perfil das Variáveis.

Variável	Observação	Média	Desvio Padrão	Valor Mínimo	Valor Máximo
Retorno Anormal Cumulativo (CAR)	25.142	7,604	0,272	7,002	8,083
Estrutura de Propriedade (EP)	48.761	0,347	1,086	0,000	230,726
Mercado de Controle Corporativo (MCC)	48.761	87,150	66,586	0,000	286,000
Agência de Classificação (AC)	48.761	7,999	18,338	0,000	95,140
Tamanho da Firma (TF)	22.443	20,039	3,063	2,302	27,340
Experiência da Gestão (EG)	48.761	0,307	6,696	0,000	8,000
Q de Tobin (QT)	48.700	0,004	0,698	-1,911	5,073
Retorno Sobre os Ativos (ROA)	21.035	-14,918	2108,375	-135296,500	241188,000
Endividamento (E)	48.761	2,286	132,846	0,000	19694,000
Herfindahl Index (HHI)	48.761	0,191	0,137	0,000	1,000
Receita da Indústria (RI)	48.700	0,000	0,968	-1,911	5,073

Nota. Fonte: Dados da pesquisa, 2021.

Para as variáveis independentes e quantitativas de governança corporativa, foram obtidas 48.761 observações. A variável Estrutura de Propriedade (EP) que estima o nível de concentração de propriedade, entre os três maiores acionistas, apresentou média de 0,347 e desvio de 1,086, o que de modo geral sinaliza baixa concentração de propriedade entre as firmas

da amostra, no entanto, o valor mínimo e máximo apresentou discrepância, variando de 0 a 230,726.

A variável Mercado de Controle Corporativo (MCC) que estima a densidade de aquisições por setor apresentou o maior desvio padrão, de 66.586, em relação à média, de 87,150, visto que formam encontrados valores bem discrepantes, variando entre 0 a 286, o que sinaliza a presença de grande variação da densidade de aquisições por setor na amostra. A variável Agência de Classificação (AC) estimada pela pontuação do índice ESG apresentou 18,338 de desvio padrão em relação à média obtida de 7,999 e valores que variaram de 0 a 95,140, o que, de modo geral, sinaliza que as adquirentes da amostra possuem baixas pontuações ESG.

Quanto ao perfil das variáveis de controle, a variável Tamanho da Firma (TF) obtida pelo logaritmo do ativo total apresentou 22.443 observações no período analisado com variação de 2,302 a 27,340 e valor médio de 20,039 e desvio padrão de 3,063. A variável Experiência da Gestão (EG) estimada pelo somatório cumulativo das aquisições realizadas pela firma durante a gestão do mesmo CEO obteve 48.761 observações variando de 0 a 8 aquisições realizadas pelo mesmo gestor, baixo valor médio de 0,307 e grande variabilidade com desvio padrão de 6,696.

A variável Q de Tobin (QT), métrica amplamente empregada para estimar o desempenho da firma, obtida pela relação entre o valor de mercado da firma e o valor contábil das dívidas, capital de terceiros, pelo ativo total apresentou 48.700 observações com valores negativos que variou de -1,911 a 5.073 e média de 0,004 e desvio padrão de 0,698, o que de modo geral indica que as adquirentes da amostra apresentaram baixo desempenho. A variável Retorno Sobre os Ativos (ROA), outra métrica relevante para o desempenho da firma, estimada pela razão entre o lucro líquido e os ativos totais apresentou 21.035 observações com grande variação de resultados, com resultados negativos, variando de -135296,5 a 241188 e valor médio baixo de 2,286 e grande variabilidade, 2108,375 de desvio padrão.

A variável Endividamento (E) apresentou 48.761 observações com grande variabilidade de resultados, com desvio padrão de 132,846, variando de 0 a 19694, amostra composta por adquirentes com baixa a alta alavancagem, mas, de modo geral, o nível de endividamento das firmas da amostra está baixo, com valor médio de 2,286. A variável Herfindahl Index (HHI) que mede a participação de mercado de uma empresa em relação ao setor, é um índice que varia de 0 a 1, apresentou 48.761 observações, baixo desvio padrão de 0,137 e valor médio de 0,191, o que sinaliza baixo grau de concorrência entre as adquirentes do mesmo setor participantes desta amostra.

A variável Receita da Indústria (RI) estimada pelo total da receita anual de todas as empresas do mesmo setor apresentou 48.761 observações variando dos valores -1,911 a 5,073, com desvio padrão de 0,968 e valor médio de 0,000, o que indica que as adquirentes participantes da amostra apresentam receitas negativas e, de modo geral, o valor é nulo.

5.2 Análise de Correlação

Na Tabela 5 encontra-se a análise de correlação entre a variável dependente, estimada pelo retorno anormal cumulativo (CAR) em torno do anúncio do evento de aquisições, as variáveis independentes, representadas por mecanismos internos e externos de governança corporativa e as variáveis de controle, comprovadas na literatura como influenciadoras do desempenho de adquirentes.

Tabela 5: Correlação dos Mecanismos da Governança Corporativa x Desempenho de Aquisições.

	CAR	CA	EP	IG	MCC	AE	AC	A	TF	EG	QT	ROA	E	HHI	RI
CAR	1,000														
CA	0,019	1,000													
EP	0,086	-0,032	1,000												
IG	0,031	-0,539	0,035	1,000											
MCC	0,671	0,148	0,005	0,021	1,000										
AE	0,557	0,016	0,056	0,005	0,419	1,000									
AC	-0,053	0,267	-0,175	0,277	-0,060	-0,055	1,000								
A	-0,174	0,005	-0,051	-0,041	0,122	0,122	0,105	1,000							
TF	0,023	-0,007	0,038	0,034	0,017	0,010	0,004	-0,015	1,000						
EG	0,195	0,010	-0,050	0,005	0,189	0,110	0,107	0,078	-0,048	1,000					
QT	-0,085	0,017	-0,025	0,058	-0,042	0,114	0,044	-0,016	0,010	0,030	1,000				
ROA	-0,030	-0,027	-0,101	-0,017	-0,084	-0,041	0,153	0,086	-0,009	0,036	-0,042	1,000			
E	0,086	-0,001	0,145	0,034	-0,096	0,112	-0,004	-0,054	0,001	0,066	0,035	-0,035	1,000		
HHI	-0,090	-0,021	0,000	-0,084	-0,038	-0,056	0,032	0,015	0,005	0,230	0,052	0,017	0,014	1,000	
RI	0,032	0,008	0,017	0,000	0,020	0,044	0,042	-0,001	0,138	0,046	0,000	0,007	-0,020	0,029	1,000

Nota. Fonte: Dados da pesquisa, 2021.

Não foram encontradas correlações significativas entre o desempenho da aquisição (CAR) e os mecanismos internos da governança corporativa. Já na correlação entre o

desempenho da aquisição (CAR) e os mecanismos externos, três deles apresentaram correlações significativas. O mecanismo Mercado de Controle Corporativo (MCC) apresentou correlação positiva forte com o desempenho da aquisição, de 0,671, à medida em que há uma densidade no setor de aquisições, ou seja, quanto maior a propensão de uma empresa do mesmo setor ser adquirida, melhor o desempenho das aquisições.

O mecanismo Auditoria Externa (AE) também apresentou correlação positiva forte com o desempenho da aquisição (CAR), de 0,557, quando adquirentes contratam consultoria exclusiva para a operação de aquisição maior o desempenho obtido na aquisição. Quanto a correlação do mecanismo Ativismo (A) com o desempenho de aquisição (CAR) apresentou correlação negativa baixa com o desempenho de aquisição, de -0,174, assim, a presença de investidores institucionais na propriedade apresentou correlação inversa com o desempenho de aquisições.

Na correlação entre o desempenho da aquisição (CAR) e as variáveis de controle, a única correlação significativa, positiva baixa, de 0,195, foi encontrada para a variável Experiência da Gestão (EG). Logo, adquirentes que possuem gestores com experiência em aquisições subsequentes estão mais propensas a obter melhores desempenhos em aquisições (CAR).

Quanto as correlações entre si das variáveis dependentes, entre os mecanismos internos e externos da governança corporativa, encontraram-se correlações significativas entre o mecanismo Conselho de Administração (CA) e Incentivo Gerencial (IG), de grau negativo e intensidade forte, de -0,539 e correlação positiva forte, de 0,419, entre o mecanismo Mercado de Controle Corporativo (MCC) e Auditoria Externa (AE). Ademais, não foram encontradas correlações significativas entre as variáveis de controle.

5.3 Modelo de Regressão Linear Múltipla com Dados em Pannel

Na Tabela 6 encontraram-se os sumários das regressões estimadas para os testes das hipóteses 1 a 7, referentes a influência dos mecanismos internos e externos da governança corporativa no desempenho de aquisições. Na Tabela 7, as interações entre os mecanismos internos e externos de governança corporativa são incluídas no modelo para o teste da oitava hipótese.

Tabela 6: Sumários do Modelo Estimado com Dados em Panel.

Variáveis	B	Erro Padrão
Conselho de administração	0,006	(0,031)
Estrutura de propriedade	0,070*	(0,037)
Incentivos gerenciais	0,039	(0,051)
Mercado de controle corporativo	0,001***	(0,000)
Auditoria externa	0,128***	(0,008)
Agência de classificação	0,003	(0,008)
Ativismo	0,040***	(0,011)
Tamanho da firma	0,000	(0,001)
Experiência da gestão	0,025***	(0,005)
Q de Tobin	-0,017***	(0,003)
ROA (Return on Assets)	0,014**	(0,006)
Endividamento	0,120***	(0,021)
Herfindahl index	-0,076***	(0,027)
Receita da Indústria	0,001	(0,003)
Constante	6,970***	(0,062)
<i>N</i>		1693
<i>Efeitos fixos do tempo</i>		Sim
<i>Efeitos fixos da firma</i>		Sim
<i>R Quadrado Within</i>		0,755

Nota. Fonte: Dados da pesquisa, 2021. Variável Dependente CAR. Entre parênteses estão os erros padrão robustos à heterocedasticidade. *p-valor $\leq 0,1$; ** p-valor $\leq 0,05$; *** p-valor $\leq 0,01$.

A primeira hipótese desta pesquisa pressupõe que a adoção de uma política de experiência para os membros que compõem o conselho de administração influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente. Por meio dos resultados, disponíveis na Tabela 06, observa-se que o coeficiente obtido para a variável de mecanismo interno da governança corporativa, conselho de administração (CA), foi positivo, e com resultado não significativo (p-valor $\geq 0,05$), portanto, a primeira hipótese não foi sustentada.

O coeficiente para a variável de mecanismo interno da governança corporativa, estrutura de propriedade (EP) foi positivo e significativo (p-valor $\leq 0,1$). Portanto, o resultado obtido o sustenta a hipótese 2, a qual afirma que a presença de estrutura de propriedade concentrada, três maiores acionistas controlador, com direito à voto, influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente.

A terceira hipótese supõe que a adoção de política de remuneração gerencial influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente. Esta hipótese não foi sustentada, pois o

coeficiente obtido para a variável de mecanismo interno da governança corporativa, incentivos gerenciais (IG) não apresentou significância a nenhum dos níveis considerados ($p\text{-valor} \geq 0,05$).

A quarta hipótese afirma que a presença de um mercado de controle corporativo (MCC) ativo, por setor, influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente. O coeficiente da variável de mecanismo externo da governança corporativa, mercado de controle corporativo, apresentou-se positivo e significativo ($p\text{-valor} \leq 0,01$), sustentado a quarta hipótese desta pesquisa.

Com coeficiente positivo e significativo ($p\text{-valor} \leq 0,01$) para a variável de mecanismo externo da governança corporativa, auditoria externa (AE), a quinta hipótese foi sustentada. Logo, a contratação de auditoria externa, especificamente, para a operação de aquisição influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente.

A sexta hipótese da pesquisa afirma que a pontuação do índice ESG influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente. O coeficiente da variável de mecanismo externo da governança corporativa, agência de classificação (AC) não apresentou significância a nenhum dos níveis considerados ($p\text{-valor} \geq 0,05$). Assim, a sexta hipótese foi rejeitada.

A sétima hipótese foi sustentada, com coeficiente positivo e significativo ($p\text{-valor} \leq 0,01$) para a variável de mecanismo externo da governança corporativa, ativismo (A). Logo, a presença de investidores institucionais na propriedade influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente.

Por meio do modelo estimado foi possível identificar que, pelo menos, uma das variáveis relacionadas aos mecanismos internos e três dos mecanismos externos da governança corporativa exerceram influência sobre o desempenho das empresas adquirentes, mensurado por meio do CAR.

Ademais, encontrou-se significância estatística para as variáveis de controle Experiência da Gestão (EG), ROA, *Q de Tobin* (QT), Endividamento (E) e *Herfindahl index* (HHI). Portanto, alterações nos valores destas variáveis relacionam-se a alterações na variável resposta, o desempenho da aquisição (CAR). Especificamente, as variáveis de controle Experiência da Gestão em aquisições (EG), ROA e Endividamento (E) apresentaram associação positiva com o CAR. Já o *Q de Tobin* e o *Herfindahl index* (HHI) apresentaram coeficientes negativos, indicando um efeito negativo sobre o desempenho das aquisições (CAR).

Na Tabela 7 apresenta-se o modelo estimado para os testes da oitava hipótese da pesquisa, no qual foram incluídas as interações entre as variáveis que representam os mecanismos internos de governança corporativa (história de aprendizagem da firma) e os

mecanismos externos (ambiente). Ressalta-se que apenas as variáveis de interação que apresentaram significância estatística foram apresentadas, sendo que as variáveis representativas dos efeitos diretos, apresentadas na Tabela 6, permaneceram.

Tabela 7: Sumários do Modelo Estimado com Dados em Painel da Interação entre as Variáveis.

Variáveis	B	Erro Padrão
Conselho de administração x Auditoria externa	0,002***	(0,000)
Estrutura de propriedade x Mercado de controle corporativo	-0,001**	(0,000)
Estrutura de propriedade x Auditoria Externa	0,061***	(0,026)
Estrutura de propriedade x Agência de classificação	0,003**	(0,001)
Tamanho da firma	0,000	(0,001)
Q de Tobin	-0,037***	(0,004)
Endividamento	-0,282**	(0,025)
HHI	-0,081***	(0,030)
Constante	7,188***	(0,330)
<i>N</i>		1693
<i>Efeitos fixos do tempo</i>		Sim
<i>Efeitos fixos da firma</i>		Sim
<i>R Quadrado Within</i>		0,755

Nota. Fonte: Dados da pesquisa, 2021. Variável Dependente CAR. Entre parênteses estão os erros padrão robustos à heterocedasticidade. *p-valor $\leq 0,1$; ** p-valor $\leq 0,05$; *** p-valor $\leq 0,01$.

A oitava hipótese desta pesquisa afirma que a interação entre os mecanismos internos e externos da governança corporativa influenciam positivamente o desempenho das aquisições. Conforme os resultados apresentados na Tabela 6, a variável presença de política de experiência para os membros do conselho de administração não se configurou significativa sobre o desempenho de aquisições de forma direta. Todavia, pelo exposto na Tabela 7, percebe-se que o coeficiente da interação entre essa variável a presença de consultoria externa específica para aquisição foi significativo (p-valor $\leq 0,01$). Logo, a presença de política de experiência para os membros do conselho de administração, na presença de consultoria externa, específica para a aquisição, tem efeito positivo e significativo sobre o desempenho das adquirentes.

Na Tabela 6, a variável que indica a presença de estrutura de propriedade com concentração acionária apresentou-se significativa e positiva sobre o desempenho das aquisições e após a inserção da interação com outras variáveis referentes a mecanismos externos da governança corporativa, obteve-se outros resultados. Na Tabela 7, após a inserção da interação entre a estrutura de propriedade e a variável densidade de aquisições no setor, encontrou-se um coeficiente negativo e significativo (p-valor $\leq 0,05$). Então, o efeito da

concentração acionária sobre o desempenho das aquisições é positivo, mas se torna negativo quando há uma densidade de aquisições no setor da adquirente.

A interação entre a variável estrutura de propriedade e auditoria externa que representa a contratação de consultoria específica para a aquisição corporativa, apresentada na Tabela 7, é positiva e significativa ($p\text{-valor} \leq 0,01$). Logo, a presença de estrutura de propriedade concentrada aliada a contratação de consultoria específica para a aquisição está associada a melhor desempenho da adquirente.

A variável que representa as agências de classificação não se apresentou significativa sobre o desempenho das aquisições, conforme os resultados apresentados na Tabela 6. Todavia, na Tabela 7, após a inserção de sua interação com a estrutura de propriedade concentrada, essa variável tornou-se significativa ($p\text{-valor} \leq 0,05$). Portanto, a concentração acionária associada a melhores pontuações no índice ESG apresenta efeito positivo e significativo sobre o desempenho das aquisições. A Figura 4 apresenta o resumo das decisões para cada hipótese de pesquisa, conforme os resultados encontrados.

Hipóteses	Decisão
<i>Hipótese 1: a adoção de uma política de experiência para os membros que compõem o conselho de administração influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente.</i>	Rejeita
<i>Hipótese 2: a presença de estrutura de propriedade concentrada, três maiores acionistas controlador, com direito à voto, influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente.</i>	Aceita
<i>Hipótese 3: a adoção de política de remuneração gerencial influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente.</i>	Rejeita
<i>Hipótese 4: a presença de um mercado de controle corporativo ativo, por setor, influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente.</i>	Aceita
<i>Hipótese 5: a contratação de consultoria externa na operação de aquisição influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente.</i>	Aceita
<i>Hipótese 6: a pontuação do índice ESG influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente.</i>	Rejeita
<i>Hipótese 7: a presença de investidores institucionais na propriedade influencia positivamente o desempenho da empresa adquirente.</i>	Aceita
<i>Hipótese 8: A interação dos mecanismos internos e externos da governança corporativa influenciam positivamente o desempenho de aquisições.</i>	Aceita

Nota. Fonte: Elaboração própria (2021).

Figura 4: Resumo dos Resultados das Hipóteses da Pesquisa.

Portanto, das três hipóteses levantadas para os mecanismos internos, uma hipótese foi aceita, para os mecanismos externos supôs-se quatro hipóteses, sendo que, três delas foram aceitas e a hipótese da interação entre os mecanismos internos e externos da governança corporativa também foi aceita.

5.4 Discussão

Este estudo tem por objetivo principal a análise da influência dos mecanismos internos (história de aprendizagem) e mecanismos externos (ambiente) da governança corporativa no desempenho das aquisições corporativas realizadas por empresas americanas de capital aberto. Identificou-se que a estrutura de propriedade com concentração acionária, a presença de um mercado de controle corporativo ativo, a contratação de consultoria externa, especificamente, para a operação de aquisição e a presença de investidores institucionais na propriedade tem potencial influência positiva no desempenho de empresas adquirentes.

Considerando a significância e os coeficientes de associação, a Hipótese 1 foi rejeitada. Diferente dos achados de Kroll *et al.*, (2008) com associação positiva da experiência dos membros dos conselhos de administração e o desempenho da empresa adquirente, encontrou-se uma associação insignificante entre a variável conselho de administração, estimada pela presença de política de experiência dos membros do conselho e o desempenho da adquirente (CAR). Uma explicação para este resultado pode ser a utilização da métrica empregada neste estudo, que foi estimado, através de uma variável *dummy*, relativo à presença ou não de uma política de experiência dos membros do conselho, diferentemente de Kroll *et al.*, 2008 que estimou a experiência dos membros do conselho em aquisições anteriores.

Os resultados obtidos demonstram que dentre os mecanismos internos, representativos da história de aprendizagem das organizações, o mecanismo estrutura de propriedade, especificamente, a concentração acionária, tem associação positiva com o desempenho das adquirentes. Acionistas majoritários exercem maiores direitos de controle, pois quando os votos estão concentrados, em uma grande participação acionária, tornam-se extremamente valiosos, já que os detentores dos votos concentrados influenciam as decisões corporativas (Shleifer & Vishny, 1997). Consistente com a literatura, a Hipótese 2 foi aceita, os achados deste estudo evidenciam que em estruturas de propriedade com concentração acionária, entre os três maiores acionistas, há uma influência positiva de 7% no desempenho das adquirentes.

Consoante com os achados de Datta *et al.* (2001) esperava-se uma associação positiva entre a estrutura de remuneração dos gerentes da empresa adquirente e uma resposta ao preço das ações, contudo a Hipótese 3 foi rejeitada. No modelo estimado, não foi encontrada uma associação significativa entre a adoção de política de remuneração gerencial e o desempenho da adquirente. Uma possível explicação para este resultado pode ser a adoção do CAR [-3, +3], que neste caso, pode ser uma métrica insuficiente para capturar os efeitos do aumento da remuneração após o anúncio de aquisições.

Consistente com Dalton *et al.*, 2007, a Hipótese 4 foi levantada com o objetivo de verificar o impacto da densidade do mercado de controle corporativo no desempenho de adquirentes. A Hipótese 4 foi aceita, a um nível de 99% de confiança, encontrou-se associação positiva, porém baixa, de 0,01% entre a densidade do mercado de controle corporativo (MCC) e o desempenho de adquirentes. Este resultado reforça a influência que o ambiente externo em que organizações estão inseridas exerce sobre o ambiente organizacional.

Ao considerar a maior probabilidade de receber opiniões de interesse comum, conforme Song *et al.*, 2013, estimou-se a associação entre a contratação de consultoria na operação de aquisição e o desempenho da empresa adquirente. Conforme os achados, com 99% de confiança, encontrou-se uma associação positiva, de 12,8% entre a presença de uma consultoria externa exclusiva para a operação de aquisição e o desempenho da adquirente, então a Hipótese 5 foi aceita.

Consistente com os achados de Yoon *et al.* (2018) esperava-se que o índice ESG total afetaria positivamente o preço das ações de uma empresa, especificamente, em torno do anúncio de aquisições. Contudo, a Hipótese 6 foi rejeitada, pois não foi encontrado significância, no modelo estimado, entre o produto das agências de classificação, estimado pelo índice ESG, e o desempenho de adquirentes.

Ao analisar a presença de investidores institucionais na propriedade e o desempenho das adquirentes, encontrou-se, associação positiva, com 99% de confiança, mas baixa, de 4%. Então, a Hipótese 7 foi aceita, conforme Becht *et al.* (2010) espera-se que o ativismo das partes interessadas, neste caso, com a participação na propriedade de adquirentes exerce uma influência na decisão de estratégias que gerem valor, neste caso, em operações de aquisição.

A oitava hipótese desta pesquisa afirma que a interação entre os mecanismos internos e externos da governança corporativa influenciam positivamente o desempenho das aquisições. Esta hipótese foi sustentada, algumas interações apresentaram resultados significativos. A interação entre adquirentes com a presença de política de experiência para os membros do conselho de administração em aquisições e a contratação de consultoria externa, específica para a operação de aquisição, apresentou efeito positivo e significativo de 0,2% sobre o desempenho das adquirentes.

Para a interação entre as adquirentes com estrutura de propriedade concentrada e a presença de mercado de controle corporativo ativo, ou seja, com densidade de aquisições no setor, apresentou efeito negativo, mas significativo, de -0,1% no desempenho de adquirentes. Logo, a medida em que há presença de estrutura de propriedade concentrada e há aumento na densidade do setor de aquisições, há uma influência negativa no desempenho de adquirentes.

Quanto a interação entre as adquirentes que apresentam estrutura de propriedade com concentração acionária e uma melhor pontuação no índice ESG apresentou um efeito positivo e significativo de 0,3% sobre o desempenho das aquisições. Portanto, adquirentes com melhores pontuações ESG e concentração acionária influenciam positivamente o desempenho de adquirentes.

Portanto, este estudo encontrou associações significativas entre os mecanismos internos (história de aprendizagem) e mecanismos externos (ambiente) da governança corporativa como fatores preditivos para o bom desempenho das adquirentes, em torno do anúncio da aquisição. Na interação entre os mecanismos da governança corporativa encontrou-se resultados tanto preditores de bom desempenho quanto de efeito negativo sobre o desempenho.

Este estudo contribui com a teoria por estender a literatura tanto de aquisições quanto de governança ao fazer uma análise tanto da influência dos mecanismos internos, quanto dos mecanismos externos da governança corporativa, além da interação entre si, no desempenho de aquisições. Quanto a contribuição prática, este estudo identifica os mecanismos que podem ser melhor explorados por organizações que visam realizar aquisições bem sucedidas, criadoras de valor, em virtude da obtenção de melhor desempenho. De modo geral, os resultados deste estudo contribuem com a identificação dos mecanismos da governança corporativa de empresas que são mais propensas a construir valor em investimentos estratégicos em operações de aquisições, o que pode ser explorado tanto pela gestão quanto pelas partes interessadas.

6 CONSIDERAÇÕES

Este estudo foi realizado com o objetivo de analisar como os mecanismos internos (história de aprendizagem da firma) e os mecanismos externos (ambiente) da governança corporativa influenciam o desempenho das aquisições corporativas de empresas americanas de capital aberto. Sob a perspectiva da teoria comportamental da firma, o estudo foi operacionalizado com dados secundários, organizados em painel, para aquisições realizadas por empresas americanas de capital aberto, no período de 2009 a 2019, estimado através do modelo de regressão dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Das três hipóteses levantadas para os mecanismos internos, uma hipótese foi aceita, para os mecanismos externos supôs-se quatro hipóteses, sendo que, três delas foram sustentadas, além da identificação de interações entre os mecanismos da governança corporativa que comprovaram a oitava hipótese da pesquisa.

Os mecanismos internos são organizados e estruturados dentro da organização, representativos de sua história de aprendizagem, projetados para convergir os interesses entre a propriedade e a gestão ao longo da perpetuidade das empresas, quando bem implementados resultam em um melhor desempenho financeiro. Neste estudo encontrou-se que estruturas de propriedade com concentração acionária, entre os três maiores investidores, dentre os mecanismos internos da governança corporativa, exercendo influência positiva no desempenho das adquirentes. Quando há grandes detentores de blocos acionistas presentes na estrutura da propriedade de organizações, há potencial 7% de influência positiva no desempenho das aquisições.

Os mecanismos externos ocorrem fora do núcleo da organização, no cenário ou ambiente externo, são definidos por variáveis exógenas a organização, mas capazes de impactar diretamente as organizações. Dentre as quatro suposições levantadas quanto a influência positiva dos mecanismos externos da governança corporativa no desempenho de adquirentes, encontrou-se três resultados positivos, sinalizadores dessa associação.

A contratação de consultoria na operação de aquisição apresentou o maior poder de influência positiva no desempenho de adquirentes, 12,8%. Embora a contratação de consultoria (*advisors*), especificamente para a transação de aquisição, é uma movimentação que emana de dentro da organização, e que não, necessariamente, todas as adquirentes optam por esse tipo de consultoria, no entanto, o produto gerado pela consultoria pode ser muito útil por contribuir com clima de confiança no mercado de aquisições e resultar em operações mais propensas a obter bom desempenho. Através deste estudo foi possível identificar que adquirentes que

contratam consultores externos ao realizar aquisições estão mais propensas a obter um melhor desempenho na operação.

Quanto a presença de investidores institucionais na propriedade, encontrou-se 4% de influência positiva no desempenho de empresas, em torno do evento de aquisição. Portanto, a participação de investidores institucionais na propriedade pode sinalizar a presença de ativismo atuante nas decisões estratégicas da organização, no caso aquisições, mais propensas obter desempenho positivo ou que gerem valor.

O mercado de controle corporativo, especificamente, a densidade do setor de aquisições, estimada pela soma cumulativa de todas as aquisições realizadas por empresas do mesmo setor tem poder de 0,01% sobre o desempenho em torno do anúncio de aquisição. Este resultado, mesmo que de baixo impacto, sugere que aquisições realizadas em setores de mercado com controle corporativo efetivo estão mais propensas a obter melhor desempenho.

Este estudo apresentou limitações devido a não coleta de mais variáveis para cada um dos mecanismos de governança corporativa, visto que o emprego de outras variáveis poderia gerar outros achados. Outra limitação decorre da adoção de apenas uma variável para cada um dos mecanismos da governança corporativa, pois o emprego de mais variáveis para cada mecanismos poderia potencializar a relevância dos achados e ampliar as análises.

Sugere-se que estudos futuros contemplem outras variáveis, sobretudo para os mecanismos internos de governança corporativa, especificamente, para o mecanismo conselho de administração, como a diversidade dos membros do conselho, para o mecanismo incentivo gerencial, sugere-se o emprego de métricas que estimem a adoção de remuneração gerencial baseada em incentivos. Quanto ao mecanismo externo de governança corporativa, sugere-se o estudo da influência da mídia no desempenho das aquisições, não abordado neste estudo.

7 REFERÊNCIAS

- Agrawal, A., & Jaffe, J. F. (2000). The Post-Merger Performance Puzzle. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 1, 7-41.
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2010). Comparative and International Corporate Governance. *The Academy of Management Annals*, 4(1), 485-556.
- Aguilera, R. V., Desender, K., Bednar, M. K., & Lee, J. H. (2015). Connecting the Dots: Bringing External Corporate Governance into the Corporate Governance Puzzle. *The Academy of Management Annals*, 9(1), 483-573.
- Akinwande, M. O., Dikko, H. G., & Samson, A. (2015). Variance Inflation Factor: As a Condition for the Inclusion of Suppressor Variable(s) in Regression Analysis. *Open Journal of Statistics*, 5, 754-767.
- Albuquerque, R., Brandão-Marques, L., Ferreira, M. A., & Matos, P. (2019). International Corporate Governance Spillovers: Evidence from Cross-Border Mergers and Acquisitions. *Review of Financial Studies*, 32(2), 738-770.
- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103.
- Anderson, C. W., Becher, D. A., & Campbell, T. L. (2004). Bank mergers, the market for bank CEOs, and managerial incentives. *Journal of Financial Intermediation*, 13(1), 6-27.
- Argote, L., & Greve, H. R. (2007). A Behavioral Theory of the Firm —40 Years and Counting: Introduction and Impact. *Organization Science*, 18(3), 337-349.
- Astivia, O. L., & Zumbo, B. D. (2019). Heteroskedasticity in Multiple Regression Analysis: What it is, How to Detect it and How to Solve it with Applications in R and SPSS. *Practical Assessment, Research, and Evaluation*, 24.
- Augier, M., & March, J. G. (2008). A retrospective look at A Behavioral Theory of the Firm. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 66, 1-6.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2005). Pay Without Performance: Overview of the Issues. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(4), 8-23.
- Bebchuk, L. A., & Weisbach, M. S. (2010). The State of Corporate Governance Research. *The Review of Financial Studies*, 23(3), 939-961.
- Becht, M., Franks, J., & Grant, J. (2010). Hedge Fund Activism in Europe. *European Corporate Governance Institute*(283).
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan Co.

- Billett, M. T., King, T.-H. D., & Mauer, D. C. (2004). Bondholder Wealth Effects in Mergers and Acquisitions: New Evidence from the 1980s and 1990s. *The Journal of the American Finance Association*, 59(1), 107-135.
- Borochin, P., & Cu, W. (2018). Alternative Corporate Governance: Domestic Media Coverage of Mergers and Acquisitions in China. *Journal of Banking and Finance*, 87, 1-25.
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., & Thomas, R. (2008). Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance. *The Journal of Finance*, 63(4), 1729-1775.
- Bris, A., Brisley, N., & Cabolis, C. (2008). Adopting better corporate governance: Evidence from cross-border mergers. *Journal of Corporate Finance*, 14, 224-240.
- Capron, L., & Pistre, N. (2002). When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*, 23(9), 781-794.
- Carpenter, M. A., & Westphal, J. D. (2001). The Strategic Context of External Network Ties: Examining the Impact of Director Appointments on Board Involvement in Strategic Decision Making. *Academy of Management journal*, 44(4).
- Cartwright, S., & Schoenberg, R. (2006). Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities. *British Journal of Management*, 17(S1), S1-S5.
- Charreaux, G. (2000). Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance. *Université de Bourgogne*.
- Chemmanur, T., Ertugrul, M., & Krishnan, K. (2019). Is it the Investment Bank or the Investment Banker? A Study of the Role of Investment Banker Human Capital in Acquisitions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(2), 587-627.
- Chui, B. S. (2011). A Risk Management Model for Merger and Acquisition. *International Journal of Engineering Business Management*, 3(2), 37-44.
- Chung, K., & Pruitt, S. (1994). A Simple Approximation of Tobin's q. *Financial Manage*, 23(3), 70-74.
- Coffee, J. C., & Jr, J. C. (2006). *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford University Press.
- Conyon, M. J. (2006). Executive Compensation and Incentives. *Academy of Management Perspectives*, 20(1).
- Cooper, M. J., Gulen, H., & Rau, P. R. (2013). Performance for pay? The relation between CEO incentive compensation and future stock.

- Cortés, L. M., Durán, I. A., Gaitán, S., & Vasco, M. (2017). Mergers and Acquisitions in Latin America: Industrial Productivity and Corporate Governance. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(10), 2179-2198.
- Cowen, A. P., & Marcel, J. J. (2011). Damaged Goods: Board Decisions to Dismiss Reputationally Compromised Directors. *Academy of Management Journal*, 54(3).
- Cyert, R., & March, J. (1963). *A Behavioral Theory of the Firma*. Prentice Hall/Pearson Education.
- Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, S. T., & Dalton, C. M. (2007). The fundamental agency problem and its mitigation: Independence, equity, and the market for corporate control. *Academy of Management Annals*, 1(1).
- Daoud, J. I. (2017). Multicollinearity and Regression Analysis. *IOP Conf. Series: Journal of Physics: Conf. Series*, 949.
- Das, A., & Kapil, S. (2012). Explaining M&A performance: a review of empirical research. *Journal of Strategy and Management*, 5(3), 284-330.
- Datta, S., Iskandar-Datta, M., & Raman, K. (2001). Executive Compensation and Corporate Acquisition Decisions. *The Journal of Finance*, 56(6), 2299-2336.
- Demb, A., & Neubauer, F. F. (1992). The Corporate Board: Confronting the Paradoxes. *Long Range Planning*, 25(3), 9-20.
- DePamphilis, D. M. (2019). *Mergers, Acquisitions, And Other Restructuring Activities: An Integrated Approach To Process, Tools, Cases, And Solutions*. (Vol. Tenth Edition). London, United Kingdom: Academic Press.
- Desender, K. A., Aguilera, R. V., Crespi, R., & García-cestona, M. (2013). When does ownership matter? Board characteristics and behavior. *Strategic Management Journal*, 34(7), 823-842.
- Drobetza, W., & Momtaz, P. P. (2020). Corporate governance convergence in the European M&A market. *Finance Research Letters*, 32.
- Ees, H. V., Gabriellson, J., & Huse, M. (2009). Toward a Behavioral Theory of Boards and Corporate Governance. *Corporate Governance An International Review*, 17(3), 307-319.
- Ertugrul, M., & Hegde, S. (2009). Corporate Governance Ratings and Firm Performance. *Financial Management*, 139-160.
- Fama, E. F. (1980). Banking in the theory of finance. *Journal of Monetary Economics*, 6(1), 39-57.

- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Foxall, G. R. (2016). Operant Behavioral Economics. *Managerial and Decision Economics*, 37(4-5), 215-223.
- Freeman, R. E., & Mcvea, J. F. (2001). A Stakeholder Approach to Strategic Management. *Business Management*.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233.
- Frydman, C., & Jenter, D. (2010). CEO Compensation. *Annual Review of Financial Economics*, 2, 75-102.
- Gao, W., Huang, Z., & Yang, P. (2019). Political connections, corporate governance and M&A performance: Evidence from Chinese family firms. *Research in International Business and Finance*, 50, 38-53.
- Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (Vol. 5th ed.). New York: Wiley.
- Gavetti, G., Greve, H. H., Levinthal, D. A., & Ocasio, W. (2012). The Behavioral Theory of the Firm: Assessment and Prospects. *The Academy of Management Annals*, 6(1), 1-40.
- Ghosh, S., & Dutta, S. (2018). M&A Deals and Corporate Governance Framework: A Study in Indian Telecom Sector. *International Journal of Asian Business and Information Management*, 9(2), 29-39.
- Gillan, S. L., Hartzell, J. C., Koch, A., & Starks, L. T. (2010). Firms' environmental, social and governance (ESG) choices, performance and managerial motivation. *Unpublished working paper*.
- Goranova, M. L., Priem, R. L., Ndofor, H. A., & Trahms, C. A. (2017). Is There a 'Dark Side' to Monitoring? Board and Shareholder Monitoring Effects on M&A Performance Extremeness. *Strategic Management Journal*, 38(11), 2285-2297.
- Greve, H. R. (2003). A Behavioral Theory of R&D Expenditures and Innovations: Evidence from Shipbuilding. *The Academy of Management Journal*, 46(6), 685-702.
- Grinstein, Y., & Hribar, P. (2004). CEO compensation and incentives: evidence from M&A bonuses. *Journal of Financial Economics*, 73(1), 119-143.
- Gulati, R., & Westphal, J. D. (1999). Cooperative or Controlling? The Effects of CEO-Board Relations and the Content of Interlocks on the Formation of Joint Ventures. *Administrative Science Quarterly*, 44(3), 473-506.

- Haleblian, J. J., & Kim, J.-Y. J. (2006). The Influence of Acquisition Experience and Performance on Acquisition Behavior: Evidence from the U.S. Commercial Bankin Industry. *Academy of Management Journal*, 49(2), 357-370.
- Haleblian, J., Devers, C. E., McNamara, G., Carpenter, M. A., & Davison, R. B. (2009). Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 35(3), 469-502.
- Haleblian, J., Mcnamara, G., Devers, C. E., & Carpenter, M. A. (2008). Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 35(3), 469-502.
- Hall, B. J., & Murphy, K. J. (2003). The Trouble with Stock Options. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 49-70.
- Halpern, P. (1983). Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions. *The Journal of Finance*, 38(2), 297-317.
- Hay, D., Knechel, R., & Li, V. (2006). Non-audit Services and Auditor Independence: New Zealand Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(5-6), 715-734.
- Huse, M. (2005). Accountability and Creating Accountability: a Framework for Exploring Behavioural Perspectives of Corporate Governance. *British Journal of Management*, 16(S1), S65-S79.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Judge, W. Q., Gaur, A., & Muller-Kahle, M. I. (2010). Antecedents of Shareholder Activism in Target Firms: Evidence from a Multi-Country Study. *Corporate Governance An International Review*, 18(4), 258-273.
- Kaplan, S., & Weisbach, M. (1992). The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures. *Journal of Finance*, 47(1), 107-38.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *Amercian Accounting Association*, 91(6), 1697-1724.
- King, B. G., & Pearce, N. A. (2010). The Contentiousness of Markets: Politics, Social Movements, and Institutional Change in Markets. *Annual Review of Sociology*, 36, 249-267.
- Kroll, M., Walters, B. A., & Wright, P. (2008). Board vigilance, director experience, and corporate outcomes. *Strategic Management Journal*, 29(4), 363-382.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1998). Corporate Ownership Around the World. *Harvard University*.

- Lee, M.-D. P., & Lounsbury, M. (2011). Domesticating Radical Rant and Rage: An Exploration of the Consequences of Environmental Shareholder Resolutions on Corporate Environmental Performance. *Business & Society*, 50(1).
- Lennox, C., & Pittman, J. (2010). Auditing the auditors: Evidence on the recent reforms to the external monitoring of audit firms. *Journal of Accounting and Economics*, 49(1-2), 84-103.
- Levinthal, D. A., & March, J. G. (1993). The myopia of learning. *Strategic Management Journal*, 14(S2), 95-112.
- Levitt, B., & March, J. G. (1988). Organizational Learning. *Annual Review of Sociology*, 14, 319-338.
- Lyu, H., & Wang, W. (2020). Individual financial advisor's reputation concern and M&A performance: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 60.
- Malik, M. F., Anuar, M. A., Khan, S., & Khan, F. (2014). Mergers and Acquisitions: A Conceptual Review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4(2), 520-533.
- March, J. G., & Simon, H. A. (1958). Organizations. *University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship*.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). Spillover of Corporate Governance Standards in Cross-Border Mergers and Acquisitions. *CentER Discussion Paper*, 18.
- McNulty, T., & Pettigrew, A. (1999). Strategists on the board. *Organization Studies*, 20(1).
- Miller, D. (1993). Some Organizational Consequences of Ceo Succession. *Academy of Management Journal*, 3.
- Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Gonçalves, L. M. (2018). The Value Relevance of Environmental, Social, and Governance Performance: The Brazilian Case. *Sustainability*, 10(3).
- Murphy, K. J. (2012). Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There. *Handbook of the Economics of Finance*, 2.
- Nawrocki, D., & Carter, W. (2010). Industry competitiveness using Herfindahl and entropy concentration indices with firm market capitalization data. *Applied Economics*, 42(22), 2855-2863.
- Nelson, R. R., & Winter, S. G. (1982). The Schumpeterian Tradeoff Revisited. *The American Economic Review*, 72(1), 114-132.

- Ocasio, W., & Joseph, J. (2005). An Attention-Based Theory of Strategy Formulation: Linking Micro- and Macroperspectives in Strategy Processes. *Advances in Strategic Management*, 22, 39-61.
- Pimenta, D. P. (2016). História de aprendizagem e seus contextos: uma análise comportamental das aquisições corporativas . *Tese (Doutorado em Administração) - Universidade de Brasília*.
- Pimenta, D. P., & Porto, R. B. (2018). Por que as empresas realizam aquisições com frequência? *Revista de Contabilidade e Organizações*, 12.
- Razali, N. M., & Wah, Y. B. (2011). Power comparisons of Shapiro-Wilk, Kolmogorov-Smirnov, Lilliefors and Anderson-Darling tests. *Journal of Statistical Modeling and Analytics*, 2(1), 21-33.
- Rosen, R. J. (2005). Betcha Can't Acquire Just One: Merger Programs and Compensation. *Working Paper Federal Reserve Bank Chicago*, 22, 38.
- Rudden, J. (14 de Agosto de 2020). Fonte: Statista: <https://www.statista.com/statistics/914665/number-of-ma-deals-usa/>
- Sampieri, R. H., Collado, C. F., & Lucio, M. d. (2013). *Metodologia de Pesquisa* (5ª Edição ed.). Porto Alegre: Penso.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Singh, H., & Montgomery, C. A. (1987). Corporate acquisition strategies and economic performance. *Strategic Management Journal*, 8(4), 377-386.
- Sjöström, E. (2008). Shareholder activism for corporate social responsibility: what do we know? *Sustainable Development*, 16(3), 141-154.
- Skinner, B. F. (1963). Operant behavior. *American Psychologist*, 18(8), 503–515.
- Skinner, B. F. (1965). *Science and human behavior*. Simon and Schuster.
- Song, W., Wei, J., & Zhou, L. (2013). The value of “boutique” financial advisors in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 20, 94-114.
- Surbhi, & Vij, S. (2018). The Interface of Corporate Governance with M&A: Research Themes. *The IUP Journal of Business Strategy*, XV(3), 19-38.
- Tampakoudis, I., Nerantzidis, M., Soubeniotis, D., & Soutsas, A. (2018). The effect of corporate governance mechanisms on European Mergers and Acquisitions. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(5), 965-986.

- Teti, E., Dell'Acqua, A., Etro, L., & Volpe, M. (2017). The impact of board independency, CEO duality and CEO fixed compensation on M&A performance. *Corporate Governance*, 17(5), 947-971.
- Vizcaíno-González, M., & Navío-Marco, J. (2018). Influence of shareholders' support over mergers and acquisitions in US banks. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 31(1), 228-239.
- Walsh, J. P., & Seward, J. K. (1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *The Academy of Management Review*, 15(3), 421-458.
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (2013). A Behavioral Theory of Corporate Governance: Explicating the Mechanisms of Socially Situated and Socially Constituted Agency. *Management and Organizations*, 7(1), 607-661.
- Williams, M. A., Michael, T. B., & Waller, E. R. (2008). Managerial incentives and acquisitions: a survey of the literature. *Managerial Finance*, 34(5), 328-341.
- Yaghoubi, R., Yaghoubi, M., Locke, S., & Gibb, J. (2016). Mergers and acquisitions: a review. Part 1. *Studies in Economics and Finance*, 33(1), 147-188.
- Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG Performance Enhance Firm Value? Evidence from Korea. *Sustainability*, 10(3635).
- Zhang, W., Wang, K., Li, L., Chen, Y., & Wang, X. (2018). The impact of firms' mergers and acquisitions on their performance in emerging economies. *Technological Forecasting & Social Change*, 135, 208-216.
- Zhao, Y., & Pascual, J. L. (2018). Correlation Studies on Corporate Governance, Financial Structure, and Merger and Acquisition Premium in Ecological Enterprises. *Ekoloji*, 27(106), 17-23.
- Zollo, M., & Meier, D. (2008). What Is M&A Performance. *Academy of Management Perspectives*, 22(3), 55-77.
- Zollo, M., & Singh, H. (2004). Deliberate Learning in Corporate Acquisitions: Post-Acquisition Strategies and Integration Capability in U.S. Bank Mergers. *Strategic Management Journal*, 25(13), 1233-1256.