

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

RAFAEL MANOEL DE OLIVEIRA

EMPRESAS FAMILIARES X NÃO FAMILIARES: IMPACTOS DAS
AQUISIÇÕES CORPORATIVAS NO DESEMPENHO DA EMPRESA E
NA REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS

Goiânia – GO
2018

**TERMO DE CIÊNCIA E DE AUTORIZAÇÃO 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 nº 9610/98, 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.

1. Identificação do material bibliográfico: **Dissertação** **Tese**

2. Identificação da Tese ou Dissertação:

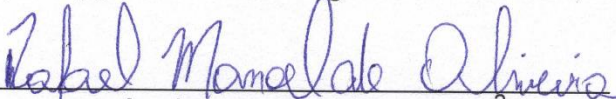
Nome completo do autor: Rafael Manoel de Oliveira

Título do trabalho: EMPRESAS FAMILIARES X NÃO FAMILIARES: IMPACTOS DAS AQUISIÇÕES CORPORATIVAS NO DESEMPENHO DA EMPRESA E NA REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS


3. Informações de acesso ao documento:

Concorda com a liberação total do documento **SIM** **NÃO**¹

Havendo concordância com a disponibilização eletrônica, torna-se imprescindível o envio do(s) arquivo(s) em formato digital PDF da tese ou dissertação.


Assinatura do(a) autor(a)²

Ciente e de acordo:


Assinatura do(a) orientador(a)²
Matrícula SIAPE: 1805912
Coordenadora do Curso de Administração
Universidade Federal de Goiás

Data: 13 / 04 / 2018

¹ Neste caso o documento será embargado por até um ano a partir da data de defesa. A extensão deste prazo suscita justificativa junto à coordenação do curso. Os dados do documento não serão disponibilizados 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.

² A assinatura deve ser escaneada.

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

RAFAEL MANOEL DE OLIVEIRA

EMPRESAS FAMILIARES X NÃO FAMILIARES: IMPACTOS DAS
AQUISIÇÕES CORPORATIVAS NO DESEMPENHO DA EMPRESA E
NA REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Goiás para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa: Controladoria e Finanças

Orientadora: Profa. Dra. Daiana Pimenta

Goiânia – GO
2018

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do

Oliveira, Rafael Manoel

AQUISIÇÕES CORPORATIVAS: EMPRESAS FAMILIARES X
NÃO FAMILIARES: IMPACTOS DAS AQUISIÇÕES
CORPORATIVAS NO DESEMPENHO DA EMPRESA E NA
REMUNERAÇÃO DOS EXECUTIVOS / Rafael Manoel de Oliveira. –
Goiânia, 2018.

59 f.

Orientadora: Profa. Dra. Daiana Pimenta

Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Goiás, Programa
de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Goiânia, 2018.

Bibliografia. Apêndice.

Inclui siglas, abreviaturas, gráficos, tabelas, lista de figuras, lista
de tabelas.

1. Aquisições Corporativas. 2. Fusões e Aquisições. 3.
Remuneração de Executivos. 4. Empresas Familiares. I. Universidade
Federal de Goiás. Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e
Ciências Econômicas. II. Título.

CDU 657

Programa de Geração Automática do Sistema de Bibliotecas da UFG.



ATA DE DEFESA PÚBLICA DE DISSERTAÇÃO

No dia 27 de março de 2018, no horário de 16:30 horas às 18:40 horas, foi realizada, em sessão pública na sala 2109 da FACE, a defesa da dissertação *Empresas familiares X Não familiares: impactos das aquisições corporativas no desempenho da empresa e na remuneração dos executivos*, de autoria do discente Rafael Manoel de Oliveira, do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - PPGCC da Universidade Federal de Goiás. A Comissão Examinadora, constituída pela Professora Daiana Paula Pimenta, da Universidade Federal de Goiás (UFG/PPGCC/Membro Interno/Orientadora), Professor Moisés Ferreira da Cunha, da Universidade Federal de Goiás (UFG/PPGCC/Membro Interno/Examinador) e pelo Professor Rafael Barreiros Porto, da Universidade de Brasília (UnB/Membro Externo/Examinador), emitiu o seguinte parecer/recomendações:

Resultado Final:

Aprovado

Reprovado

Recomendações:

Eu, Daiana Paula Pimenta, orientadora do discente, lavrei a presente Ata, que segue assinada por mim e pelos demais membros da Comissão Examinadora.

Profa. Dra. Daiana Paula Pimenta (Orientadora/Presidente/PPGCC/UFG)

Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha (Examinador Interno/PPGCC/UFG)

Prof. Dr. Rafael Barreiros Porto (Examinador/Membro Externo/UnB)

Goiânia, 27/03/2018.

A minha família, pela compreensão e apoio incondicional na realização deste trabalho.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, a minha família por ser a base de tudo. A minha mãe, Lúcia, e minha vó, Almerinda, por terem me ensinado os valores e princípios que me norteiam, além de terem dado todo apoio e condições para que eu pudesse chegar até aqui. À Luana, por ser uma verdadeira irmã “muito mais velha”, que fez (e faz) muito além das atribuições de uma irmã. A meu irmão Renan, meu companheiro de vida, que, mesmo muitas vezes longe, consegue estar sempre perto; meu exemplo.

À Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas, que foi minha “segunda casa” durante todo meu período acadêmico, e, em principal, aos professores, dos quais muitos levarei como exemplos de pessoas e de profissionais por toda a vida.

A minha orientadora, profa. Daiana Pimenta, pela SEMPRE disponibilidade em ajudar, além da sensibilidade em utilizar as palavras certas nas horas certas. Sua figura tornou-se indissociável a minha trajetória acadêmica e pessoal, não só pelos trabalhos realizados, mas também pelos exemplos e pelas influências que levarei.

Aos membros da banca, professores Rafael Porto e Moisés Cunha, pelas valiosas contribuições.

A meus colegas do mestrado, pelas discussões dentro e fora da sala de aula, tendo sido muito importantes para meu crescimento acadêmico. Destaco especialmente Marília e Igor, companheiros de congressos e de inúmeros debates e comentários aleatórios, verdadeiros amigos, e Cléber, pessoa de caráter singular.

A meus amigos extraUFG, agradeço pelas incontáveis vezes que vocês me impediram de estudar: Yann, Saulo, Lucas e Rasan, vocês garantiram o descanso e a continuação de minha saúde mental.

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), por apoiar-me financeiramente, tornando este trabalho possível.

Por fim, agradeço às inúmeras pessoas que não citei e fazem parte de minha história. Este trabalho também reflete um pouco de cada um de vocês.

*“A vida é um barco
Você tá no leme
Seu sonho é o destino
Se faltar motor, reme! ”*

Hugo Novaes

Resumo

Este estudo buscou verificar se as aquisições realizadas por empresas familiares geram melhor desempenho do que aquelas realizadas por empresas não familiares, e se existe diferença entre a remuneração pós-aquisição de executivos de empresas familiares e de executivos de empresas não familiares de companhias brasileiras listadas na B3, no período de 2009 a 2016. A pesquisa se suporta principalmente nas relações de agência e no alinhamento de interesses entre o principal e o agente, estudados pela Teoria da Agência. Os dados foram coletados por meio da Thomson Reuters Ikon e pelo formulário de referência das empresas. As empresas foram classificadas como familiares ou não familiares por meio das abordagens de componente de envolvimento e abordagem essencial. Para cumprir os objetivos, foram estimadas três regressões múltiplas: duas referentes ao desempenho de aquisições, com dados empilhados e amostra de 244 aquisições (86 empresas), e uma referente à remuneração dos executivos, com uma amostra de 96 empresas, com dados em painel não balanceado. Os resultados indicaram que: i) as empresas brasileiras familiares tendem a ter desempenho superior com eventos de aquisições corporativas em relação às não familiares; e ii) as aquisições corporativas têm um maior impacto positivo na remuneração total dos executivos de empresas não familiares do que na de empresas familiares. Os resultados são consistentes com a Teoria da Agência, que diz que distanciamento entre a propriedade e o controle gera conflitos de agência e oferece maiores oportunidades de expropriação por parte dos gestores.

Palavras-chave: Aquisições corporativas; Fusões e aquisições; Remuneração de executivos; Empresas familiares.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	14
1.1. Contextualização e problema de pesquisa	14
1.2. Justificativa	16
1.3. Contribuições esperadas	16
1.4. Estrutura do trabalho	17
2. REFERENCIAL TEÓRICO	18
2.1. Aquisições corporativas	18
2.2. Teoria da Agência e estrutura de controle	19
2.2.1. Desempenho das aquisições corporativas	22
2.2.2. Aquisições corporativas e remuneração dos executivos	24
3. METODOLOGIA	27
3.1. Amostra e coleta de dados	27
3.2. Hipótese 1 – variáveis em estudo e respectivas formulações	28
3.2.1. Variável dependente	28
3.2.2. Variável explicativa	30
3.2.2.1. Classificação de empresas familiares	31
3.1.2. Variáveis de controle	32
3.1.3. Modelagem econométrica	34
3.2. Hipótese 2 – Variáveis em estudo e respectivas formulações	36
3.3.1. Variável explicada	36
3.2.2. Variáveis explicativas	36
3.2.3. Variáveis de controle	37
3.2.4. Modelagem econométrica	39
4. RESULTADOS	42
4.1. Resultados: hipótese 1	42
4.1.1. Estatística descritiva	42
4.1.2. Análise univariada	43
4.1.3. Análise multivariada	44
4.2. Resultados: hipótese 2	46
4.2.1. Estatística descritiva	46
4.2.2. Análise multivariada	47
4.3. Discussão	49
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	52
6. REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO	54

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Classificação de empresas como familiares	31
Quadro 2 - Variáveis da hipótese 2 e respectivas formulações	33
Quadro 3 - Variáveis da hipótese 2 e respectivas formulações	38

LISTA DE TABELAS

Tabela 2 – Adequação do modelo da hipótese	40
Tabela 3 – Resultados do teste de multicolinearidade.....	41
Tabela 4 – Análise descritiva das variáveis da hipótese 1 (exceto variáveis dummy).....	42
Tabela 5 – Resultados do T-Student.....	43
Tabela 6 – Resultados da regressão da H1	44
Tabela 7 – Análise descritiva das variáveis da hipótese 2.....	46
Tabela 8 – Resultados da regressão da H2	47

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Representação gráfica do modelo CAR	30
--	----

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contextualização e problema de pesquisa

As aquisições corporativas são uma importante estratégia empresarial, muitas vezes utilizadas como mecanismo externo de alinhamento entre os interesses dos administradores e dos *shareholders* (Allayannis, Lel, & Miller, 2012; Jensen, & Ruback, 1983).

Todavia boa parte dos pesquisadores que se dedicaram a investigar o desempenho das aquisições sob a ótica das empresas licitantes sugeriu que os retornos para estas empresas e seus acionistas, tanto no curto quanto no longo prazo, em média, são nulos ou negativos e altamente voláteis (King, Dalton, Daily, & Complô, 2004; Moeller, Schlingemann, & Stulz, 2005). Por outro lado, as evidências empíricas sugerem que os executivos das empresas adquirentes recebem substanciais aumentos em suas remunerações no período pós-aquisição (Cesari, Gonenc, & Ozkan, 2016).

Dentre as justificativas utilizadas pelos executivos para o crescimento da remuneração, estão o aumento do tamanho e da complexidade da empresa após o processo de aquisição e o argumento de que a remuneração deve ser menos sensível ao desempenho da empresa nos primeiros anos pós-aquisição, pelo fato de a empresa estar ainda em fase de integração (Harford, & Li, 2007).

Tendo em vista que o objetivo precípua dos sistemas de incentivo e remuneração das empresas é funcionar como uma ferramenta de alinhamento entre o interesse dos gestores e dos proprietários, diminuindo conflitos de agências (Holmstron, & Milgrom, 1987), percebe-se uma divergência entre aspectos teóricos e práticos, já que a remuneração está atendendo apenas aos interesses dos executivos. Isso realça o fato de que as aquisições podem ser utilizadas pelos gestores como oportunidades de expropriação, acentuando o potencial de conflitos de interesse junto aos acionistas (Jensen, & Ruback, 1983).

A grande maioria dos artigos que investigam a temática de aquisições corporativas não diferencia a estrutura controle e propriedade entre empresas, tratando-as como iguais, apesar de existir uma literatura que destaca as diferenças nas decisões corporativas entre empresas familiares e não familiares (Bennedsen, Pérez-González, & Wolfenzon, 2010). As principais diferenças, segundo Cesari *et al.* (2016), são decorrentes principalmente de

problemas de agência. De um lado, há empresas com uma grande concentração de ações por parte de uma família, as quais participam da gestão (Chua, Chrisman, & Sharma, 1999), o que mitiga problemas de conflitos de agência; e, de outro, empresas com problemas decorrentes da separação da propriedade e de controle.

Segundo Cesari *et al.* (2016), os executivos de empresas familiares normalmente não utilizam as aquisições como forma para promover seus interesses individuais. Entende-se que os acionistas controladores das empresas familiares têm o objetivo de transferir as empresas para gerações futuras, sugerindo que eles tenham benefícios não pecuniários da performance de suas empresas. Assim, mesmo que os familiares não participem diretamente da gestão, eles monitoram fortemente os executivos.

Empresas familiares são onipresentes em quase todas as economias industriais do mundo e particularmente dominantes em países subdesenvolvidos e em desenvolvimento (Claessens, Djankov, & Lang, 2000), como é o caso do Brasil. Estudos sintetizados por Silva (2015) ilustram essa predominância: com dados referentes ao começo do século XXI, as empresas familiares brasileiras representavam 90% do total de empresas no Brasil, com uma participação de 65% no PIB do País.

Dessa forma, é possível que haja diferenças significativas no desempenho obtido com as aquisições quando estas são realizadas por empresas familiares e não familiares, assim como na remuneração pós-aquisição de seus executivos, pois é possível que as diferentes relações de agência existentes entre esses dois tipos de estrutura de propriedade e controle impactem significativamente esses aspectos.

Todavia essa é apenas uma intuição que precisa ser investigada. Para tanto, este estudo pretende responder às seguintes questões: as aquisições realizadas por empresas familiares geram melhor desempenho do que aquelas realizadas por empresas não familiares? Qual a diferença do impacto das atividades de aquisição na remuneração dos executivos de empresas familiares, quando comparadas às empresas não familiares, no Brasil?

Os objetivos deste estudo são, portanto: verificar se as aquisições realizadas por empresas familiares geram melhor desempenho do que aquelas realizadas por empresas não familiares.; e verificar a diferença do impacto das atividades de aquisição na remuneração dos executivos de empresas familiares, quando comparadas às empresas não familiares no Brasil.

1.2. Justificativa

As aquisições corporativas são possivelmente as decisões mais importantes que os executivos realizam e com um maior potencial de alteração da riqueza dos acionistas (Moeller *et al.*, 2005). Porém são evidentes as faltas de consenso sobre a motivação que leva os executivos a envolverem as empresas em tais operações, e sobre se elas realmente criam valor aos acionistas.

Essas faltas de consensos podem estar enviesadas ao tratamento de empresas familiares e não familiares como iguais, já que é reconhecido que as diferentes naturezas entre empresas causam diferentes visões sobre tomadas de decisões. As empresas familiares se caracterizam pelo envolvimento da família no controle e na gestão, e esse envolvimento influencia a instituição em seus valores, objetivos e sua manutenção de riqueza (Silva, 2015).

Nessas circunstâncias, tornam-se relevantes os estudos desses dois temas em conjunto, principalmente no Brasil, já que há ainda um acesso restrito a dados confiáveis sobre aquisição, e o acesso público aos dados que permitem a classificação de empresas como familiares (bem como a remuneração dos executivos) é recente, tendo acontecido apenas em 2009, por meio da introdução do formulário de referência pela Comissão de Valores Mobiliários.

1.3. Contribuições esperadas

Sob o âmbito acadêmico, acredita-se que a pesquisa possa contribuir para ajudar a elucidar as divergências da literatura sobre o desempenho econômico pós-atividades de aquisição e aprofundar a literatura sobre remuneração de executivos, adicionando uma nova variável ao contexto (tipo de controle). Além disso, o trabalho pode contribuir para a literatura que investiga as diferenças em empresas familiares e não familiares, literatura que é ainda muito recente, principalmente no cenário nacional.

Sob a perspectiva prática, o estudo pode gerar reflexões tanto aos acionistas quanto aos executivos sobre o melhor uso da estratégia de aquisição corporativa, além de instigar novas abordagens de controle e monitoramento por parte dos acionistas sobre a tomada de decisão e de contratos de remuneração dos executivos, para que a estratégia não seja utilizada de forma a beneficiar apenas os gestores.

Sob a perspectiva social, a contribuição do trabalho pode ser evidenciada pelo volume de dinheiro envolvido em operações de aquisição. Segundo Worek (2017), em 2016, tais operações movimentaram 3,4 trilhões de dólares. Essa quantidade de dinheiro faz com que as atividades de aquisição não sejam importantes apenas para as empresas envolvidas, mas também para as sociedades das quais elas são parte e para os governos.

1.4. Estrutura do trabalho

O trabalho está estruturado em quatro seções, além desta introdução. A segunda seção explora o referencial teórico e a construção das hipóteses da pesquisa. A terceira aborda os aspectos metodológicos da pesquisa, incluindo a coleta e o tratamento dos dados, e os modelos econométricos a serem usados. Por fim, a quarta aborda os resultados preliminares do trabalho (estatística descritiva).

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Aquisições corporativas

A palavra “aquisição” é utilizada para caracterizar um processo de compra de controle acionário de uma empresa por outra, na qual as duas empresas continuam ou não com a identidade jurídica (Tanure, & Cançado, 2005), e é associada comumente a “fusão” (em trabalhos de Finanças que investigam combinações estratégicas), que, segundo Dodd (1980), é uma transação na qual uma empresa (adquirente) adquire ações e/ou ativos de outra empresa (adquirida). Nessa modalidade, as empresas se juntam e criam uma nova identidade jurídica após o evento (Tanure, & Cançado, 2005).

Destaca-se que, embora se reconheçam as diferenças nos processos de “fusões e aquisições”; para a área de Finanças, essa diferença não é tratada com o mesmo rigor que no âmbito legal. Então, neste trabalho, tendo-se como respaldo a literatura (Akhigbe, Madura, & Whyte, 2004; Díaz, & Azofra, 2009; Pasiouras, Tanna, & Gaganis, 2011), a expressão “aquisição” é utilizada para se referir a ambas combinações estratégicas.

As aquisições são, em geral, investimentos de risco em comparação a outros tipos de entrada no mercado, tais como exportação, licenciamento e alianças estratégicas, pois requerem um maior investimento financeiro e unem duas (ou mais) organizações a aspectos culturais distintos (Geppert, Dörrenbächer, Gammelgaard & Taplin. 2012).

As principais correntes de pesquisa em aquisições estão interessadas em estudar suas motivações e os resultados subsequentes à operação (Haleblian, Devers, McNamara, Carpenter, & Davison, 2009). A primeira corrente tenta descrever quais seriam os antecedentes que originaram a aquisição corporativa, dividindo-se ainda entre razões internas, quando associada a variáveis específicas da firma, e externas, quando relacionada a características do mercado em que a empresa atua. Já a segunda corrente analisa quais são as implicações geradas pelo processo de aquisições.

As justificativas teóricas contempladas pela literatura como motivadoras para empresas se envolverem em processos de aquisições são várias. Para Mateev (2017), por meio de processos de aquisição, empresas podem alcançar economias de escala, ter acesso a novas regiões geográficas e novas tecnologias. Haleblian *et al.* (2009), por meio de uma revisão das pesquisas sobre o tema, citam as seguintes motivações: criação de valor, fatores ambientais, características das firmas e interesses gerenciais.

A criação de valor fundamenta-se na expectativa de que a empresa adquirente se torne significativamente mais eficiente e consiga reduzir seus custos, aumentando os retornos dos acionistas (Bliss, & Rosen, 2001). Já os fatores ambientais referem-se a motivações do ambiente que incentivam as empresas a passarem por processos de aquisições, como, por exemplo, crises financeiras. Por sua vez, a motivação por características da firma pode ser ilustrada por trabalhos que estudam probabilidades de empresas se envolverem em aquisições, conforme experiências anteriores em tais eventos (Haleblian, Kim, & Rajagopalan, 2006).

Por fim, os motivos gerenciais referem-se aos processos de aquisições que ocorrem visando ao aumento do bem-estar dos executivos das empresas, mesmo que as operações gerem impacto negativo no valor de mercado das ações (Haleblian *et al.* 2009). Evidências empíricas mostram, por exemplo, que a remuneração pós-aquisição dos executivos aumenta independentemente do desempenho da aquisição (Bliss, & Rosen, 2001; Grinstein, & Hribar, 2004; Harford, & Li, 2007). Os motivos gerenciais evidenciam conflitos de interesses entre executivos e acionistas que são, comumente, tratados à luz da Teoria da Agência (Berle, & Means, 1932; Jensen, & Meckling, 1976) e das relações entre propriedade e controle das empresas.

2.2. Teoria da Agência e estrutura de controle

A evolução das sociedades capitalistas resultou numa nova relação entre as empresas e seus proprietários. Essa evolução culminou na segregação entre os proprietários das companhias e seus gestores, gerando as relações de agência (Jensen, & Meckling, 1976).

Essas relações ocorrem quando os acionistas (principais) delegam a autoridade de tomada de decisão para os gestores (agentes) (Berle, & Means, 1932; Jensen, & Meckling, 1976). Porém, considerando a maximização da utilidade das partes, acredita-se que, nem sempre, os agentes agirão visando ao melhor para o principal, o que caracteriza os conflitos de agência. Para se alinharem os interesses, o principal pode estabelecer incentivos adequados aos agentes ou prover de mecanismos de monitoramento para limitar decisões não desejáveis por parte do principal (Jensen, & Meckling, 1976).

Outro aspecto considerado pela Teoria da Agência, consequente da distanciação da propriedade e controle, é, segundo Machado e Famá (2011), a diferença informacional existente entre os agentes. Os administradores têm, geralmente, maiores e melhores informações do que os investidores externos. Os acionistas possuem desvantagens informacionais comparativamente aos executivos das empresas, e estes, a seus subordinados (Machado, & Famá, 2011).

Tanto os problemas de assimetria informacional como os de conflito de agência têm, como exposto acima, a premissa básica de distanciamento entre propriedade e controle. Há empresas, entretanto, em que esse distanciamento é visto com menor intensidade, conhecidas como familiares (Bouzgarrou, & Navatte, 2013).

Embora não exista um conceito específico sobre o que é uma empresa familiar, sabe-se que é quando um grupo familiar apresenta uma alta representatividade na estrutura de propriedade das empresas e um alto envolvimento no controle e na gestão organizacional (Berrone, Cruz, & Gomez-Mejia, 2012; Chua *et al.*, 1999). Com isso, as empresas familiares têm um maior alinhamento entre o principal e o agente, portanto menores conflitos de interesse (Chen, Chen, Cheng, & Shevlin, 2010; Bouzgarrou, & Navatte, 2013).

Ali, Chen e Radhakrishnan (2007) utilizam três razões para elucidar a maior probabilidade de administradores a agirem conforme os melhores interesses dos acionistas em empresas familiares. Primeiro, por terem um grande capital empregado na empresa, os acionistas têm fortes motivos para monitorar os gestores. Segundo, o melhor monitoramento também pode ser explicado pelo bom conhecimento da família das atividades de suas empresas, já que ela é, normalmente, a fundadora da empresa e conhece o negócio. Em terceiro lugar, os acionistas familiares tendem a ter horizontes de investimento mais longos em comparação aos outros acionistas, já que há a ideia de sucessão da empresa para as próximas gerações. Assim, as famílias ajudam a mitigar as decisões tomadas pelos gestores que visam apenas a ganhos em curto prazo, em detrimento do longo.

Assim, dadas as características específicas das empresas familiares, principalmente relacionadas aos conflitos de interesse, acredita-se que as decisões de investimentos, incluindo aquisições corporativas, difiram das empresas não familiares, principalmente pela mitigação das motivações gerenciais. Já que, os laços familiares dentro das empresas podem, pois, criar uma cultura de compromisso, altruísmo e lealdade

que favorece os executivos a tomarem decisões com foco nos interesses da empresa, e não em seus (Chen, & Hsu, 2009).

Algumas pesquisas no cenário internacional se dedicaram a investigar as diferenças entre empresas familiares e não familiares relacionadas à atividade de aquisições corporativas. Os trabalhos se concentram nos assuntos de propensão, processo, e desempenho de aquisições.

Os trabalhos que analisam a propensão examinam a probabilidade ou os fatores que influenciam a probabilidade de as empresas se envolverem em aquisições. A grande maioria dos estudos desta categoria encontraram que empresas familiares tendem a se envolver num menor número de aquisições quando comparadas às não familiares (Bauguess, & Stegemoller, 2008; Caprio, Croci, & Del Giudice, 2011; Shim, & Okamuro, 2011).

Tais resultados estão relacionados à maior aversão de risco das empresas familiares, às preferências por crescimento interno, à falta de executivos competentes e às preferências por outros objetivos, tal como a manutenção da riqueza nas mãos da família. Utilizando estes mesmos argumentos, a literatura também demonstrou que as empresas familiares tendem a preferir aquisições domésticas às transfronteiriças (Chen, & Hsu, 2009).

Os trabalhos que analisam o processo de aquisição focam principalmente em como a natureza e a diferença cultural entre estes dois tipos de estrutura de propriedade (familiar e não familiar) influenciam as aquisições. De forma geral, os trabalhos são estudos de caso, e não há como generalizar seus resultados (Bjursell, 2011; Mickelson, & Worley, 2003). Entretanto eles sugerem que a natureza e a cultura das empresas familiares afetam as motivações para aquisição e a fase de integração cultural pós-processo.

Por fim, os trabalhos que analisam desempenho se concentram em comparar a criação de valor de empresas familiares e não familiares em aquisições. Em geral, os trabalhos encontraram um melhor desempenho nas empresas familiares, devido ao melhor alinhamento de interesses por parte dos executivos. Este assunto, será melhor detalhado na próxima seção.

2.2.1. Desempenho das aquisições corporativas

A discussão sobre o desempenho de atividades de aquisições é um tema ainda longe de um consenso. Uma das principais obras sobre o tema, de Jensen e Ruback (1983), constatou que aquisições criam valor econômico para os acionistas das empresas adquiridas, por meio da oportunidade de utilizarem recursos específicos que só poderiam ser obtidos por tais operações, porém não criam para os acionistas das empresas adquirentes. Há uma grande corrente na literatura que argumenta que muitas aquisições, além de não criarem, destroem valor para os acionistas das empresas adquirentes (Loughran, & Vijh, 1997; Moeller, Schlingemann, & Stulz, 2004).

Na literatura nacional, os resultados também são divergentes. Por exemplo, Camargos e Barbosa (2005), utilizando 55 eventos de aquisição de empresas brasileiras acontecidas entre 1994 e 2002, não encontraram impactos significativos estatisticamente no preço das ações, ou seja, as aquisições não resultaram em ganhos reais para os acionistas. Resultados semelhantes são os encontrados por Brito e Famá (2005), que, utilizando 17 eventos de bancos brasileiros do período de 1997 e 2003, também não encontraram evidências de criação de riqueza para os acionistas das empresas adquirentes.

Diferentemente, Camargos e Barbosa (2009), utilizando uma base de dados de 72 atividades de aquisições de empresas brasileiras realizadas entre 1996 e 2004, encontraram existência de sinergias operacionais nas aquisições estudadas após a combinação. Adicionalmente, identificaram mudanças significativas e positivas na média de três variáveis utilizadas como sinalizadoras de criação de valor (Q de Tobin, Valor Patrimonial e *Firm Value*), o que permitiu concluir que os processos resultaram na criação de valor de mercado e riqueza dos acionistas.

A métrica utilizada recorrentemente para medir o desempenho ou a criação de valor das aquisições são as reações anormais do mercado de ações sobre os anúncios da compra. Quando uma empresa anuncia novos investimentos em risco, como é o caso das aquisições, os investidores avaliam o impacto sobre os lucros futuros e a rentabilidade da empresa anunciante, e as subseqüentes mudanças nos preços das ações representam as previsões dos investidores sobre suas expectativas, em relação ao valor presente líquido do fluxo de caixa esperado ajustado ao risco da empresa (Wong *et al.* 2010).

Pelo exposto, a literatura sobre o desempenho das aquisições é vasta. No entanto poucos trabalhos procuraram controlar os efeitos das diferentes estruturas de propriedade

entre empresas (Yen, & André, 2007), tratando empresas familiares e não familiares como iguais. As descobertas empíricas recentes, embora ainda limitadas, sugerem que o comportamento destas operações em empresas familiares difere de empresas com outras estruturas de propriedade (Feito-Ruiz, & Menéndez-Requejo, 2010). Os motivos que levam a essa disparidade incluem as diferenças nas estruturas de governança, nas preferências financeiras e nas prioridades sociais que as empresas familiares e não familiares podem ter (Worek, 2017).

Comparando empresas familiares com não familiares, aquelas tendem a adotar políticas de gestão mais conservadoras em relação a estas. Caprio *et al.* (2011) descobriram que as empresas familiares se engajam numa menor quantidade de aquisições do que as empresas não familiares. Este fato pode ser explicado pelo medo/risco da família de perder o controle da empresa. Assim, só há engajamento em operações de aquisições, quando a expectativa de melhoria da performance é suficiente para compensar o risco de perda de controle (Bouzgarrou, & Navatte, 2013).

Ben-Amar e André (2006), Feito-Ruiz e Menéndez-Requejo (2008), Bouzgarrou e Navatte (2013) descobriram que o impacto econômico das aquisições corporativas em empresas familiares supera os impactos em empresas não familiares, no Canadá, na Europa e na França, respectivamente, tanto em curto quanto em longo prazo. Resultados semelhantes, são encontrados nos trabalhos de Cranickx e Huyghebaert (2015) com dados da Europa e Adhikari e Sutton (2016) com dados estadunidenses.

Basu, *et al.* (2009) encontraram com uma amostra de empresas estadunidense, uma relação positiva entre a concentração de propriedade familiar e os retornos anormais das aquisições, ou seja, quanto maior a concentração de propriedade pela família, melhor os retornos anormais. As explicações teóricas fornecidas pelos autores para o melhor desempenho em aquisições das empresas familiares de todos estes trabalhos, giram em torno dos melhores alinhamentos de interesse existentes dentro destas organizações, o que faz com que os executivos tomem decisões que criem mais valor aos acionistas.

Bauguess e Stegemoller (2008) e Shim e Okamuro (2010) encontram uma relação negativa entre a propriedade familiar e a performance das adquirentes, respectivamente, nos Estados Unidos e no Japão. Caprio *et al.* (2011) estudaram empresas europeias continentais e não encontram evidências de que empresas controladas por famílias destruam a riqueza quando adquirem outras empresas.

Apesar de alguns trabalhos empíricos divergentes, a literatura demonstrou, de forma geral, que os gestores das empresas familiares têm um maior alinhamento de

interesses com os acionistas, e tendem a tomar decisões que melhor beneficiem estes. Em outras palavras, a congruência entre os aspectos teóricos e empíricos indicam que o desempenho de aquisições de empresas adquirentes é maior para as empresas familiares. Acredita-se que tal aspecto também seja válido para as empresas brasileiras. Assim, formula-se a primeira hipótese:

Hipótese 1: *O desempenho das aquisições das empresas familiares é superior ao das empresas não familiares.*

2.2.2. Aquisições corporativas e remuneração dos executivos

No tópico anterior, discutiu-se que, geralmente, o desempenho de aquisições em empresas familiares supera os das empresas não familiares, pelo maior alinhamento de interesses entre os executivos e acionistas. A literatura sobre aquisições corporativas diz que estas proporcionam grandes oportunidades de expropriação por parte dos gestores (Jensen, & Ruback, 1983). A arrogância ou o excesso de autoconfiança por parte do CEO pode ser uma causa para equívocos em aquisições (Hayward, & Hambrick, 1997).

Além disso, há pesquisas que sugerem a existência de crescimento no valor do pacote compensatório dos gerentes subsequentemente ao adimplemento de aquisições, mesmo que estas não adicionem valor para os acionistas – ver, como exemplo, Grinstein e Hribar (2004). Em contrapartida, há evidências empíricas que apoiam a hipótese de que executivos com maior propriedade ou com maiores incentivos baseados em ações são menos propensos a tomar ações que destruam o valor da empresa – ver, como exemplo, Harford e Li (2007).

Assim sendo, tomando-se por base os possíveis conflitos de interesses envolvidos na relação de agência elucidada, a remuneração pode assumir a função de instrumento de alinhamento de interesses dos proprietários e acionistas (Holmstrom, & Milgrom, 1987). Ou assumir uma função expropriativa por parte dos gestores (Grinstein & Hribar, 2004).

Segundo Baker, Jensen e Murphy (1988), entende-se como remuneração a recompensa monetária recebida relacionada ao desempenho do indivíduo. Merchant e Van der Stede (2007) destacam que os sistemas de remuneração são importantes para lembrar e informar aos colaboradores quais resultados são desejados e os motivarem a atingir e exceder as performances de desempenho. Numa outra abordagem, estes autores destacam que os sistemas de remuneração podem funcionar como uma forma de atração

ou retenção de funcionários: algumas recompensas são prometidas para equiparar os salários dos funcionários da empresa aos dos funcionários de seus concorrentes.

Exemplos de remuneração são salário-base, bônus anuais, planos de incentivo de longo prazo e incentivos baseados em ações (Murphy, 1999), podendo ser classificados como fixos ou variáveis. O salário-base não depende do nível de desempenho dos executivos, ou seja, representa a parcela fixa da remuneração (Aguiar, Teixeira, Nossa & Gonzaga, 2012). Os outros tipos de remuneração estão associados a alguma meta ou algum desempenho a ser atingido pelo executivo, sendo estes classificados como remuneração variável (Murphy, 1999).

Existem fortes evidências empíricas internacionais de que as remunerações dos executivos têm substanciais aumentos no ano seguinte a atividades de aquisições. Dentre as justificativas utilizadas pelos executivos para o crescimento da remuneração, está o aumento do tamanho e da complexidade da empresa. Além disso, é argumentado que a remuneração deve ser menos sensível ao desempenho da empresa nos primeiros anos pós-aquisição, pelo fato de a empresa estar ainda em fase de integração (Harford, & Li, 2007).

Datta, Iskandar-Datta e Raman (2001) realizaram um estudo nos Estados Unidos, acerca da influência das atividades de aquisições corporativas na remuneração dos executivos. Os autores utilizaram uma amostra de 1.719 aquisições, do período de 1993 a 1998. Os principais resultados revelaram uma forte e positiva relação entre as aquisições e a remuneração dos executivos.

Outro trabalho com resultado semelhante foi o de Grinstein e Hribar (2004), que investigou os bônus das atividades de aquisições na remuneração dos CEOs. Os autores utilizaram uma amostra estadunidense de 327 atividades de aquisições corporativas compreendidas no período de 1993 a 1999. Os resultados obtidos sugeriram uma relação positiva entre a remuneração do CEO e as aquisições corporativas.

Além disso, também foram descobertos CEOs com uma forte influência no conselho administrativo, recebendo bônus significativamente maiores (Grinstein & Hribar, 2004). Esse último resultado sugere que fraca governança corporativa também pode inflacionar bônus referentes às aquisições. Outros trabalhos empíricos com resultados semelhantes sobre o impacto da remuneração na aquisição também podem ser encontrados na literatura (ver, como exemplo, Bliss & Rosen, 2001; Harford & Li, 2007; Ozkan, 2012, Cesari *et al.*, 2016).

Sabidas a influência causada pelas atividades de aquisições na remuneração dos executivos e a influência da estrutura de propriedade na tomada de decisões das empresas,

cria-se a necessidade de investigar se há diferenças de tais influências na remuneração entre empresas familiares e não familiares pós-processo de aquisições.

A literatura mostra que empresas familiares diferem de empresas não familiares em vários aspectos, incluindo transparência, estrutura de capital e decisões de aquisições (Ali *et al.*, 2007; Caprio *et al.*, 2011; Chen, Dasgupta, & Yu, 2014). Tais diferenças são explicadas pela grande concentração das ações por parte de um grupo específico e pelo envolvimento da família na gestão da empresa.

Segundo Cesari *et al.* (2016), os executivos de empresas familiares normalmente não utilizam as aquisições como forma para promover seus interesses individuais, pois entende-se que os acionistas controladores das empresas familiares têm o objetivo de transferir a empresa para gerações futuras, sugerindo que eles tenham benefícios não pecuniários da performance de suas empresas. Mesmo que os familiares não participem diretamente da gestão, eles têm maior capacidade de monitorar diretamente os executivos (Ali *et al.*, 2007).

Ademais, os executivos de empresas familiares não teriam o poder discricionário de buscar aquisições de forma oportunista para expandir seus benefícios pessoais, às custas dos demais acionistas. Consequentemente, espera-se que a associação positiva entre a remuneração dos executivos e a atividade de aquisição seja superior em empresas não familiares do que em empresas familiares. Assim, formula-se a segunda hipótese desta pesquisa:

Hipótese 2: O aumento na remuneração dos gestores das empresas não familiares é superior ao das empresas familiares no período pós-aquisição.

3. METODOLOGIA

Nesta seção, serão apresentados os métodos utilizados por esta pesquisa. O tópico de variáveis em estudo foi dividido em dois subtópicos principais, os quais explicam as variáveis e a modelagem a serem utilizadas para testar a hipótese 1 e, subsequentemente, a hipótese 2.

Destaca-se que o presente estudo é considerado como explicativo, já que é realizada uma análise e interpretação dos fatos registrados. A abordagem predominante será estabelecida de acordo com as premissas da pesquisa quantitativa, pois pretende-se medir relações entre variáveis, partindo-se de um plano preestabelecido, com hipóteses e variáveis claramente definidas.

3.1. Amostra e coleta de dados

A amostra do trabalho é composta por empresas de capital aberto, negociadas na B3 (Brasil, Bolsa e Balcão) e que participaram de atividades de aquisições como adquirentes no período de 2009 a 2016, excetuando-se empresas do seguimento financeiro e empresas com dados indisponíveis para a construção das variáveis de pesquisa. As empresas do setor financeiro foram excluídas em função das especificidades do setor, que, devido às características de regulação e legislação específicas, possuem informações sobre sua contabilidade informadas de maneira particular.

O período foi definido, pois a disponibilidade dos dados de remuneração de executivos e de classificação de empresas (como familiares e não familiares) aconteceu apenas após o ano de 2009, ano em que foi introduzido o formulário de referência pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), conforme artigo 21 da Instrução Normativa nº 480/2009 (CVM, 2009).

A princípio, foram identificadas 159 empresas que participaram de processos de aquisições como licitantes no período de 2009 a 2016, entretanto foram excluídas empresas pertencentes ao setor financeiro e empresas com ausência de dados para a construção das variáveis. Para a hipótese 1, restaram um número total de 86 empresas (37 familiares e 49 não familiares), sendo 244 aquisições a serem analisadas na amostra. Para a hipótese 2, obteve-se um total de 96 empresas (39 familiares e 57 não familiares), as quais participaram de 281 operações de aquisição como adquirentes.

Os dados desta pesquisa foram obtidos por duas diferentes bases de dados e posteriormente combinados. Os dados de remuneração de executivos foram coletados por meio do formulário de referência disponíveis das empresas, item 13.2. Para a identificação das aquisições corporativas e informações financeiras, foi utilizada a base Thomson Reuters Eikon.

Como tratamento inicial dos dados, foi utilizada a técnica de winsorização ao nível de 5% em todas as variáveis, exceto *dummies*, para a suavização dos *outliers*. Esse procedimento não exclui das amostras observações discrepantes; somente reduz o efeito que elas exercem sobre os resultados das regressões.

Destaca-se que foram consideradas, como adquirentes, as empresas que compraram 50% ou mais de ações ordinárias de outra, caracterizando, assim, a compra do controle acionário da empresa, conforme definição dada por Tanure e Cançado (2005).

3.2. Hipótese 1 – variáveis em estudo e respectivas formulações

Este subtópico é composto pela formulação das variáveis presentes na hipótese 1 desta pesquisa, além da modelagem econométrica das equações que a compõem.

3.2.1. Variável dependente

Ben-Amar e André (2006) argumentam que a reação do mercado em torno do anúncio do evento de aquisições é a melhor maneira de medir o desempenho de aquisições corporativas. Dessa maneira, para captar o desempenho econômico das empresas em relação ao evento de aquisição, optou-se por utilizar a metodologia de retornos anormais acumulados (CAR) pelo método de modelo de mercado, desenvolvido por Brown e Warner (1980, 1985). Este método apresenta um desempenho ligeiramente superior em relação aos outros (modelo de retorno ajustado ao mercado e modelo de retorno ajustado à média) por levar em conta o risco específico de cada empresa (Brown, & Warner, 1985).

Para o cálculo dos CAR, é necessário, primeiramente, auferir os retornos anormais (AR) para cada anúncio de aquisições corporativas. O retorno anormal é calculado pela diferença entre o retorno das ações da empresa i no tempo t e o retorno esperado (normal) da empresa i no tempo t . Formula-se:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}|X_t) \quad (1)$$

Em que:

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

$R_{i,t}$ = retorno logarítmico observado da empresa i no tempo t ;

$E(R_{i,t}|X_t)$ = retorno normal esperado da empresa i no tempo t .

Os retornos normais esperados pelo método de modelo de mercado são calculados, utilizando-se os parâmetros de uma relação linear entre o retorno da ação e o retorno de mercado num determinado período. Para isso, precisa-se estabelecer uma janela de estimação diária anterior ao evento entre os retornos das ações da empresa e de um retorno de mercado, sendo utilizado o Índice Bovespa.

Essa janela deve ser extensa o suficiente para diluir possíveis discrepâncias de preços sem alterar a distribuição de frequência e não deve sobrepor o período do evento (Camargos, & Barbosa, 2010). Com base nos trabalhos de André *et al.* (2012) e Ben-Amar e André (2006), estabeleceu-se uma janela de 200 dias (-240, -40), considerando a data do evento como o marco 0. Apresenta-se a fórmula dos retornos normais esperados:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i(R_{m,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Na qual: $E(\varepsilon_{i,t}) = 0$

Portanto tem-se:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i(R_{m,t}) \quad (3)$$

Em que:

$R_{i,t}$ = retorno logarítmico observado do título i no período t ;

$R_{m,t}$ = retorno logarítmico observado da carteira de mercado no período t (neste caso, o retorno diário do índice Bovespa);

α_i e β_i = os parâmetros dos mínimos quadrados ordinários individuais estimados entre o $R_{i,t}$ e $R_{m,t}$ no período (-240,-40).

Por fim, os CAR são calculados pela somatória dos retornos anormais ao redor do evento. A janela de evento deve ser pequena suficiente para aumentar o poder da análise do evento e suficientemente grande para incorporar o efeito de todo o evento (Du, & Boateng, 2015).

Consistente com os trabalhos de Bouzgarrou e Navatte (2013) e Feito-Ruiz e Menéndez-Requejo (2008), a janela de evento utilizada é de (-3,3) (7 dias em torno do evento), e (-20,20) (41 dias em torno do evento). A inclusão de dias posteriores à data do evento justifica-se pelo fato de que o mercado pode demorar para ajustar-se à informação e atingir o novo ponto de equilíbrio. Por outro lado, a inclusão de dias anteriores à data do evento é interessante, pois o mercado pode antecipar-se ao anúncio do evento, o que refletir-se-ia previamente no preço das ações (Brito, & Famá, 2005).

Apresenta-se a fórmula:

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=1}^t AR_{i,t} \quad (4)$$

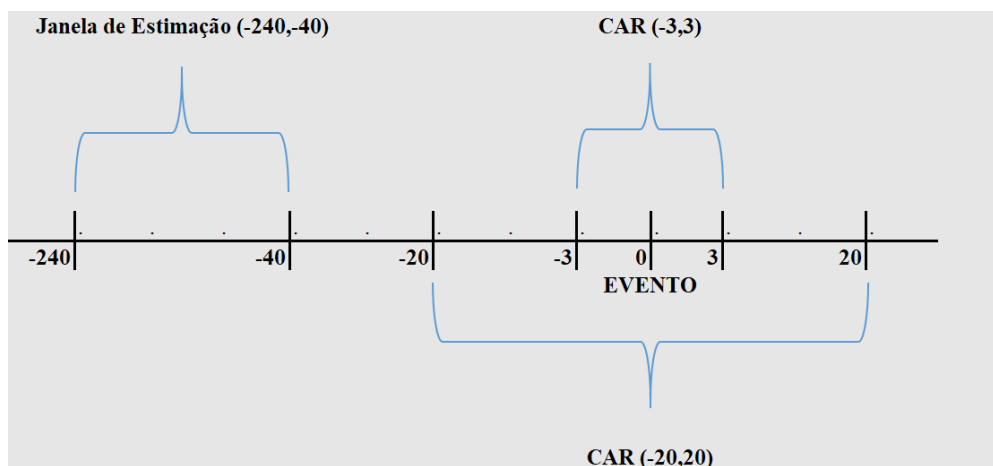
Em que:

$CAR_{i,t}$ = retorno acumulado da empresa i no período t ;

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

Apresenta-se a figura 1, com a representação gráfica da janela de estimação e das janelas de evento utilizadas.

Figura 1 – Representação gráfica do modelo CAR



Fonte: elaborada pelo autor.

3.2.2. Variável explicativa

Nesta hipótese, visa-se a testar se *o desempenho das aquisições das empresas familiares é superior ao das empresas não familiares no Brasil*. Portanto é necessário diferenciar as empresas familiares das não familiares. Essa diferenciação é feita por meio

de uma variável *dummy* na qual 1 representará empresas familiares, e 0, empresas não familiares. Os critérios de classificação das empresas são discutidos no tópico subsequente.

3.2.2.1. Classificação de empresas familiares

Segundo Steiger, Duller e Hiebl (2015), não há, ainda, nenhuma definição exata para classificação de empresas como familiares, entretanto há predominantemente duas abordagens utilizadas em estudos empíricos para tal classificação:

- Abordagem de componente de envolvimento: nesta, a característica principal que classifica uma empresa como familiar (ou não) é o envolvimento de uma família na empresa, que é medida pela influência no negócio por meio da propriedade, do controle e da gestão (Mazzi, 2011; Zellweger, Eddleston, & Kellermanns, 2010);
- Abordagem essencial: considera-se uma empresa como familiar se ela exibir comportamentos típicos ou se os membros da família envolvida se autodeclararem como empresa familiar.

Neste estudo, será utilizada uma combinação das duas abordagens. Serão verificados: no item 6.3 do formulário de referência da empresa, se há informações explícitas de autodeclaração da tipologia da empresa (abordagem essencial); e se a propriedade, o controle e a gestão da empresa (abordagem de componente de envolvimento) se enquadram nos critérios definidos pelo Quadro 1, para classificação da empresa como familiar. Se uma (ou mais) das abordagens forem atendidas, a empresa será classificada como familiar; caso contrário, será classificada como não familiar.

Quadro 1 - Classificação de empresas como familiares

Medida	Descrição	Fonte	Autores
Controle	Acionista familiar é um “acionista controlador”.	Formulário de Referência – Itens 12.9 e 15.1/2.	Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999); Martinez e Ramalho (2014); e Silva, Souza e Klann (2016).
Propriedade	Acionistas da família possuem mais de 10% das ações ordinárias.	Formulário de Referência – Itens 12.9 e 15.1/2.	Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999); Martinez e Ramalho (2014); e Silva, Souza e Klann (2016).

Gestão	Dois ou mais membros da família fazem parte do Conselho de Administração.	Formulário de Referência – Itens 12.9 e 12.6/8.	Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999); Martinez e Ramalho (2014); e Silva, Souza e Klann (2016).
--------	---	---	--

Fonte: elaborado pelo autor.

3.1.2. Variáveis de controle

As variáveis de controle desta pesquisa referem-se às características das empresas adquirentes, além de uma variável para captar uma característica da empresa adquirida. São elas:

- Oportunidade de crescimento: empresas com maiores oportunidades de crescimento impactam positivamente a reação do mercado no período em torno das aquisições (Bouzgarrou, & Navatte, 2013). Como *proxy* para oportunidade de crescimento, é utilizado o Q de Tobin, mensurado por meio da divisão do valor de mercado da firma somada às dívidas totais pelo valor contábil dos ativos. Espera-se uma relação positiva desta variável com os CAR;

- Endividamento: a segunda variável de controle utilizada é endividamento. Altos níveis de endividamento podem levar a subinvestimentos por parte da empresa, decorridos por potenciais problemas de expropriação por parte dos credores (Bouzgarrou, & Navatte, 2013). Com altos níveis de endividamento, espera-se uma condução mais cautelosa dos gestores com as aquisições. O endividamento é medido por meio da razão das dívidas de longo prazo pelo valor contábil dos ativos;

- Reserva de caixa: a terceira variável a ser controlada é reserva de caixa. Empresas com maiores reservas de caixa tendem a ter menores retornos (Gao, Harford & Li, 2011), pois elas se tornam mais propensas a fazer aquisições diversificadas e de risco (Harford, 1999) com um intuito de construir “império” (Jensen, 1986). A reserva de caixa foi calculada por meio da razão do caixa e de equivalentes de caixa pelo valor contábil dos ativos. Espera-se uma relação negativa entre a reserva de caixa e os CAR;

- Tamanho da empresa adquirente: empresas maiores costumam pagar, em média, maiores valores por aquisições (Moeller et al, 2004). Com isso, tendem a apresentar menores retornos ao redor do evento. O tamanho da empresa foi calculado por meio dos logaritmos naturais dos ativos das empresas. Espera-se uma relação negativa;

- Rentabilidade sobre os ativos: outra variável utilizada busca observar a rentabilidade da empresa. Empresas altamente lucrativas são mais propensas a investir e

possuem melhores recursos financeiros para reduzir o custo de financiamento de dívida e aumentar o valor da empresa (Du & Boateng, 2014). Como *proxy*, é utilizado o retorno sobre ativos, uma relação entre o lucro líquido e o total de ativos médio da empresa;

- Tamanho do conselho: conselhos administrativos maiores podem causar problemas de comunicação e coordenação, reduzindo a eficácia da empresa (Andre *et al.* 2012). Espera-se uma relação negativa desta variável com o desempenho da aquisição;

- *Status* da empresa adquirida: a última variável utilizada diz respeito à característica da empresa adquirida. Quando uma empresa adquire uma outra de capital aberto, ela tende a ter menores retornos do que comprar uma empresa de capital fechado. Isso ocorre, porque é esperada uma competição para a compra de uma empresa de capital aberto, o que pode gerar uma superestimação do valor pago pela operação (Moeller *et al.*, 2004). Essa característica foi capturada por meio de uma variável *dummy*, na qual 1 foi designado para classificar empresas de capital aberto, e 0, para classificar empresas de capital privado. No Quadro 2, apresenta-se uma síntese das variáveis utilizadas para testar a primeira hipótese da pesquisa:

Quadro 2 - Variáveis da hipótese 2 e respectivas formulações

	Variável	Sigla	Formulação	Sinal esperado	Autores
Dependente	Retorno anormal acumulado – janelas de estimação (-240, -40).	CAR3	Retorno anormal acumulado (-3,3).		André <i>et al.</i> (2012) e Ben-Amar e André (2006).
		CAR20	Retorno anormal acumulado (-20,20).		
Independente	Empresa familiar ou não.	Familiar	1 = empresas familiares; 0 = não familiares.	+	Bouzgarrou e Navatte (2013), Ben-Amar e André (2006) e Bauguess e Stegemoller (2008).
Controle	Endividamento	Endividamento	Dívidas/ativo	+	Bouzgarrou e Navatte (2013), Caprio <i>et al.</i> (2011) e Gonec, Hermes e Sinderen (2013).
	Reserva de caixa	Caixa	Caixa e equivalentes/ativos	-	Bouzgarrou e Navatte (2013), Caprio <i>et al.</i> (2011), Gonec <i>et al.</i> (2013).

Tamanho da empresa	Lnativo	LN (ativos)	+	Feito-Ruiz e Menendéz-Requejo (2008) e Caprio <i>et al.</i> (2011).
Oportunidade de crescimento	Tobin	Divisão do valor de mercado da firma mais as dívidas pelo valor contábil dos ativos.	+	Du e Boateng (2014) e Gonec <i>et al.</i> (2013).
Status	Status	Se a empresa adquirida é de capital aberto ou não.	-	Bouzarrou e Navatte (2013) e Ben-Amar e André (2006).
Tamanho do conselho	Conselho	Número de conselheiros administrativos	-	André <i>et al.</i> (2012) e Ben-Amar e André (2006).
Rentabilidade dos ativos	ROA	Lucro líquido/ativos totais médios	+	Du e Boateng (2014).

Fonte: elaborado pelo autor.

3.1.3. Modelagem econométrica

Para testar a primeira hipótese desta pesquisa, foram estimados modelos por mínimos quadrados ordinários (MQO) com dados empilhados, para cada uma das variáveis dependentes CAR (-3,3) e CAR (-20,20). Esse método proporciona percepção dos efeitos *ceteris paribus* da variável independente e das variáveis de controle sobre as variáveis dependentes. O modelo econométrico para a primeira hipótese é assim definido:

$$CAR(-3,3) = \beta_0 + \beta_1 \text{familiar} + \beta_2 \text{Tobin} + \beta_3 \text{Endiv} + \beta_4 \text{caixa} + \beta_5 \text{lnativos} + \beta_6 \text{status} + \beta_7 \text{Conselho} + \beta_8 \text{ROA} + \mu \quad (5)$$

$$CAR(-20,20) = \beta_0 + \beta_1 \text{familiar} + \beta_2 \text{Tobin} + \beta_3 \text{Endiv} + \beta_4 \text{caixa} + \beta_5 \text{lnativos} + \beta_6 \text{status} + \beta_7 \text{Conselho} + \beta_8 \text{ROA} + \mu \quad (6)$$

Em que: $CAR(-3,3)$ representa o retorno anormal acumulado 7 dias em torno do evento; $CAR(-20,20)$ representa o retorno anormal acumulado 41 dias em torno do evento; *familiar* é uma *dummy* que indica se a empresa é ou não familiar; *Tobin* é a variável *Q* de Tobin; *Endiv* representa o endividamento da empresa; *lnativos* é a variável que visa a medir o tamanho da empresa; *caixa* é a variável que representa a reserva de caixa da empresa; *status* é uma variável *dummy* para captar se a empresa é ou

não de capital aberto; *Conselho* é o número de conselheiros administrativos da empresa; e *ROA* representa o rentabilidade sobre os ativos.

Para atender aos pressupostos dos modelos de regressão por mínimos quadrados ordinários, foram realizados os testes para distribuição normal dos resíduos, multicolinearidade, heteroscedasticidade, além de um teste para atestar a especificidade dos modelos.

A normalidade dos resíduos é requerida para que sejam válidos os testes de hipóteses dos modelos, ou seja, o asseguramento de que o p-valor e o Teste-F sejam válidos. Foi realizado o teste Shapiro-Francia para ambos modelos, o qual a hipótese nula é de que os resíduos são normais. O p-valor para CAR (-3,3) foi de 0,2929 e, para CAR (-20,20), de 0,1801, portanto os resíduos dos dois modelos seguem distribuição normal.

Para a multicolinearidade, foi realizada a estatística de fatores de inflacionamento das variáveis (VIF). O problema de multicolinearidade ocorre quando há uma correlação elevada ou perfeita entre as variáveis explicativas. Os valores obtidos nos cálculos são apresentados pela Tabela 1.

Tabela 1 – Resultados do teste de multicolinearidade

Variável	VIF	1/VIF
Familiar	1,11	0,90
Tobin	1,81	0,55
ROA	1,8	0,56
Lnativos	1,73	0,58
Conselho	1,7	0,59
Endividamento	1,26	0,80
Caixa	1,2	0,84
Status	1,02	0,98
Média VIF	1,45	

Fonte: elaborada pelo autor.

A multicolinearidade é percebida quando o VIF de alguma variável explicativa é maior do que 5. Portanto não foi detectada multicolinearidade em nenhuma variável dos modelos.

O problema de heteroscedasticidade ocorre quando não há uma constância da variância dos resíduos ao longo das variáveis explicativas. Para descobrir se há tal problema, foi realizado o teste de Breush-Pagan, o qual tem como hipótese nula a constância da variância. O resultado para CAR (-3,3) foi de 0,3589 e, para CAR (-20,20), de 0,2293, constatando-se que não há este problema nos modelos.

Por fim, foi realizado o teste RESET, destinado a erros de especificação que podem ter diversas origens, como variáveis independentes omitidas, forma funcional incorreta, erros de medida em variáveis, erros de simultaneidade e inclusão de valores defasados da variável dependente quando os resíduos têm correlação serial. O p-valor para CAR (-3,3) foi de 0,4467 e, para CAR (-20,20), foi de 0,1433. Sendo a hipótese nula de que os modelos não têm variáveis omitidas, as especificações estão adequadas.

3.2. Hipótese 2 – Variáveis em estudo e respectivas formulações

Este subtópico apresenta a formulação das variáveis presentes na hipótese 1 desta pesquisa, além da modelagem econométrica das equações que a compõem.

3.3.1. Variável explicada

Para a hipótese 2, é utilizada a Remuneração Total Média (RTM) dos executivos como variável dependente (Armstrong, Ittner, & Larcker, 2012). Essa variável será obtida por meio da remuneração total paga pela empresa aos executivos dividida pelo número destes. Os componentes presentes na remuneração total, conforme nomenclatura presente no formulário de referências das empresas, são: salário ou pró-labore; benefícios diretos e indiretos; participações em comitês; outros valores fixos; bônus; participação nos resultados; participação em reuniões e comissões; outros valores variáveis; embasamento em ações.

3.2.2. Variáveis explicativas

Para que se consiga atingir o objetivo das hipóteses, são necessárias três variáveis de interesse. A primeira é a variável anos de experiência em aquisições (AnosExp), obtida pela soma acumulativa de anos em que as empresas realizaram pelo menos uma aquisição (Hayward, 2002). A segunda variável de interesse utilizada visa a classificar as empresas como familiares ou não familiares. Essa classificação é feita por meio de uma variável *dummy* na qual 1 representa empresas familiares, e 0, empresas não familiares. Destaca-se que os critérios para a classificação das empresas como familiares seguem os mesmos já apresentados pelo tópico 3.2.2.1.

Por fim, a terceira variável de interesse é uma interação das duas primeiras variáveis de interesse apresentadas (AnosExp*familiar) (representada por ExpFamiliar).

Ela é responsável por comparar o impacto das aquisições corporativas entre empresas familiares e não familiares na remuneração dos executivos da amostra.

3.2.3. Variáveis de controle

Na análise da regressão, controlar-se-á os valores defasados em um ano das seguintes variáveis das empresas adquirentes:

- Tamanho da empresa: segundo estudos empíricos já realizados, o tamanho da empresa tem uma relação positiva com a remuneração dos executivos (Murphy, 1999). A justificativa se dá pela maior complexidade de grandes empresas. Isso faz com que empresas maiores exijam maiores habilidades de seus executivos do que em empresas menores (Bliss, & Rosen, 2001). Como *proxy* para o tamanho da empresa, é utilizado o logaritmo natural dos ativos;

- Desempenho: A remuneração dos executivos deve estar relacionada com o desempenho da empresa, para um melhor alinhamento de interesses entre os executivos e os acionistas (Cordeiro, He, Conyon e Shaw, 2013). Como *proxy* para o desempenho da empresa, é utilizado o retorno sobre os ativos ajustado pela indústria. Espera-se uma relação positiva;

- Endividamento: os pagamentos de parcelas relativas às dívidas com credores diminuem o fluxo de caixa livre da empresa e limitam a capacidade dos executivos em utilizar recursos da empresa para seu próprio benefício (Jensen, 1986), limitando, assim, sua remuneração. Espera-se uma relação negativa entre a remuneração e o endividamento. A *proxy* utilizada é medida por meio da razão das dívidas de longo prazo pelo valor contábil dos ativos;

- Governança corporativa: espera-se que empresas com níveis mais altos de governança remunerem menos os executivos, já que há melhores mecanismos de monitoramento e controle interno para o alinhamento de interesses dos executivos (Forker, 1992; Merchant, & Van der Stede, 2002; Armstrong *et al.*, 2012). Para captar a governança, são utilizados os segmentos de listagem da B3. É atribuída uma variável *dummy*, na qual 1 representa empresas que fazem parte de um segmento diferenciado de governança corporativa da B3 (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), e, caso contrário, 0 (tradicional);

- Tamanho do conselho administrativo: grandes conselhos administrativos podem levar a problemas de comunicação e coordenação, causando um fraco monitoramento dos

executivos (Ozkan, 2012). Com o fraco monitoramento, o alinhamento de interesses tende a ser pela remuneração. Com isso, espera-se uma relação negativa entre o número de conselheiros e a remuneração dos executivos;

- Oportunidade de crescimento: É assumido que, em empresas com maiores oportunidades de crescimento, exista uma maior assimetria informacional entre os acionistas e os executivos (Gaver, & Gaver, 1995). Isso ocorre pelo fato de os executivos possuírem maiores informações privadas sobre o valor de projetos futuros, e também porque é mais difícil observar o esforço gerencial nas empresas em crescimento (Smith, & Watts, 1992). A partir disso, essas empresas com maiores oportunidades de crescimento oferecem maiores chances de expropriação e têm custos de agência mais altos (Gaver, & Gaver, 1995). Com isso, espera-se uma relação positiva entre oportunidade de crescimento e remuneração dos executivos. A *proxy* utilizada é a relação entre o valor de mercado dos ativos e valor contábil da empresa, chamada de *market-to-book* (mtb);

- Volatilidade: por fim, é utilizada a volatilidade das ações das empresas como variáveis de controle. Espera-se que ações mais voláteis remunerem melhor seus executivos, já que os executivos dessas empresas podem demandar maiores remunerações para assumir os riscos dessa volatilidade (Smith, & Watts, 1992). A *proxy* utilizada é o desvio padrão da percentagem de retorno diário ao longo de um período de um ano (desvio padrão do retorno).

Apresenta-se, no Quadro 3, um resumo das variáveis utilizadas neste modelo.

Quadro 3 - Variáveis da hipótese 2 e respectivas formulações

	Variável	Sigla	Formulação	Sinal esperado	Referência
Dependente	Remuneração Total Média	RTM	Remuneração Total Média dos executivos.		Armstrong <i>et al.</i> (2012) e Cesari <i>et al.</i> (2013).
Independente	Anos de Experiência	AnosExp	Número de anos acumulativos que a empresa fez, pelo menos, uma aquisição.	+	(Hayward, 2002).
	Familiar	Familiar	1 = empresas familiares; 0 = empresas não familiares.	-	Cesari <i>et al.</i> (2013).
	Experiência*Familiar	ExpFamiliar	Variável interativa = anosexp*familiar.	-	

Controle	Governança corporativa	Gov	1 = Empresas que participam de segmento diferenciado de governança; 0 = contrário.	-	
	Tamanho do conselho	Conselho	Número de conselheiros administrativos.	+	Conyon e He (2014), e Conyon (2013)
	Tamanho da empresa	Lnativo	LN(Ativos)	+	Cesari <i>et al.</i> (2013) e Grinsten e Hribar (2004).
	Oportunidade de investimento	Mtb (<i>market-to-book</i>)	Relação entre o valor de mercado dos ativos e valor contábil da empresa.	+	Cesari <i>et al.</i> (2013), Conyon (2012), Conyon e He (2014) e Cordeiro <i>et al.</i> (2013).
	Retorno	Rativos (retorno ajustado pela indústria).	Retorno sobre os ativos da empresa menos a média de retorno sobre os ativos da indústria.	+	Cordeiro (2013) e Cesari <i>et al.</i> (2013).
	Volatilidade	Dpret	O desvio padrão anual dos retornos de ações diárias.	+	Conyon e He (2014), Cordeiro <i>et al.</i> (2013), Cesari <i>et al.</i> (2013) e Brick, Palmon e Wald (2015).
	Endividamento	Dívidas	Dívidas de longo prazo e dívidas por ativo.	-	Cesari <i>et al.</i> (2013).

Fonte: elaborado pelo autor.

3.2.4. Modelagem econométrica

Para testar a segunda hipótese, os dados foram estruturados em forma de painel desbalanceado, sendo o modelo estimado pelo método de mínimos quadrados ordinários. O modelo econométrico, para a segunda hipótese, é assim definido:

$$RTM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 anosexp_{i,t-1} + \beta_2 familiar_{i,t-1} + \beta_3 expfamiliar_{i,t-1} + \beta_4 gov_{i,t-1} + \beta_5 conselho_{i,t-1} + \beta_6 tam_{i,t-1} + \beta_7 mtb_{i,t-1} + \beta_8 rativos_{i,t-1} + \beta_9 volatilidade_{i,t-1} + \beta_9 dividas_{i,t-1} + \mu \quad (5)$$

Em que: *RTM* representa a remuneração média total dos executivos da empresa *i* no tempo *t*; *anosexp* é o número de anos acumulativos que a empresa fez, pelo menos, uma aquisição; *familiar* é uma variável *dummy* que classifica a empresa, respectivamente, como familiar (1) e não familiar (0); *expfamiliar* é uma variável interativa entre *anosexp* e *familiar*; *gov* representa o segmento de governança corporativa *i* no tempo *t-1*; *conselho* é o número de conselheiros administrativos da empresa *i* no

tempo $t-1$; *estrut* representa a variável *dummy* de *dual shares* da empresa i no tempo $t-1$; *tam* é o logaritmo natural das receitas da empresa i no tempo $t-1$; *mtb* é o *market-to-book* da empresa i no tempo $t-1$; *rativos* representa o retorno ajustado da empresa i no tempo $t-1$; e *volatilidade* representa o desvio padrão anual dos retornos das ações diárias da empresa i no tempo $t-1$ e; e *dívidas* representa as dívidas da empresa dividida pelo ativo total.

Para verificar qual modelo de dados em painel é o mais adequado para estimar as regressões, os testes-F de Chow, Lagrangian Multiplier de Breusch-Pagan e Hausman foram realizados, e os resultados são apresentados pela Tabela 2, a seguir:

Tabela 1 – Adequação do modelo da hipótese

Teste	RMT (p-valor)
F de Chow	0,0000***
Lagrangian Multiplier de Breusch-Pagan	0,0000***
Hausman	0,1797

***Estatisticamente significativa ao nível de 1% (p-valor < 0,01).

Fonte: elaborada pelo autor.

Como mostra a tabela acima, as hipóteses nulas dos testes-F de Chow e LM de Breusch-Pagan foram rejeitadas (p-valores < 0,05), portanto o modelo POOLS não é considerado o mais apropriado para a regressão. Adicionalmente, o p-valor do teste de Hausman foi maior que 0,05, e, por isso, a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado não foi rejeitada ao nível de 5%. Ou seja, este modelo é o mais indicado.

Para o atendimento dos pressupostos do modelo de regressão por mínimos quadrados ordinários, foram realizados os testes de normalidade dos resíduos, multicolinearidade, heterocedasticidade e autocorrelação serial.

Foi realizado o teste de Shapiro-Francia para verificar a normalidade dos resíduos. O p-valor foi próximo de 0. Isso significa que, por meio deste teste, os resíduos não seguem distribuição normal. Apesar deste resultado ser visto de forma ruim para os modelos, Wooldridge (2012) argumenta que a violação deste pressuposto pode ser minimizada quando há a utilização de grandes observações (o que é o caso desta pesquisa), devido às propriedades assintóticas dos estimadores obtidos por MQO. Portanto não serão efetuadas correções para esta violação.

Para detectar problemas de multicolinearidade, foi realizado o teste de fatores de inflacionamento de variáveis. Os valores obtidos são apresentados pela Tabela 3, a seguir:

Tabela 2 – Resultados do teste de multicolinearidade

Variável	VIF	1/VIF
Expfamiliar	3,12	0,32
Familiar	2,35	0,43
Experiência	1,90	0,53
Lnativo	1,77	0,56
Conselho	1,55	0,65
Dpret	1,26	0,79
Rativos	1,20	0,84
Mtb	1,13	0,88
Governança	1,12	0,89
Dívidas	1,10	0,90
Média VIF	1,65	

Fonte: elaborada pelo autor.

Nenhum valor do VIF da Tabela 3 apresentou valor superior a 5. Portanto não foram detectados problemas de multicolinearidade.

Para problemas de heterocedasticidade, foi realizado o teste de Breush-Pagan, o qual tem como hipótese nula a constância da variância. Para a equação 3, os resultados deram aproximadamente 1. Isso significa que o modelo é homocedástico. Por fim, foi feito o teste de Wooldridge para autocorrelação serial de dados em painel, no qual a hipótese nula indica a ausência de autocorrelação. O p-valor para o modelo da RTM foi de 0,1. Com isso, não há evidência de autocorrelação serial no modelo.

4. RESULTADOS

Assim como no tópico de metodologia, os resultados das hipóteses serão apresentados, primeiramente, de forma segregada, porém serão abordados conjuntamente, no tópico de discussão.

4.1. Resultados: hipótese 1

4.1.1. Estatística descritiva

Como dito na seção de metodologia, os dados foram winsorizados ao nível de 5% (com exceção das variáveis *dummy*) para evitar possíveis problemas com *outliers*. A Tabela 4 apresenta a estatística descritiva das variáveis antes e depois do tratamento dos *outliers*.

Tabela 3 – Análise descritiva das variáveis da hipótese 1 (exceto variáveis *dummy*)

Var.	OBS.	Média		Desvio padrão		Mínimo		Máximo	
		Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois
CAR3	244	0,002	0,000	0,066	0,047	-0,186	-0,084	0,454	0,093
CAR20	244	-0,009	-0,012	0,145	0,120	-0,522	-0,219	0,632	0,200
Familiar	252	0,39	0,39			0,00	0,00	1	1
Tobin	252	1,36	1,34	0,79	0,70	0,30	0,52	5,13	3,14
End.	252	84,80	3,60	557,37	9,92	-43,92	-10,19	3992,70	37,38
Inativos	252	22,79	22,78	1,70	1,58	16,76	20,46	27,12	26,08
Conselho	252	8,08	7,89	3,69	2,75	2,00	4,00	22,4	16,08
ROA	252	5,98	6,06	8,16	5,54	-57,43	-3,02	54,34	16,56
Caixa	252	0,15	0,15	0,09	0,09	0,01	0,02	0,48	0,34

Fonte: elaborada pelo autor.

Primeiramente, nota-se que, após a winsorização, há uma maior homogeneidade das variáveis, perceptível, principalmente, quando observada a mudança dos desvios padrão, a medida de distância média entre pontos individuais e a média geral.

Também é notado que o número de observações entre os retornos anormais acumulados e as demais variáveis são diferentes; fato ocorrido pela impossibilidade de se calcular os CAR pelo fato de algumas empresas não terem tido suas ações negociadas no período da janela de estimação ou na janela de evento.

Percebe-se que, com a utilização da técnica de winsorização, houve uma suavização das observações extremas (perceptível, observando-se os valores máximos e

mínimos). O evento de aquisição que gerou o menor retorno anormal acumulado para o período de 7 dias em torno do evento (antes da utilização da técnica) foi a aquisição da Uniconsult Sistemas e Serviços Ltda. pela B2W Cia Digital SA, anunciada em 31 de março de 2013, gerando CAR (-3,3) de aproximadamente -18,6%. Para o período de 41 dias, o evento que gerou um menor retorno anormal acumulado foi a aquisição anunciada pela Ser Educacional SA da Associação de Ensino Superior Anglo Líder em 20 de janeiro de 2014, gerando CAR (-20,20) de -52,2%.

Observando-se os maiores retornos anormais acumulados, tem-se, tanto para o período de 7 dias quanto para o de 41, a aquisição da Inpar Projecto Residencial pela Viver Incorporadora e Construtora SA, resultando em CAR de 45,4% e 63,2% respectivamente.

4.1.2. Análise univariada

O primeiro teste realizado buscou verificar se as médias dos retornos anormais acumulativos dos períodos (-3,3) e (-20,20) são significativos, ou seja, se a média dos CAR foram diferentes de 0. A amostra total foi subdividida em dois grupos, classificadas por empresas familiares e não familiares. Como teste estatístico, realizou-se o Teste T de Student. Apresentam-se os seguintes resultados (Tabela 5):

Tabela 4 – Resultados do T-Student

	Amostra Total		Familiar		Não Familiar	
	Média	D. Padrão	Média	D. Padrão	Média	D. Padrão
CAR (-3,3)	-0,01%	0,05	0,55%	0,05	-0,39%	0,04
	(0,483)		(0,856)		(0,135)	
CAR (-20,20)	-1,23%*	0,12	1,26%	0,13	-2,90%***	
	(0,055)		(0,821)		(0,001)	0,11

***Estatisticamente significativa ao nível de 1% (p-valor < 0,01); **estatisticamente significativa ao nível de 5% (p-valor < 0,05); e *estatisticamente significativa ao nível de 10% (p-valor < 0,10). P-valores estão entre parênteses.

Fonte: elaborada pelo autor.

Os retornos anormais acumulados 7 dias ao redor dos eventos não se mostraram significativamente diferentes de 0 para a amostra total, para empresas familiares e para empresas não familiares, o que evidencia retornos anormais acumulados nulos. Já, para os 41 dias em torno do evento, percebe-se um retorno anormal acumulado de -1,23% significativo ao nível de 10% para o total da amostra, e de -2,90% para empresas não

familiares significativa ao nível de 1%. Tais resultados vão ao encontro da literatura de que os resultados de curto prazo de aquisições são nulos ou negativos (King *et al.*, 2004; Moeller *et al.*, 2005).

4.1.3. Análise multivariada

O objetivo desta seção é investigar se a estrutura de propriedade (empresas familiares ou não) impacta o desempenho de aquisições. A Tabela 6 apresenta os resultados da regressão múltipla.

Tabela 5 – Resultados da regressão da H1

	Sinal Esp.	CAR (-3,3)		CAR (-20,20)	
		Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor
Familiar	+	0,0141**	(0,022)	0,0501***	(0,001)
Tobin	+	-0,0010	(0,850)	-0,0150	(0,273)
Dívidas	+	0,0005*	(0,097)	0,0019**	(0,020)
Caixa	-	-0,0597*	(0,095)	-0,1562*	(0,081)
Lnativos	-	0,0077***	(0,001)	0,0187***	(0,002)
Status	-	0,0314**	(0,025)	0,0751**	(0,032)
Conselho	-	-0,0018	(0,174)	-0,0064*	(0,058)
ROA	+	0,0000	(0,954)	0,0016	(0,360)
Constante		-0,1609	(0,002)	-0,3851	(0,003)
OBS		244		244	
R ²		0,11		0,15	

***Estatisticamente significativa ao nível de 1% (p-valor < 0,01); **estatisticamente significativa ao nível de 5% (p-valor < 0,05); e *estatisticamente significativa ao nível de 10% (p-valor < 0,10). P-valores estão entre parênteses.

Fonte: elaborada pelo autor.

A variável de interesse deste modelo, familiar, que visa a diferenciar empresas familiares de não familiares, apresentou coeficiente positivo significativo tanto para o retorno anormal acumulativo dos 7 dias em torno da aquisição (p-valor < 5%) quanto para os 41 dias (p-valor < 1%), com coeficientes de 0,0141 e 0,0501 respectivamente. Ou seja, mantendo as demais variáveis constantes, as empresas familiares tendem a ter retornos anormais acumulativos superiores de 1,41% nos 7 dias, em torno das aquisições, e de 5,01% nos 41 dias, em torno das aquisições, em relação às empresas não familiares. O resultado vai ao encontro da hipótese 1 deste trabalho. E os achados vão ao encontro dos trabalhos de Bouzgarrou e Navatte (2013), Ben-Amar e André (2006), Feito-Ruiz e Menéndez-Requejo (2008) e Basu, Dimitrova e Paeglis (2008).

A variável caixa, que buscou representar a retenção de caixa das empresas, mostrou-se negativa e significativa ao nível de 10% nos dois modelos apresentados e foi consistente com os trabalhos de Bouzgarrou e Navatte (2013), Caprio *et al.* (2011) e Du e Boateng (2014). Tal fato representa que, realmente, empresas com maiores reservas de caixa tendem a fazer aquisições menos rentáveis do que empresas que possuem um menor caixa, já que, além de propiciar aquisições mais arriscadas, oferecem oportunidades para os executivos realizarem aquisições, visando a benefícios próprios.

O endividamento das empresas mostrou-se significativo com coeficiente positivo em ambos os modelos, porém com um nível diferente de significância em cada. No modelo referente aos CAR (-3,3), o nível foi de 10%, e, nos CAR (-20,20), o nível foi de 5%, com coeficientes de 0,0005 e 0,0019. Os sinais dos coeficientes confirmam o esperado para esta amostra: empresas com maiores níveis de endividamento apresentam maiores retornos anormais acumulados no período, em torno das aquisições. Isso mostra que os gestores das empresas mais endividadas são mais cautelosos nas decisões de aquisições.

Em relação à variável que visa a medir a oportunidade de crescimento, Q de Tobin, ela não se mostrou significativa em nenhum dos dois modelos, contradizendo a relação esperada, porém foi ao encontro do trabalho de Gonec *et al.* (2013), que também não achou significância da variável para o retorno anormal acumulado.

De forma inesperada, a *proxy* de tamanho (Lnativos) mostrou-se positivamente associada aos retornos anormais acumulados nos dois períodos calculados, a um nível de significância de 1%, com coeficientes de 0,0077 e 0,0187. Esse resultado foi de encontro aos trabalhos de Bouzgarrou e Navatte (2013), Gonec *et al.* (2013) e Moeller *et al.* (2004). Era esperado que empresas maiores tivessem menores retornos anormais acumulados, já que elas tendem a pagar valores maiores para fazer aquisições.

Também de forma inesperada, a variável *status* apresentou significância de 5% com coeficiente positivo nos modelos CAR (-3,3) e CAR (-20,20). Esperava-se que, pela concorrência na compra de empresas listadas em bolsa de valores, os montantes das transações fossem elevados, e isso gerasse um retorno anormal negativo para a empresa adquirente. Entretanto, pela ausência de uma variável para controlar o tamanho da empresa adquirida, é provável que empresas listadas sejam maiores que empresas não listadas, e a compra de empresas maiores gere retornos anormais positivos para a empresa adquirente.

O tamanho do conselho administrativo apresentou coeficiente negativo nas duas regressões, entretanto apenas para os CAR (-20,20), que apresentou significância (p-valor < 10%). O coeficiente negativo vai ao encontro dos trabalhos de André *et al.* (2012) e Ben-Amar e André (2006), atestando que maiores conselhos geram menores retornos anormais acumulados devido a problemas de coordenação e comunicação.

Por fim, a rentabilidade sobre os ativos não se mostrou significativa para os modelos, e seus coeficientes se mostraram muito pequenos, não confirmando os achados dos trabalhos de Du e Boateng (2014).

4.2. Resultados: hipótese 2

4.2.1. Estatística descritiva

As estatísticas descritivas para as variáveis utilizadas nas hipóteses 2 estão expostas pela Tabela 7. Assim como realizado na hipótese 1, as variáveis foram winsorizadas ao nível de 5%.

Tabela 6 – Análise descritiva das variáveis da hipótese 2

Var.	OBS.	Média		Des. Padrão		Mínimo		Máximo	
		Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois
RTM (milhares)	666	2.522,76	2.346,28	2.804,59	2.014,62	1,16	247,57	25.300,00	8.166,14
ExpFamiliar	768	0,49	0,49						
Familiar	768	0,41	0,41						
AnosExp	778	1,11	1,11	1,05	1,05	0	0	6	6
Conselho	759	7,73	7,48	3,23	2,21	1	4	24	12
Lnativo	757	22,21	22,23	1,71	1,44	16,27	19,82	27,53	24,95
Mkt	717	2,47	2,15	8,13	1,95	-21,83	0,14	200,52	7,66
Rativos	750	33,69	34,62	325,95	11,43	-64,61	-13,42	3.993	37,92
Dívidas	756	0,32	0,32	0,17	0,16	0	0,01	1,10	0,61
Governança	768	0,82	0,82						
Dpret	707	0,02	0,02	0,01	0,01	5E-05	19,82	0,14	0,04

Fonte: elaborada pelo autor.

Em relação à técnica de winsorização, percebe-se que, de modo geral, houve uma alteração significativa na média e no desvio padrão das variáveis, causadas pela suavização das extremidades; o que é perceptível, comparando-se o antes e o depois do máximo e do mínimo.

Conforme informações presentes na Tabela 7, a RTM dos executivos é de R\$ 2.522.756 (antes da winsorização). A maior RTM foi de aproximadamente R\$ 25.300.000, paga pela Vale S. A. em 2011, ano que contou com média de 7,75 executivos; e a menor RTM, de R\$ 1.156,83, paga pela Valid Soluções S.A. em 2010, ano em que contava com 4 executivos.

Além das informações de remuneração, destaca-se que cerca de 82% das observações participam de um segmento especial de governança da Bovespa, número muito superior quando comparado a todas empresas listadas na B3, que é de cerca de 55%.

4.2.2. Análise multivariada

A Tabela 8 apresenta os resultados das regressões feitas para a hipótese 2.

Tabela 7 – Resultados da regressão da H2

RTM			
	Sinal Esp.	Coef.	P-Valor
ExpFamiliar	-	- 297.266**	(0,016)
Familiar	-	- 203.853	(0,531)
Exp	+	325.003***	(0,001)
Conselho	+	72.087*	(0,074)
Lnativo	+	439.743***	(0,000)
Mkt	+	185.285***	(0,000)
Rativos	+	- 576	(0,922)
Dívidas	-	- 2.027.413***	(0,000)
Governança	-	14.289	(0,971)
Dpret	+	- 3.325.727	(0,712)
Constante		- 8.095.537***	(0,000)
OBS		605	
R ²		0,34	

***Estatisticamente significativa ao nível de 1% (p-valor < 0,01); **estatisticamente significativa ao nível de 5% (p-valor < 0,05); *estatisticamente significativa ao nível de 10% (p-valor < 0,10). P-valores estão entre parênteses.

Fonte: elaborada pelo autor.

A variável Exp buscou verificar se a remuneração dos executivos é impactada por aquisições corporativas. O coeficiente da variável se mostrou positivo e significativo a um nível de 1% (p-valor < 1). Ou seja, em média, a remuneração total de um executivo aumenta cerca de R\$ 325.003 no ano fiscal seguinte à realização de pelo menos uma

atividade de aquisição. Esses achados vão ao encontro dos trabalhos de Datta *et al.* (2001) e Grinstein e Hribar (2004).

A variável familiar obteve coeficiente negativo, porém não mostrou relação significativa com a variável dependente. Isso mostra que, para a amostra, a remuneração dos executivos não é influenciada pelo fato de a empresa ser ou não familiar.

A variável ExpFamiliar é uma variável interativa, produto das variáveis “familiar” e da “AnosExp” que buscou comparar o impacto das aquisições corporativas nas empresas familiares e não familiares na remuneração dos executivos das empresas da amostra. O coeficiente da variável mostrou-se negativo e significativo para a RTM (p-valor < 5%). Esse resultado suporta a hipótese 2. A partir dele, infere-se que aquisições corporativas têm um maior impacto positivo na remuneração total dos executivos de empresas não familiares do que em empresas familiares.

A variável que mede o tamanho do conselho se mostrou significativa ao nível de 10%. Esse resultado suporta o argumento de que grandes conselhos administrativos podem gerar problemas de coordenação, comunicação e monitoramento da gestão da empresa, o que pode levar a um alto valor de remuneração dos executivos.

Como esperado, a variável que mede o tamanho da empresa obteve significância ao nível de 1% no modelo. Isso mostra que empresas maiores remuneram mais seus executivos, possivelmente pela maior complexidade da empresa.

A relação entre *market-to-book* e RTM mostrou-se significativa com o coeficiente positivo. Essa relação confirma a ideia de que empresas com maiores oportunidades de investimento remuneram melhores seus executivos.

O resultado do retorno sobre ativos ajustado não se comportou como esperado. Essa variável não apresentou significância com o RTM, porém esse resultado foi ao encontro dos achados de Grinstein e Hribar (2004), que levantaram que as empresas raramente consideram a dimensão de desempenho para a concessão de incentivos aos gestores.

O coeficiente da variável de endividamento se mostrou negativo e significativo ao nível de 1%. Isso confirma a ideia de que empresas mais endividadas remuneram menos seus executivos. Por fim, as variáveis de governança e de volatilidade não se mostraram significantes ao modelo.

4.3. Discussão

De uma forma geral, o estudo demonstrou que a estrutura de propriedade e de controle das empresas influencia tanto no desempenho de aquisições corporativas quanto na remuneração dos executivos das empresas adquirentes pós-processo.

Especificamente, duas hipóteses foram testadas por este estudo. A primeira delas é a de que o desempenho das aquisições das empresas familiares é superior ao das empresas não familiares no Brasil (H1), e a segunda é a de que o aumento na remuneração total dos gestores das empresas não familiares é superior ao das empresas familiares no período pós-aquisição (H2).

Em relação à H1, nas regressões em que os retornos anormais acumulados eram variáveis dependentes, a variável de interesse do modelo, familiar, que tinha como função diferenciar empresas familiares de não familiares, mostrou-se significativa com coeficiente positivo em ambos os modelos.

Assim, infere-se que o desempenho com o evento das empresas adquirentes familiares tende a ser superior ao das empresas não familiares, corroborando os resultados dos trabalhos de Bouzgarrou e Navatte (2013), Ben-Amar e André (2006), Feito-Ruiz e Menéndez-Requejo (2008) e Basu *et al.* (2008) e, conseqüentemente, suportando a hipótese 1 desta pesquisa.

Esse resultado pode ter várias explicações relacionadas com a Teoria da Agência. A primeira delas é o maior alinhamento de interesses entre os acionistas e executivos das empresas familiares. A segunda é que o grande capital empregado pela família na empresa é um incentivo suficiente para que os executivos (família) tomem decisões que visem criação de valor para empresa à expropriação de riqueza da mesma, quando comparadas a empresas não familiares (Ben-Amar & André, 2006 e Ali *et al.*, 2007). Além disso, pode ser explicado pelo maior conservadorismo das empresas familiares, que só se engajam em atividades de aquisições quando há uma probabilidade maior de criação de valor (Bouzgarrou & Navatte, 2013). Por fim, esse resultado pode refletir a preocupação das empresas familiares na transferência de riqueza para as gerações futuras, fazendo com que seus executivos expropriem menos a empresa.

Como achados secundários desta hipótese, pode-se destacar que, por meio da análise univariada, não houve retornos anormais acumulados significativos nos 7 dias em torno do evento (CAR -3,3). Porém observou-se a existência de retornos anormais acumulados significativos nos 41 dias em torno do evento (CAR -20,20). Isso indica que

o mercado leva um tempo maior para ajustar-se inteiramente às informações das aquisições corporativas.

Ainda por meio da análise univariada, indo ao encontro da maior parte da literatura sobre aquisições, os resultados mostraram que as aquisições não geraram criação de valor aos acionistas, sendo, em média, nula nos 7 dias em torno do evento, e negativa nos 41 dias em torno do evento para toda a amostra. Quando esta foi separada, entre empresas familiares e não familiares, os resultados mostraram um ganho nulo para as empresas familiares nas duas janelas calculadas, e, para as empresas não familiares, mostraram-se ganho nulo para janela de 7 dias e negativo para a janela de 41 dias.

A hipótese 2 da pesquisa também foi confirmada. Por meio dos resultados encontrados, percebeu-se que aquisições corporativas têm um maior impacto positivo na remuneração total dos executivos de empresas não familiares do que na de empresas familiares, corroborando o trabalho de Cesari *et al.* (2016). Esses achados sugerem que o maior alinhamento de interesses existente nas empresas familiares faz com que as aquisições corporativas sejam usadas em menor grau pelos executivos destas empresas para expropriar os acionistas do que em empresas não familiares, visto que o impacto na remuneração total destes é significativamente superior ao daqueles.

O segundo ponto a ser destacado no modelo da segunda hipótese é que a RTM dos executivos não se mostrou influenciada pela estrutura da propriedade da empresa, pois a variável familiar não se mostrou significativa no modelo. Esse resultado é um pouco surpreendente, pois esperava-se que as empresas familiares remunerassem menos seus executivos, dado que a remuneração funciona como uma ferramenta de alinhamento entre o interesse dos gestores e dos proprietários, e esse alinhamento já acontece de forma natural nas empresas familiares.

Em suma, as evidências encontradas nesta pesquisa sugerem que as aquisições corporativas funcionam como ferramentas de expropriação de riqueza tanto por parte dos acionistas das empresas familiares quanto das empresas não familiares, já que mesmo que as empresas tenham resultados nulos ou negativos com a atividade de aquisição (H1), os executivos ganham um aumento de remuneração (H2). Entretanto, essa expropriação ocorre em maior intensidade por parte dos executivos das empresas não familiares.

Como contribuições práticas, os resultados aqui encontrados podem levar a reflexões por parte dos acionistas das empresas sobre o uso de aquisições corporativas, já que aparentemente os prejudicados, pois, além de ser uma estratégia arriscada e de não obterem criação de valor com seu uso, eles ainda são expropriados por seus executivos.

A contribuição teórica deste trabalho foi a utilização dos temas de aquisição corporativa e de diferenciação da estrutura de propriedade de controle das empresas de forma complementar, gerando uma visão diferente sobre os resultados. Além disso, houve uma aplicação empírica de pontos importantes da Teoria da Agência nesta pesquisa, como alinhamento de interesses e expropriação de executivos.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Há uma recente literatura internacional que destaca as diferenças entre as empresas familiares e não familiares em termos de investimentos, incluindo aquisições corporativas. Essas diferenças são explicadas pelas distintas relações de agência presentes nesses dois tipos de estrutura de propriedade.

Com base nisso, este trabalho teve como objetivos verificar se as aquisições realizadas por empresas familiares geram melhor desempenho do que aquelas realizadas por empresas não familiares, e verificar a diferença do impacto das atividades de aquisição na remuneração dos executivos de empresas familiares, quando comparadas às empresas não familiares, de firmas brasileiras listadas na B3, no período de 2009 a 2016.

Um dos argumentos teóricos utilizados é o fato de que, em empresas familiares, o menor distanciamento entre a propriedade e o controle criam ambientes com maior alinhamento de interesse e menores problemas de agência entre os executivos e os acionistas, fazendo com que os executivos de empresas familiares não utilizem aquisições corporativas para promover seus interesses individuais. Outro argumento diz respeito ao maior conservadorismo destas empresas quando comparadas às empresas não familiares, já que há uma intenção de se passar a empresa para gerações futuras.

Para cumprir os objetivos, foram gerados um total de três modelos de regressões múltiplas, dos quais dois tinham como variável dependente retornos anormais acumulados das ações da empresa compradora em torno do evento, e um tinha como variável dependente a remuneração média total anual dos executivos da empresa compradora.

Em relação ao primeiro objetivo desta pesquisa, os resultados apontaram que as empresas brasileiras familiares tendem a ter desempenho superior com eventos de aquisições corporativas em relação às não familiares. No que se refere ao segundo objetivo, descobriu-se que as aquisições corporativas têm um maior impacto positivo na remuneração total dos executivos de empresas não familiares do que na de empresas familiares. Em suma, descobriu-se que o tipo de estrutura de propriedade e controle das empresas tem influência nas aquisições corporativas.

O trabalho apresentou algumas limitações. A primeira diz respeito à classificação de empresas familiares e não familiares. Como já dito, não há nenhuma definição exata na literatura para a classificação de empresas como familiares. Isso faz com que seja

possível que outros trabalhos tenham resultados divergentes deste, além de dificultar a comparação com outros estudos.

Outra limitação do estudo foi o excesso de informações coletadas por meio do formulário de referência, que vai desde a remuneração dos executivos aos critérios para a classificação das empresas como familiares. A limitação se concentra na não obrigatoriedade de este documento ser auditado por auditoria externa, o que pode levar a alguns erros de divulgação por parte das empresas.

A terceira limitação consiste na ausência de informações sobre as características das transações das aquisições, como forma de pagamento e tamanho da empresa adquirida. Há ainda, no Brasil, uma grande dificuldade para a obtenção destes dados.

Por fim, a última limitação do estudo consiste no período analisado (2009-2016), que é relativamente curto quando comparado com estudos internacionais sobre o tema. Porém, neste trabalho, justificou-se pela a obrigatoriedade de divulgação do formulário de referência ter ocorrido apenas em 2009, no Brasil.

Para pesquisas futuras, sugere-se, principalmente, o controle de variáveis geradas a partir das características das transações de aquisições e também, se possível, a análise do desempenho de aquisições nas empresas adquiridas.

6. REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO

Aguiar, A. B. (2012). Associação Entre Sistema De Incentivos Gerenciais E Práticas De Contabilidade Gerencial. *Revista de Administração de Empresas*, 52(1), 40-54.

Adhikari, H. P., & Sutton, N. K. (2016). All in the family: The effect of family ownership on acquisition performance. *Journal of Economics and Business*, 88, 65-78.

Akhigbe, A., Madura, J., & Whyte, A. M. (2004). Partial anticipation and the gains to bank merger targets. *Journal of Financial Services Research*, 26(1), 55-71.

Ali, A., Chen, T. Y., & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1), 238-286.

Allayannis, G., Lel, U., & Miller, D. P. (2012). The use of foreign currency derivatives, corporate governance, and firm value around the world. *Journal of International Economics*, 87(1), 65-79.

Armstrong, C. S., Ittner, C. D., & Larcker, D. F. (2012). Corporate governance, compensation consultants, and CEO pay levels. *Review of Accounting Studies*, 17(2), 322-351.

André, P., Ben-Amar, W., & Saadi, S. (2014). Family firms and high technology Mergers & Acquisitions. *Journal of Management & Governance*, 18(1), 129-158

Baker, G. P., Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1988). Compensation and incentives: practice vs. theory. *The Journal of Finance*, 43(3), 593-616.

Basu, N., Dimitrova, L., & Paeglis, I. (2009). Family control and dilution in mergers. *Journal of Banking & Finance*, 33(5), 829-841.

Bauguess, S., & Stegemoller, M. (2008). Protective governance choices and the value of acquisition activity. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 550-566.

Ben-Amar, W., & André, P. (2006). Separation of ownership from control and acquiring firm performance: the case of family ownership in Canada. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(3-4), 517-543.

Bennedsen, M., Pérez-González, F., & Wolfenzon, D. (2010). The governance of family firms. *Corporate Governance: a Synthesis of Theory, Research, and Practice*, 371-389.

Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional wealth in family firms: theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research. *Family Business Review*, 25(3), 258-279.

Bjursell, C. (2011). Cultural divergence in merging family businesses. *Journal of Family Business Strategy*, 2(2), 69-77.

Bliss, R. T., & Rosen, R. J. (2001). CEO compensation and bank mergers. *Journal of Financial Economics*, 61(1), 107-138.

Bouzgarrou, H., & Navatte, P. (2013). Ownership structure and acquirers performance: family vs. non-family firms. *International Review of Financial Analysis*, 27, 123-134.

Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism?. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403-423.

Brito, G. A. S., Donizete Batistella, F., & Famá, R. (2005). Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. *Revista de Administração-RAUSP*, 40(4).

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of financial economics*, 8(3), 205-258.

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of financial economics*, 14(1), 3-31.

Camargos, M. A. D., & Barbosa, F. V. (2010). Estudos de Evento: teoria e operacionalização. *REGE Revista de Gestão*, 10(3).

Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2005). Análise empírica da hipótese de maximização da riqueza dos acionistas nos processos de fusão e aquisição ocorridos no mercado de capitais brasileiro pós-plano real. *REGE Revista de Gestão*, 12(4), 33-53.

Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2009). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. *Revista de Administração de Empresas*, 49(2), 206-220.

Caprio, L., Croci, E., & Del Giudice, A. (2011). Ownership structure, family control, and acquisition decisions. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1636-1657.

Cesari, A., Gonenc, H., & Ozkan, N. (2016). The effects of corporate acquisitions on CEO compensation and CEO turnover of family firms. *Journal of Corporate Finance*, 38, 294-317.

Chen, H. L., & Hsu, W. T. (2009). Family ownership, board independence, and R&D investment. *Family Business Review*, 22(4), 347-362.

Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., & Shevlin, T. (2010). Are family firms more tax aggressive than non-family firms? *Journal of Financial Economics*, 95(1), 41-61.

Chen, T. Y., Dasgupta, S., & Yu, Y. (2014). Transparency and financing choices of family firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(02), 381-408.

Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 23(4), 19-19.

Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 81-112.

Conyon, M. J., & He, L. (2012). CEO compensation and corporate governance in China. *Corporate Governance: An International Review*, 20(6), 575-592.

Conyon, M. J., & He, L. (2014). Executive compensation and corporate fraud in China. *Journal of Business Ethics*, 134(4), 669-691.

Cordeiro, J., He, L., Conyon, M., & Shaw, T. (2016). Chinese executive compensation: the role of asymmetric performance benchmarks. *The European Journal of Finance*, 22(4-6), 484-505.

Craninckx, K., & Huyghebaert, N. (2015). Large shareholders and value creation through corporate acquisitions in Europe. The identity of the controlling shareholder matters. *European Management Journal*, 33(2), 116-131.

Datta, S., Iskandar-Datta, M., & Raman, K. (2001). Executive compensation and corporate acquisition decisions. *The Journal of Finance*, 56(6), 2299-2336.

Diaz, B. D., & Azofra, S. S. (2009). Determinants of premiums paid in European banking mergers and acquisitions. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 1(4), 358-380.

Dodd, P. (1980) Mergers proposals, management discretion and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 8(2), 105-138.

Du, M., & Boateng, A. (2015). State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms. *International Business Review*, 24(3), 430-442.

Feito-Ruiz, I., & Menéndez-Requejo, S. (2010). Family firm mergers and acquisitions in different legal environments. *Family Business Review*, 23(1), 60-75.

Forker, J. J. (1992). Corporate governance and disclosure quality. *Accounting and Business Research*, 22(86), 111-124.

Gao, H., Harford, J., & Li, K. (2013). Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms. *Journal of Financial Economics*, 109(3), 623-639.

Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1995). Compensation policy and the investment opportunity set. *Financial management*, 19-32.

Geppert, M., Dörrenbächer, C., Gammelgaard, J., & Taplin, I. (2013). Managerial Risk-taking in International Acquisitions in the Brewery Industry: Institutional and Ownership Influences Compared. *British Journal of Management*, 24(3), 316-332.

Gonenc, H., Hermes, N., & van Sinderen, E. (2013). Bidders' gains and family control of private target firms. *International Business Review*, 22(5), 856-867.

Grinstein, Y., & Hribar, P. (2004). CEO compensation and incentives: evidence from M&A bonuses. *Journal of Financial Economics*, 73(1), 119-143.

Haleblian, J. J., Kim, J. Y. J., & Rajagopalan, N. (2006). The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: evidence from the US commercial banking 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.

Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997.

Harford, J., & Li, K. (2007). Decoupling CEO wealth and firm performance: the case of acquiring CEOs. *The Journal of Finance*, 62(2), 917-949.

Hayward, M. L. (2002). When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990 to 1995. *Strategic management journal*, 23(1), 21-39.

Hayward, M., & Hambrick, D. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly*, 42(1), 103-127.

Holmstrom, B., & Milgrom, P. (1987). Aggregation and linearity in the provision of intertemporal incentives. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 303-328.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial economics*, 11(1-4), 5-50.

King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187-200.

Loughran, T., & Vijh, A. M. (1997). Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions? *The Journal of Finance*, 52(5), 1765-1790.

Machado, J. H., & Famá, R. (2011). Ativos intangíveis e governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 8(16), 89-110.

Martinez, A. L., & Ramalho, G. C. (2014). Family firms and tax aggressiveness in Brazil. *International Business Research*, 7(3), 129.

Mateev, M. (2017). Is the M&A announcement effect different across Europe? More evidences from continental Europe and the UK. *Research in International Business and Finance*, 40(), 190-216.

Mazzi, C. (2011). Family business and financial performance: current state of knowledge and future research challenges. *Journal of Family Business Strategy*, 2(3), 166-181.

Merchant, K. A., & Van der Stede, W. A. (2007). *Management control systems: performance measurement, evaluation and incentives*. London: Pearson Education.

Mickelson, R. E., & Worley, C. (2003). Acquiring a family firm: A case study. *Family Business Review*, 16(4), 251-268.

Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201-228.

Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2005). Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. *The Journal of Finance*, 60(2), 757-782.

Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. *Handbook of Labor Economics*, 3, 2485-2563.

Ozkan, N. (2012). Do CEOs gain more in foreign acquisitions than domestic acquisitions? *Journal of Banking & Finance*, 36(4), 1122-1138.

Pasiouras, F., Tanna, S., & Gaganis, C. (2011). What drives acquisitions in the EU banking industry? The role of bank regulation and supervision framework, bank specific and market specific factors. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 20(2), 29-77.

Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.

Shim, J., & Okamuro, H. (2011). Does ownership matter in mergers? A comparative study of the causes and consequences of mergers by family and non-family firms. *Journal of Banking & Finance*, 35(1), 193-203.

Silva, A. da, Souza, T. R. de, & Klann, R. C. (2016). Tempestividade da informação contábil em empresas familiares brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 56(5), 489-502.

Silva, J. O. D. (2015). *Remuneração variável de executivos em empresas familiares brasileiras*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, (São Paulo, Brasil.

Smith Jr, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of financial Economics*, 32(3), 263-292.

Steiger, T., Duller, C., & Hiebl, M. R. (2015). No consensus in sight: an analysis of ten years of family business definitions in empirical research studies. *Journal of Enterprising Culture*, 23(1), 25-62.

Tanure, B., & Cançado, V. L. (2005). Fusões e aquisições: aprendendo com a experiência brasileira. *RAE-revista de administração de empresas*, 45(2).

Wong, Y. J., Chang, S. C., & Chen, L. Y. (2010). Does a family-controlled firm perform better in corporate venturing?. *Corporate Governance: An International Review*, 18(3), 175-192.

Wooldridge, J. M. (2012). *Introductory econometrics: A modern approach*. Nelson Education.

Worek, M. (2017). Mergers and acquisitions in family businesses: current literature and future insights. *Journal of Family Business Management*, 7(2), 177-206.

Yen, T. Y., & Andre, P. (2007). Ownership structure and operating performance of acquiring firms: the case of English-origin countries. *Journal of Economics and Business*, 59(5), 380-405.

Zellweger, T. M., Eddleston, K. A., & Kellermanns, F. W. (2010). Exploring the concept of familiness: introducing family firm identity. *Journal of Family Business Strategy*, 1(1), 54-63.