

## Poison pills e governança corporativa: um estudo no mercado acionário brasileiro

*Poison pills and corporate governance: a study in the Brazilian stock market*

Yuri Gomes Paiva Azevedo<sup>a</sup>, Hellen Bomfim Gomes<sup>b</sup>, Silvio Hiroshi Nakao<sup>a</sup>

<sup>a</sup> Universidade de São Paulo

<sup>b</sup> Universidade Federal do Rio Grande do Norte

### Palavras-chave

*Poison pills.*

Governança corporativa.

Dispositivos *anti-takeover*.

### Keywords

*Poison pills.*

Corporate governance.

*Anti-takeover devices.*

### Resumo

Este estudo tem por objetivo investigar se existe associação entre a adoção de *poison pills* e os níveis diferenciados de governança corporativa no mercado acionário brasileiro. A amostra é composta por 217 companhias abertas não-financeiras listadas na Bolsa, Balcão (B3), com dados disponíveis ao longo do período 2010-2017. A análise de dados realizada por meio de regressões logit e probit evidencia que a adoção de *poison pills* está positivamente associada à listagem nos segmentos Novo Mercado e Nível 2 de governança corporativa. Assim, a adoção deste dispositivo *anti-takeover* por companhias que estão listadas nos níveis mais elevados de governança corporativa pode ser útil para atuais e potenciais investidores, ao passo que dado o aumento de companhias abertas com o capital predominantemente disperso no mercado acionário brasileiro, as tentativas de tomada de controle de forma hostil podem ser cada vez mais recorrentes. Além disso, os resultados contribuem teoricamente no sentido de uma possível convergência entre a Teoria da Sinalização e a adoção de *poison pills*, evidenciando que a adoção desse dispositivo *anti-takeover* como mecanismo complementar de governança corporativa pode representar um sinal de proteção emitido pelas empresas ao mercado visando a atração de novos investidores.

### Abstract

*We investigate whether there is an association between the adoption of poison pills and premium corporate governance listing segments in the Brazilian stock market. Our sample consists of 217 non-financial publicly-traded companies listed on Brasil, Bolsa, Balcão (B3) with data available for the period 2010-2017. Through logit and probit regressions, we find that the adoption of poison pills is positively associated with listings in the New Market and Level 2 corporate governance segments. Thus, the adoption of this anti-takeover device by companies that are listed at the highest levels of corporate governance can be useful to current and potential investors since, given the rise of public companies with predominantly dispersed capital in the Brazilian stock market, hostile takeover attempts have been increasingly recurrent. Further, our results contribute theoretically towards a possible convergence between Signaling Theory and the adoption of poison pills, shedding light on the fact that the adoption of this anti-takeover device as a complementary corporate governance mechanism may represent a protection signal issued by companies to the market designed to attract new investors.*

### Informações do artigo

Recebido: 18 de maio de 2020

Aprovado: 31 de agosto de 2020

Publicado: 10 de fevereiro de 2021

### Implicações Práticas

Os resultados podem ser úteis para atuais e potenciais investidores, ao passo que a adoção de *poison pills* por companhias que possuem níveis mais elevados de governança corporativa pode ser visualizada como uma sinalização de que essas têm procurado adotar, de forma voluntária, mecanismos complementares que visam a proteção dos acionistas.

Copyright © 2021 FEA-RP/USP. Todos os direitos reservados.

Autor correspondente: Tel. (16) 3315-3919

E-mail: [yuri\\_azevedo@live.com](mailto:yuri_azevedo@live.com) (Y. G. P. Azevedo); [hellenbomfim@hotmail.com](mailto:hellenbomfim@hotmail.com) (H. B. Gomes); [shnakao@usp.br](mailto:shnakao@usp.br) (S. H. Nakao)

Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia Administração e Contabilidade. Avenida: dos Bandeirantes, 3900 - Monte Alegre, Ribeirão Preto/SP - 14040900, Brasil.

## 1 INTRODUÇÃO

Desde que foram introduzidas no mercado de capitais estadunidense, as *poison pills* tornaram-se um popular mecanismo de defesa em tentativas de *takeovers* hostis, tendo em vista que aumentam o poder de negociação dos gestores, tornando essas tentativas de tomada de controle mais onerosas para os potenciais adquirentes (Ryngaert, 1988). A partir dessa inserção das *poison pills* no mercado de capitais, a literatura na área tem levantado duas visões acerca dos fatores que levam à adoção desses mecanismos *anti-takeover*.

Por um lado, a hipótese do alinhamento de interesses dos acionistas preconiza que a adoção de *poison pills* pode ser influenciada por fatores que visam reduzir os conflitos de agência entre gestores e acionistas (Heron & Lie, 2006; Heron & Lie, 2015), como mecanismos relacionados à governança corporativa. Por outro lado, também é possível que sua adoção seja influenciada por aspectos que não visam beneficiar os acionistas (notadamente os minoritários), mas sim, perpetuar os atuais gestores em suas posições, conforme evidenciado na hipótese do entrenchamento gerencial (Arikawa & Mitsusada, 2011).

A partir dessas duas visões, diversos estudos empíricos foram realizados a fim de identificar os fatores associados à sua adoção por companhias abertas (Davis, 1991; Mallette & Fowler, 1992; Loh, 1994; Heron & Lie, 2006; Harris & Madura, 2010; Arikawa & Mitsusada, 2011; Heron & Lie, 2015; Bhojraj, Sengupta, & Suning, 2017; Dah, Michael, & Dixon, 2017). No entanto, as evidências reportadas pelos estudos anteriores na área não são convergentes no que tange aos aspectos de governança corporativa, bem como econômico-financeiros, que estão associados à adoção das *poison pills* por companhias abertas.

De forma complementar à inexistência deste consenso, verifica-se que estes estudos anteriores foram realizados em mercados de capitais desenvolvidos, como o Japão e os Estados Unidos, existindo assim, diferenças significativas entre esses mercados desenvolvidos e mercados emergentes, como o Brasil (Claessens & Yurtoglu, 2013).

A estrutura de propriedade é uma dessas diferenças, tendo em vista que diferentemente de economias mais desenvolvidas, o cenário brasileiro se caracteriza por possuir, em sua maioria, companhias com um elevado nível de concentração acionária (Silva, Lana, & Marcon, 2018). Entretanto, como resultado do processo de evolução do mercado de capitais, verifica-se que companhias com controle disperso ou com razoável dispersão acionária têm surgido no mercado acionário brasileiro (Gorga, 2009; Sternberg, Leal, & Bortolon, 2011; Portulhak, Theiss, Kühn, & Colauto, 2017; Crisóstomo, Freire, & Freitas, 2019), tornando possível que potenciais adquirentes tentem adquirir o controle da companhia.

Essa evidência é corroborada por tentativas de *takeovers* hostis que têm ocorrido no Brasil, como na oferta da Sadia pelo controle da Perdigão (Vieira, Martins, & Fávero, 2009), da Cromossomo Participações II pelo controle da Diagnósticos da América (Diagnósticos da América S. A., 2014), da Sapore pelo controle da International Meal Company (International Meal Company S. A., 2018), da Energisa pelo controle da Eletropaulo (Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S. A., 2018), dentre outras. Assim, considera-se relevante que as companhias abertas brasileiras que possuem maiores níveis de dispersão acionária busquem adotar *poison pills* visando proteger seus investidores de possíveis tentativas de *takeovers* hostis.

Paralelo a isso, o mercado de capitais brasileiro também se diferencia de mercados desenvolvidos por possuir um menor nível de proteção legal aos acionistas (Claessens & Yurtoglu, 2013; Silva & Martins, 2018). Assim, tendo em vista que em um ambiente de baixa proteção ao investidor é esperado que as companhias abertas brasileiras queiram melhor proteger seus acionistas minoritários (Carvalho & Pennacchi, 2012), foram criados, pela BM&FBovespa (atual B3), os segmentos diferenciados de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1), que possuem um enfoque gradual em diferentes níveis de proteção ao investidor.

No entanto, apesar dos níveis diferenciados de governança corporativa contribuírem para o aumento da proteção ao investidor (Leal, Carvalhal, & Iervolino, 2015), estes níveis também podem tornar as companhias mais propensas a tentativas de *takeovers* hostis, principalmente as companhias listadas no segmento Novo Mercado, que precisam manter 25% das ações com direito a voto em circulação. Assim, em linha com a perspectiva de que mecanismos de governança corporativa podem ter efeitos complementares, em que é recomendado que as companhias combinem diferentes mecanismos de governança a fim de reduzir conflitos de agência (Schepker & Oh, 2013), este estudo tem por objetivo investigar se existe associação entre a adoção de *poison pills* e os níveis diferenciados de governança corporativa no mercado acionário brasileiro.

Para investigar se as *poison pills* têm sido adotadas por companhias listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa como um dispositivo complementar relacionado à proteção dos investidores, foram implementadas regressões logit e probit. Os dados foram obtidos por meio da base de dados Bloomberg®, bem como dos estatutos sociais e dos formulários de referência do *website* da Comissão de Valores Mobiliários, sendo analisadas 217 companhias abertas brasileiras ao longo do período 2010-2017.

Os principais resultados evidenciam que as companhias abertas listadas no Novo Mercado e no Nível 2 associam-se positivamente à adoção de *poison pills* no Brasil. Esse achado sugere que, com o intuito de atrair novos investidores, bem como manter os atuais, é possível que as companhias listadas em segmentos de governança corporativa que possuem maiores mecanismos de proteção de acionistas minoritários tenham buscado adotar *poison pills* como um dispositivo complementar relacionado à proteção dos investidores, uma vez que ele fornece benefícios aos acionistas ao impedir a tomada de controle de forma hostil.

Dessa forma, este artigo preenche uma lacuna nos estudos que analisam as *poison pills* no contexto brasileiro pois, apesar de existirem evidências acerca dos aspectos teórico-conceituais e disposições legais aplicáveis à sua adoção (Vieira et al., 2009), do quantitativo e de suas peculiaridades no contexto brasileiro (Ambrozini, Pimenta, & Gaio, 2015), bem como de efeitos desse dispositivo *anti-takeover* (Portulhak et al., 2017; Azevedo & Nakao, 2019), até o presente momento, este estudo é o primeiro a investigar os aspectos associados à adoção de *poison pills* por companhias abertas brasileiras.

De forma complementar, preenche uma lacuna na literatura de governança corporativa no Brasil ao passo que — apesar de existirem estudos empíricos que examinam a associação entre os níveis diferenciados de governança e aspectos como a imagem institucional das empresas (Nardi & Nakao, 2008), os custos de auditoria (Bortolon, Sarlo, & Santos, 2013), a acurácia das previsões dos analistas (Dalmácio, Lopes, Rezende, & Sarlo, 2013), o valor de mercado das companhias abertas (Caixe & Krauter, 2014), dentre outros — até o presente momento, não foi explorado como os níveis diferenciados de governança corporativa podem estar associados à adoção de dispositivos *anti-takeover*.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 *Poison pills*

Embora as *poison pills* possam assumir diferentes formas — que podem variar de acordo com características específicas de cada mercado de capitais — de maneira geral, elas são projetadas para aumentar substancialmente a quantia que um potencial adquirente precisaria desembolsar para realizar o *takeover* de uma empresa-alvo (Downen, Johnson, & Jensen, 1994). No entanto, apesar desse dispositivo *anti-takeover* ser examinado pela literatura desde sua criação, no final dos anos 80, verifica-se que não existe um consenso acerca dos efeitos da sua implementação (Gine, Moussawi, & Sedunov, 2017).

Por um lado, a hipótese de entrincheiramento gerencial preconiza que as *poison pills* podem promover o entrincheiramento de gestores ineficientes, conduzindo, assim, à destruição de riqueza dos acionistas (Malatesta & Walkling, 1988; Arikawa & Mitsusada, 2011). Sob essa ótica, considera-se que protegidos do mercado de controle corporativo (*market for corporate control*), os gestores sentem-se seguros para tomar decisões visando a obtenção de benefícios próprios, em detrimento dos interesses dos acionistas (DeAngelo & Rice, 1983; Jensen & Ruback, 1983).

Por outro lado, a hipótese de alinhamento de interesse dos acionistas considera que as *poison pills* podem maximizar a riqueza dos acionistas ao estarem associadas a maiores prêmios na negociação da alienação do controle acionário (Heron & Lie, 2006; Heron & Lie, 2015). Assim, em uma tentativa de *takeover* hostil, este dispositivo *anti-takeover* fornece um maior poder de negociação ao conselho de administração, fazendo com que o potencial adquirente precise fazer uma oferta que seja do interesse dos acionistas da companhia (Comment & Schwert, 1995; Gine et al., 2017).

Nessa perspectiva, verifica-se que as *poison pills* propiciam assegurar um tratamento mais igualitário entre todos os acionistas da companhia em ofertas públicas de aquisição de controle, evitando, com isso, negociações isoladas por preços diversos e a perda de vantagens que a negociação em bloco possa ensejar (Maestri, 2011).

As *poison pills* também podem fornecer benefícios aos gestores da companhia que podem estar alinhados com os interesses dos acionistas, como o foco na visão de longo prazo. Ao propiciar uma maior proteção contra o mercado de controle corporativo, estes dispositivos podem fazer com que os gestores se sintam menos pressionados para entregar resultados de curto prazo, podendo, assim, priorizar projetos de longo prazo que maximizem valor para os acionistas (Knoeber, 1986).

Além de serem utilizadas para explicar os efeitos da adoção de *poison pills*, as hipóteses do entrincheiramento gerencial e do alinhamento de interesses dos acionistas também são utilizadas para examinar os fatores determinantes da adoção deste dispositivo *anti-takeover* (Datta & Iskandar-Datta, 1996). No entanto, também verifica-se que não há um consenso nos estudos anteriores acerca do consenso em relação às visões de alinhamento de interesses dos acionistas e entrincheiramento gerencial.

Por um lado, verifica-se que aspectos relacionados a boas práticas de governança corporativa, como a presença de *staggered board*, a independência do conselho e o *board interlocking* (Davis, 1991; Heron & Lie, 2006; Heron & Lie, 2015), bem como relacionados a performance das companhias (Harris & Madura, 2010; Heron & Lie, 2015), influenciam positivamente a adoção das *poison pills*, estando, assim, em linha com o preconizado pela perspectiva de alinhamento de interesses dos acionistas.

Entretanto, algumas evidências também se encontram em consonância com a ótica do entrincheiramento gerencial, tendo em vista a influência positiva da dualidade do CEO (Dah et al., 2017) e da concentração acionária (Harris & Madura, 2010; Bhojraj et al., 2017) na adoção desse dispositivo *anti-takeover*.

Nesse sentido, considerando a lacuna no que tange aos estudos empíricos que investigam os fatores associados a adoção de *poison pills* em mercados emergentes, bem como tendo em vista que esses mercados se diferenciam dos mercados desenvolvidos em relação aspectos de governança corporativa (e.g., sua menor proteção aos acionistas minoritários), torna-se relevante examinar os fatores que levam as companhias abertas brasileiras a adotarem mecanismos relacionados à proteção de acionistas, como as *poison pills*.

## 2.2 Hipótese de pesquisa

Em um ambiente de baixa proteção ao investidor, não é de surpreender que companhias abertas brasileiras queiram proteger melhor seus acionistas minoritários (Carvalho & Pennacchi, 2012). Assim, considerando que as *poison pills* fornecem benefícios aos acionistas, uma vez que impedem a tomada de controle de forma hostil por parte de um potencial investidor (Rhee & Fiss, 2014), é possível que companhias listadas em segmentos diferenciados de governança corporativa possuam uma maior tendência à adoção de *poison pills*.

Tendo em vista a existência de assimetrias informacionais, a Teoria da Sinalização (Spence, 1973) propõe que uma parte (e.g., companhia) pode emitir, de forma voluntária, sinais para outra parte (e.g., investidores), visando transmitir informações relevantes sobre as suas intenções. Assim, considera-se que os mecanismos e práticas diferenciadas de governança corporativa podem representar sinais da companhia, pois são comunicados ao mercado de que elas podem representar boas oportunidades de investimento, além de assegurar aos *stakeholders* sua qualidade e credibilidade informacional (Dalmácio et al., 2013).

Nessa perspectiva, estudos anteriores têm mostrado que, por meio da adoção de mecanismos de governança corporativa, as empresas buscam sinalizar sua preocupação acerca da proteção aos investidores (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2002; Klapper & Love, 2004), sendo a adoção de *poison pills* um desses sinais que recebeu considerável atenção ao longo dos anos (Straska & Waller, 2014).

As *poison pills* são tidas como um dos mecanismos relacionados à proteção dos direitos de acionistas (Gine et al., 2017), estando incluídas até mesmo em índices que mensuram a qualidade da governança corporativa, como o *G-index* proposto por Gompers, Ishii e Metrick (2003). Nesse sentido, considerando que a qualidade da governança corporativa no Brasil tem sido determinada por meio de diversos aspectos, sendo um deles a participação em segmentos diferenciados de governança corporativa (Almeida, Scalzer, & Costa, 2008; Bortolon et al., 2013; Dalmácio et al., 2013; Collares, 2020), que possui enfoque gradual nos níveis de proteção ao investidor, espera-se que as companhias listadas nesses segmentos sejam mais propensas a adotar, de forma voluntária, dispositivos que visem a proteção dos seus acionistas, como as *poison pills*.

Segundo, Martes (2014), o aumento no número de companhias listadas nos segmentos especiais (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) tem ocasionado uma maior dispersão do mercado de capitais brasileiro (tendo em vista o requisito mínimo de 25% de *free float*), sendo a existência de companhias com capital em um elevado grau de dispersão acionária (pulverizado) e, conseqüentemente, a possibilidade de *takeovers* hostis, uma realidade no Brasil.

Considerando que as *poison pills* tendem a ser implementadas em situações em que um potencial investidor pode adquirir determinada porcentagem de ações ordinárias em circulação de uma companhia alvo do *takeover* hostil até que o montante total adquirido lhe configure como um acionista controlador (Sikes, Wilson, & Tian, 2014), considera-se que a implementação da *poison pill* torna-se ainda mais importante em companhias listadas no segmento Novo Mercado.

Isto ocorre tendo em vista que as companhias listadas nesse segmento podem emitir apenas ações ordinárias. Assim, o percentual de 25% de *free float* composto apenas por ações ordinárias as torna mais propensas a tentativas de um *takeover* hostil por parte de potenciais adquirentes, que podem adquirir um determinado montante de ações ordinárias que lhes configure como controladores da companhia.

No entanto, companhias listadas no Nível 2 também podem possuir incentivos à adoção voluntária das *poison pills* tendo em vista que nesse segmento já são discutidos aspectos relacionados a operações que desencadeiam a configuração de controle da companhia. Essa visão é pautada na perspectiva que, no Nível 2, os acionistas preferenciais (originalmente sem direito a voto) possuem direito de voto em eventos de fusão ou aquisição (Darosi, 2014), operações essas em que os dispositivos *anti-takeover* podem propiciar uma vantagem estratégica na negociação de maiores prêmios, maximizando, assim, a riqueza dos acionistas (Jiraporn, 2005).

Nesse sentido, tendo em vista que uma melhor governança corporativa propicia um tratamento mais igualitário a todos os *stakeholders* (Claessens & Yurtoglu, 2013), espera-se que companhias listadas em segmentos especiais de governança corporativa estejam adotando as *poison pills*, de forma voluntária, como um dispositivo complementar de proteção aos investidores, conforme proposto na hipótese  $H_1$ .

$H_1$ : Companhias listadas em níveis diferenciados de governança corporativa são mais propensas à adoção de *poison pills*.

### 3 SELEÇÃO DA AMOSTRA E *DESIGN* DA PESQUISA

#### 3.1 Seleção da amostra

A amostra do presente estudo compreende companhias abertas brasileiras com ações negociadas na B3, com dados disponíveis ao longo do período 2010-2017. Esse período foi considerado em decorrência da adoção obrigatória do *International Financial Reporting Standard* no Brasil ter se iniciado em 2010, a qual propiciou um aumento na qualidade das informações contábeis (Pelucio-Grecco, Geron, & Grecco, 2014), afetando, assim, dados econômico-financeiros que são interesse nessa investigação.

Os dados econômico-financeiros foram obtidos por meio da base de dados Bloomberg®, ao passo que as informações acerca das *poison pills* e da remuneração de executivos foram obtidas do *website* da Comissão de Valores Mobiliários. Assim, procedeu-se à coleta das *poison pills* a partir da seção de Alienação do Controle de Ações dos estatutos sociais, bem como dos montantes de remuneração dos executivos a partir da seção Remuneração Total do Conselho de Diretores dos formulários de referência.

A amostra inicial é composta por 412 companhias. Entretanto, foram excluídas as companhias financeiras devido a particularidades em suas estruturas financeiras e operacionais. Além disso, foram excluídas as companhias com dados faltantes. Após as exclusões, a amostra final consiste em 1.377 observações de 217 companhias, conforme evidenciado na Tabela 1.

**Tabela 1.** Procedimento de seleção da amostra

	Companhias
Total de empresas de capital aberto brasileiras	412
(-) Companhias financeiras	(78)
(-) Sem dados de remuneração de executivos	(83)
(-) Sem dados para cálculo do <i>market-to-book</i>	(34)
Amostra Final	217

Fonte: dados da pesquisa.

Visando evitar viés de sobrevivência, não foi requerido que as companhias possuíssem dados ao longo de todos os anos da janela temporal analisada para serem incluídas na amostra. Sendo assim, as análises foram realizadas a partir de dados desbalanceados. Adicionalmente, como forma de mitigar o efeito de *outliers* na amostra, foi aplicada a winsorização dos dados quantitativos ao nível de 1%.

### 3.2 Design da pesquisa

Com o objetivo de investigar os fatores associados à probabilidade de adoção das *poison pills*, estimou-se o modelo apresentado na Equação 1 por meio de regressões logit e probit.

$$Poison\ Pill_{(i,t)} = \beta_0 + \beta_1 Novo\ Mercado_{(i,t)} + \beta_2 Nível\ 2_{(i,t)} + \beta_3 Nível\ 1_{(i,t)} + \sum_{j=4}^{10} \beta_j Controles_{(i,t)} + \mu_{(i,t)}$$

Em que: *Poison pill* é uma variável binária, sendo 1 caso a empresa *i* tenha adotado a *poison pill* no período *t*, e 0 caso contrário.

Em consonância com estudos anteriores que utilizam a listagem em segmentos especiais da B3 como *proxy* para qualidade da governança corporativa (Almeida et al., 2008; Bortolon et al., 2013; Dalmácio et al., 2013; Caixe & Krauter, 2014; Manoel, Moraes, Nagano, & Sobreiro, 2018; Collares, 2020), foram utilizadas as *dummies* Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 como variáveis explicativas.

A opção por essa *proxy* pauta-se na perspectiva de que, fundamentada nos quatro pilares base da governança corporativa (preocupação com a equidade no tratamento dado aos investidores, conformidade legal, prestação responsável de contas e transparência nas informações e demonstrações contábeis), a segmentação em níveis diferenciados de governança corporativa tem por objetivo gerar um ambiente mais seguro aos acionistas, usuários e outras partes relacionadas (Nardi & Nakao, 2008).

De forma complementar, essa *proxy* também possibilita captar diferentes níveis de proteção investidor, em linha com a visão de que à medida que os mecanismos que asseguram maior qualidade nas práticas de governança corporativa são adotados pelas companhias, mediante a listagem voluntária nos segmentos premium, ações com o objetivo de proteger os investidores tornam-se mais eficazes (Collares, 2020).

Na Tabela 2, encontram-se listadas as variáveis incluídas no modelo econométrico, suas formas de mensuração, bem como os estudos prévios relacionados à adoção de *poison pills* (ou dispositivos *anti-takeover*) que subsidiaram sua inclusão.

**Tabela 2.** Descrição das variáveis

Variável	Descrição	Estudos Anteriores	Sinal Esperado
<i>Poison pill</i>	Variável binária, sendo 1 para companhias que possuem <i>poison pill</i> em seu estatuto social, 0 caso contrário.	Davis (1991); Mallette e Fowler (1992); Loh (1994); Heron e Lie (2006); Harris e Madura (2010); Arikawa e Mitsusada (2011); Heron e Lie (2015); Bhojraj et al. (2017); Dah et al. (2017).	Variável dependente
Novo mercado	Variável binária, sendo 1 para companhias listadas no Novo Mercado, 0 caso contrário.	-	+
Nível 2	Variável binária, sendo 1 para companhias listadas no Nível 2, 0 caso contrário.	-	+
Nível 1	Variável binária, sendo 1 para companhias listadas no Nível 1, 0 caso contrário.	-	+
Concentração acionária	Percentual acumulado de ações com direito a voto detidas pelo maior acionista em relação ao total de ações com direito a voto.	Heron e Lie (2006).	-
Tamanho do conselho	Total de membros no conselho de administração da companhia.	Loh (1994); Dah et al. (2017).	-
Tamanho da firma	Logaritmo natural do ativo total.	Dah et al. (2017).	-
Performance	Razão entre lucro líquido e ativo total	Mallette e Fowler (1992); Heron e Lie (2006); Arikawa e Mitsusada (2011); Bhojraj et al. (2017).	-
Remuneração de executivos	Soma das remunerações fixa, variável e <i>stock options</i> recebida pelos gestores.	Heron e Lie (2006); Dah et al. (2017).	+
Alavancagem	Razão entre total das dívidas e ativo total	Bhojraj et al. (2017); Dah et al. (2017).	+
Oportunidade de crescimento	Razão entre o valor de mercado e o valor patrimonial	Heron e Lie (2006); Harris e Madura (2010); Arikawa e Mitsusada (2011).	+

Fonte: elaborada pelos autores.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 Análise descritiva

Na análise descritiva, observa-se que aproximadamente 25% da amostra possui *poison pills* em seus estatutos sociais, o que corresponde a 55 companhias abertas, conforme evidenciado no Painel A da Tabela 3. Essa evidência encontra-se em linha com o estudo de Portulhak et al. (2017), bem como propicia evidenciar, ao longo dos anos, que tem ocorrido um aumento da adoção desse dispositivo *anti-takeover* no Brasil, uma vez que em 2006, apenas sete companhias abertas brasileiras adotavam *poison pills*, conforme evidenciado por Vieira et al. (2009).

**Tabela 3.** Análise descritiva

<b>Painel A – Estatística descritiva</b>					
	Obs.	Média	Desv. Pad.	Mín.	Max.
<i>Poison pill</i>	1377	0,251	0,433	0	1
Novo Mercado	1377	0,477	0,499	0	1
Nível 2	1377	0,055	0,228	0	1
Nível 1	1377	0,116	0,320	0	1
Tradicional	1377	0,351	0,477	0	1
Concentração acionária	1377	47,437	25,255	7,342	99,924
Tamanho do conselho	1377	7,448	3,111	3	18
Tamanho da firma*	1377	14,418	2,311	6,979	18,317
Performance	1377	0,008	0,146	-0,942	0,247
Remuneração*	1377	12,022	12,565	0,000	89,881
Alavancagem	1377	0,697	0,467	0,058	3,526
Oportunidade de crescimento	1377	2,756	11,027	-0,312	81,649
<b>Painel B – Distribuição das companhias nos diferentes níveis de governança corporativa</b>					
	Adotam <i>poison pills</i>		Não adotam <i>poison pills</i>		
	Obs.	Percentual (%)	Obs.	Percentual (%)	
Novo Mercado	314	91,014	343	33,236	
Nível 2	6	1,739	70	6,783	
Nível 1	4	1,159	156	15,116	
Tradicional	21	6,087	463	44,864	
<b>Painel C – Distribuição das companhias nos diferentes níveis de concentração acionária</b>					
	Adotam <i>poison pills</i>		Não adotam <i>poison pills</i>		
	Obs.	Percentual (%)	Obs.	Percentual (%)	
Disperso	127	36,812	89	8,624	
Dominante	131	37,971	376	36,434	
Concentrado	87	25,217	567	54,942	

Fonte: elaborada pelos autores.

Nota: \*Variáveis em logaritmo natural.

O percentual de companhias listadas no Novo Mercado (47,7%) encontra-se em consonância com o estudo de Bortolon et al. (2013), bem como sinaliza que aproximadamente a metade das companhias abertas não-financeiras listadas na B3 tem buscado, de forma voluntária, estar listada no nível mais alto de governança corporativa. Esse aspecto pode ser considerado uma sinalização de que as companhias abertas têm procurado, de forma voluntária, adotar mecanismos que visam o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, ao passo que para estarem listadas no Novo Mercado, as companhias precisam atender a uma série de exigências que visam a proteção dos acionistas, como o *tag along*.

No tocante à concentração acionária, verifica-se que, o principal acionista detém, em média, 47% da totalidade de ações da companhia, em linha com a visão de que as companhias abertas latino-americanas são caracterizadas por uma estrutura de alta concentração acionária em que, diversas vezes, o controlador também assume papel de gestor da companhia (Saona & Muro, 2018).

De forma complementar, observa-se que o tamanho médio do conselho de administração é de sete membros, sendo essa uma possível influência da predominância de companhias listadas no segmento Novo Mercado, que tem como uma das regras a manutenção de, pelo menos, cinco membros no conselho administração (Machado & Famá, 2011).

Em média, também verifica-se que as firmas apresentam baixa performance (0,008) e alta alavancagem (0,697), fato esse que pode estar relacionado à crise do período 2014-2017, conforme evidenciado por Barbosa (2017). No entanto, apesar desse período de crise econômica, observa-se que as companhias presentes na amostra apresentam oportunidades de crescimento, tendo em vista o índice *market-to-book* médio de 15,4769.



Por meio do Painel B da Tabela 3, verifica-se que a maioria das companhias que adotam *poison pills* (91%) está listada no segmento Novo Mercado, estando em linha com a visão de que companhias listadas nesse segmento de listagem podem ser mais propensas a tentativas de *takeovers* hostis devido à manutenção do percentual de 25% de *free float* composto apenas por ações ordinárias. Esse resultado corrobora Portulhak et al. (2017), que descrevem que as *poison pills* são mais propensas a serem adotadas por companhias listadas no Novo Mercado.

No tocante à estrutura de propriedade, o Painel C da Tabela 3 evidencia que a maioria das companhias que adotam *poison pills* possui estrutura de propriedade dispersa ou dominante, estrutura essa que torna as companhias mais suscetíveis a tentativas de *takeovers* hostis. A classificação da propriedade dispersa, dominante e concentrada baseia-se em Anjos, Tavares, Monte e Lustosa (2015), que classificam essas três categorias da seguinte forma: (i) dispersa - iguais ou inferiores a 20%, (ii) dominante - acima de 20% e iguais ou inferiores a 50% e (iii) concentrada - acima de 50%.

Por fim, também verifica-se que companhias que possuem capital concentrado têm adotado *poison pills*, particularidade já elencada por Vieira et al. (2009), que descrevem que essa adoção possivelmente decorre da intenção do controlador em manter um certo grau de dispersão acionária no mercado, salvaguardando com isso, a liquidez do papel da companhia. No entanto, é importante ressaltar que esse aspecto merece um maior escrutínio, principalmente no que tange os efeitos da adoção de *poison pills* por companhias com estrutura de propriedade concentrada.

#### 4.2 Modelo econométrico

Para investigar a associação entre a adoção de *poison pills* e os níveis diferenciados de governança corporativa no mercado acionário brasileiro, foram utilizados modelos logit e probit, tendo em vista a natureza binária da variável dependente. Por meio da Tabela 4, verifica-se que a significância das variáveis converge entre os *links* logit e probit. Porém, ressalta-se que o *link* logit é o que apresenta melhor ajuste por apresentar menor critério de informação de Akaike (AIC).

De forma complementar, visando verificar a qualidade de ajuste dos modelos (*goodness-of-fit*), foi realizado o teste de Hosmer-Lemeshow, que tem como hipótese nula que as frequências observadas e esperadas são iguais. Os resultados apresentados ao final da Tabela 4 indicam que a hipótese nula não foi rejeitada nos modelos estimados (*p-values* > 5%), assim, verifica-se que os modelos estimados não apresentam problemas em relação à qualidade do ajuste.

Ainda em relação ao ajustamento dos modelos, verifica-se que o *Count R<sup>2</sup>*, que informa a probabilidade de classificação correta dos modelos, indica que os modelos classificam corretamente em aproximadamente 82% das vezes, ao passo que o *McFadden's Adjusted R<sup>2</sup>* aponta que o modelo explica 32% da variabilidade total na variável dependente. Por fim, verifica-se que o modelo estimado não apresenta indícios de multicolinearidade, tendo em vista que não existe forte correlação entre as variáveis independentes inseridas no modelo econométrico, conforme evidenciado na matriz de correlação apresentada no Apêndice A.

A partir da Tabela 4, verifica-se que há uma associação positiva entre os níveis de governança corporativa e a adoção de *poison pills* por parte de companhias abertas brasileiras. No entanto, essa associação se restringe apenas às companhias listadas nos segmentos Novo Mercado e Nível 2. Os coeficientes indicam que a listagem no Novo Mercado está associada a um aumento médio de, aproximadamente, 19% de probabilidade de adoção de *poison pills*, em comparação com o grupo base (segmento tradicional), ao passo que companhias listadas no Nível 2 apresentam uma maior probabilidade de adoção de, aproximadamente, 6%.

A maior probabilidade de adoção de *poison pills* por companhias listadas no Novo Mercado corrobora a visão de que essas companhias, por emitirem apenas ações ordinárias e precisarem manter um *free float* de 25%, são mais suscetíveis a aquisições hostis. Sendo assim, relevante a adoção de *poison pills* como um dispositivo complementar à governança corporativa relacionado à proteção dos investidores.

Tabela 4. Modelo econométrico

Variável Dependente: <i>Poison pill</i>	Modelo 1	
	Logit	Probit
Novo Mercado	19,119*** (5,116)	1,612*** (0,132)
Nível 2	6,103*** (3,250)	0,974*** (0,276)
Nível 1	-0,031 (0,595)	-0,019 (0,279)
Concentração acionária	-1,964*** (0,004)	-0,011*** (0,002)
Tamanho do conselho	-13,8810*** (0,036)	-0,083*** (0,024)
Tamanho da firma	-13,612*** (0,039)	-0,080*** (0,026)
Performance	-59,5485** (0,182)	-0,498* (0,256)
Remuneração	1,041*** (0,008)	0,023*** (0,004)
Alavancagem	1,001 (0,002)	0,001 (0,001)
Oportunidade de crescimento	-0,2348 (0,002)	-0,001 (0,001)
Constante	-78,0487* (0,181)	-0,919** (0,464)
Ano	Incluído	Incluído
Setor	Incluído	Incluído
AIC	989,213	990,554
LR chi2	537,61***	536,27***
<i>Goodness-of-fit</i>	1268,07	1275,04
<i>Count R</i> <sup>2</sup>	0,824	0,825
<i>McFadden's Adjusted R</i> <sup>2</sup>	0,326	0,325

Fonte: dados da pesquisa.

Nota: Coeficientes do *link* Logit apresentados em *odds ratio* (razão de chance). Erros-padrão reportados entre parênteses. \*\*\*, \*\*, \* indicam significância ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

De forma complementar, a associação positiva e estatisticamente significante entre o Nível 2 e a adoção de *poison pills* pode ser explicada devido às companhias listadas nesse segmento (assim como as listadas no Novo Mercado) adotarem um conjunto de regras de governança mais amplo que o Nível 1, priorizando e ampliando os direitos dos acionistas minoritários, conforme evidenciado por Almeida et al. (2008). Essa perspectiva de maior nível de proteção aos investidores em níveis mais elevados de governança é corroborada por Bortolon et al. (2013) e Collares (2020), que utilizam apenas o Nível 2 e o Novo Mercado como segmentos premium para captar a qualidade da governança corporativa.

Considera-se que a não significância entre o Nível 1 e a adoção de *poison pills* pode estar relacionada ao fato de não ser requerido que as companhias desse segmento adotem práticas relacionadas à proteção dos investidores minoritários. Um exemplo é que o direito de voto por parte de acionistas preferenciais (originalmente sem direito à voto) em operações que desencadeiam a configuração de controle da companhia, como eventos de fusão ou aquisição, só é requerido a partir do Nível 2 de governança corporativa.

Outro aspecto que sinaliza uma maior preocupação com a proteção dos acionistas minoritários, porém, que só é requerido a partir do Nível 2 é que, no caso de venda de controle da empresa, é assegurado que os detentores de ações ordinárias e preferenciais tenham o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador (Soares, Peters, & Ciasca, 2017).

Nesse sentido, devido às principais características do Nível 1 serem de práticas relacionadas ao *disclosure* de informações e liquidez das ações (Dalmácio et al., 2013), é possível que as companhias listadas nesse segmento não tomem como prerrogativa para suas ações de governança corporativa aspectos de proteção aos acionistas, como a adoção de *poison pills*.

Em relação à concentração acionária, verifica-se que quanto mais concentrada é a firma, menor sua probabilidade da adoção de *poison pills*. Essa evidência encontra-se em linha com a perspectiva de que companhias com maiores níveis de concentração acionária tendem a apresentar uma menor propensão a adotarem *poison pills* pois a concentração de ações ordinárias naturalmente dificulta a alteração de controle da empresa.

Assim, considerando que as *poison pills* podem ser adotadas por companhias que também possuem um controle concentrado (Vieira et al., 2009), essa relação negativa entre a concentração acionária e a adoção de *poison pills* fornece indícios de que esses dispositivos *anti-takeover* podem não estar sendo adotados no contexto brasileiro com o foco de entrincheiramento gerencial, situação essa que poderia ocorrer caso a concentração acionária exercesse influência positiva na adoção das *poison pills*, indicando, assim a busca ou manutenção do entrincheiramento gerencial.

No tocante ao tamanho do conselho, os resultados indicam que conselhos maiores estão associados a uma redução na probabilidade de as companhias adotarem *poison pills*, estando em linha com a visão de que o aumento no número de membros no conselho enseja tomadas de decisão mais difusas (Hermalin & Weisbach, 2003), dificultando a implementação de um dispositivo de proteção como as *poison pills*.

Nesse sentido, a relação negativa indica que as companhias com conselhos menores podem ser mais propensas à adoção desse dispositivo *anti-takeover*, em linha com a perspectiva que conselhos menores podem ser mais participativos no processo de gestão, o que leva a decisões mais eficazes (Dah et al., 2017).

Em relação ao tamanho da firma, os resultados indicam que firmas maiores possuem uma menor probabilidade de adotar *poison pills*. Dessa forma, considera-se que a complexidade e o alto custo da operação que acarretaria a modificação de controle em maiores companhias pode torná-las menos suscetíveis a *takeovers* hostis, reduzindo, assim, a necessidade de adoção desse dispositivo *anti-takeover* (Dah et al., 2017).

Quanto à performance, as evidências apontam para uma relação negativa entre essa variável e a probabilidade da adoção de *poison pills*, estando, assim, em linha com a evidência de que firmas com melhor performance são alvos menos atrativos e, por esse motivo, é menos provável que adotem *poison pills* (Mallette & Fowler, 1992).

No tocante à remuneração dos executivos, verifica-se que o nível de remuneração se associa positivamente à adoção de *poison pills*, corroborando a visão de que os gestores têm maior probabilidade de adotar defesas de aquisição, como *poison pills*, quando seus salários são maiores (Dowen et al., 1994; Heron & Lie, 2006).

Assim, é possível que a adoção deste dispositivo *anti-takeover* por companhias brasileiras seja influenciada por fatores que nem sempre visam beneficiar os acionistas. Essa perspectiva é baseada na visão de que a remuneração pode ser vista como um fator que torna os gestores mais propensos a se protegerem contra *takeovers* hostis, ao passo que este evento normalmente incorre em alterações na atual gestão (*turnover*) e, conseqüentemente, a perda de compensação destes indivíduos (Dah et al., 2017).

Por fim, em linha com os achados de Dowen et al. (1994), as variáveis relativas à alavancagem e à oportunidade de crescimento não apresentaram significância estatística. Portanto, não é possível inferir que esses fatores econômico-financeiros tenham relação com a adoção de *poison pills* por companhias abertas brasileiras.

#### 4.3 Análise de sensibilidade

Após a winsorização dos dados ao nível 1%, foi verificado, por meio do *boxplot*, que alguns *outliers* ainda permaneceram na amostra, podendo, assim, enviesar os coeficientes dos modelos estimados. Nesse sentido, em linha com o estudo de Markle, Mills e Williams (*in press*), foram estimadas novas regressões, winsorizando os dados quantitativos ao nível de 3% visando confirmar se os resultados convergem com as evidências apresentadas na Tabela 4.

As novas estimações considerando a winsorização ao nível de 3% são apresentadas no Modelo 2 do Apêndice B, que evidencia que a única variável que teve sua significância alterada foi a variável de controle Tamanho da firma. Assim, pode-se confirmar que os resultados convergem com os achados reportados na Tabela 4, tendo em vista a associação positiva e estatisticamente significativa do Novo Mercado e do Nível 2 na adoção de *poison pills*.

De forma complementar, como forma de verificar a robustez dos resultados encontrados, foram incluídas *proxies* de controle alternativas visando examinar se os resultados permanecem constantes em especificações alternativas. Os resultados desse teste de robustez são apresentados no Modelo 3 do Apêndice B.

Como métricas alternativas para este teste de robustez, foi utilizado o percentual acumulado de ações ordinárias detidas pelos três maiores acionistas em relação ao total de ações ordinárias como *proxy* para a concentração acionária (Crisóstomo et al., 2019), o logaritmo natural das receitas como *proxy* para o tamanho da firma (Mallette & Fowler, 1992; Klapper & Love, 2004), o retorno sobre o patrimônio líquido como *proxy* para performance (Mallette & Fowler, 1992; Darosi, 2014), a soma da remuneração fixa e variável (sem inclusão de stock options) como *proxy* para remuneração de executivos (Heron & Lie, 2006; Heron & Lie, 2015) e a razão entre o total das dívidas e o patrimônio líquido como *proxy* para a alavancagem (Comment & Schwert, 1995; Silva et al., 2018).

Os resultados do teste de robustez (Modelo 3) convergem com as evidências anteriores de que a adoção de *poison pills* está positivamente associada à listagem nos segmentos Novo Mercado e Nível 2 de governança corporativa. No entanto, deve-se atentar para a influência da performance na adoção de *poison pills*, ao passo que esta variável de controle foi a única teve significância estatística alterada, sugerindo, assim, que o achado apresentado na Tabela 4 está suscetível à *proxy* utilizada.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Sob a perspectiva de que companhias listadas em melhores níveis de governança corporativa podem estar adotando, de forma complementar, mecanismos que propiciem uma maior proteção dos investidores minoritários, o presente estudo procurou verificar se existe associação entre a adoção de *poison pills* e os níveis diferenciados de governança corporativa no mercado acionário brasileiro.

Os principais resultados evidenciam que as companhias abertas listadas no Novo Mercado e no Nível 2, segmentos esses que possuem maiores mecanismos de proteção de acionistas minoritários, associam-se positivamente à adoção de *poison pills* no Brasil. No entanto, não é possível confirmar a hipótese de que companhias listadas em todos os níveis diferenciados de governança corporativa são mais propensas à adoção de *poison pills*, tendo em vista que não foi observada associação estatisticamente significativa para as companhias listadas no Nível 1.

Esse achado pode ser útil para atuais e potenciais investidores, ao passo que dado o aumento de companhias abertas com o capital predominantemente disperso no mercado acionário brasileiro, as tentativas de tomada de controle de forma hostil podem ser cada vez mais recorrentes. Assim, a adoção de *poison pills* por companhias que possuem nível elevado (Novo Mercado) ou intermediário (Nível 2) de governança pode ser visualizada como uma sinalização de que essas têm procurado, de forma voluntária, adotar mecanismos complementares que visam a proteção dos acionistas minoritários.

Nesse sentido, os resultados contribuem teoricamente no sentido de uma possível convergência entre a Teoria da Sinalização e a adoção de *poison pills*, subsidiando a discussão de que a adoção desse dispositivo *anti-takeover* como mecanismo complementar de governança corporativa pode representar um sinal de proteção emitido pelas empresas ao mercado visando a atração de novos investidores.

No entanto, ressalta-se que essa discussão ainda não pode ser considerada como conclusiva, sendo relevante que estudos futuros investiguem o efeito da adoção de *poison pills* na criação de riqueza para os acionistas de companhias abertas brasileiras, visto que a adoção deste dispositivo *anti-takeover* também pode implicar em prejuízos aos acionistas minoritários ao perpetuar os atuais gestores em suas posições, tendo em vista a possibilidade de combinação com cláusulas péticas que impedem a sua alteração ou remoção.

De forma complementar, ressalta-se que a adoção de *poison pills* por si só não implica fundamentalmente em proteção aos investidores minoritários, uma vez que é necessário que essa adoção esteja acompanhada de outros mecanismos, como os requisitos para listagem nos níveis diferenciados de governança corporativa.

Por fim, o presente trabalho também contribui para a literatura na área de governança corporativa ao evidenciar, de forma exploratória, possíveis fatores associados à adoção de *poison pills* por companhias abertas brasileiras. Nesse sentido, foi observado que a concentração acionária, o tamanho do conselho, o tamanho da firma e a performance da companhia tendem a reduzir a propensão das companhias adotarem este dispositivo *anti-takeover*, de forma contrária a remuneração de executivos, que associa-se positivamente à adoção de *poison pills*.

Em relação às limitações, além da implementação de uma única *proxy* para captar a qualidade da governança corporativa, ressalta-se que os resultados se limitam à análise da associação entre a adoção de *poison pills* e os níveis diferenciados de governança, não sendo possível realizar nenhuma inferência acerca da causalidade entre ambas.

Nesse sentido, estudos futuros podem empregar índices de governança corporativa a fim de verificar se os resultados são consistentes com os obtidos, bem como expandir a análise ao identificar a influência de aspectos individuais de governança corporativa que podem exacerbar ou mitigar a probabilidade de adoção de *poison pills*, como a independência do conselho, dualidade do *chief executive officer*, *board interlocking* e estrutura piramidal.

## REFERÊNCIAS

- Almeida, J. C. G., Scalzer, R. S., & Costa, F. M. (2008). Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: Estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(2), 118-131. DOI: <https://doi.org/10.11606/rco.v2i2.34709>
- Ambrozini, M. A., Pimenta, T. Jr., & Gaio, L. E. (2015). As pílulas de veneno: cláusulas em estatutos sociais de empresas para dificultar o takeover hostil. *Revista de Administração IMED*, 5(1), 59-69. DOI: <https://doi.org/10.18256/2237-7956/raimed.v5n1p59-69>
- Anjos, L. C. M., Tavares, M. F. N., Monte, P. A., & Lustosa, P. R. B. (2015). Relações entre controle acionário e remuneração de executivos. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 34(1), 45-56. DOI: <https://doi.org/10.4025/enfoque.v34i1.22493>
- Arikawa, Y., & Mitsusada, Y. (2011). The adoption on poison pills and managerial entrenchment: Evidence from Japan. *Japan and the World Economy*, 23(1), 63-77. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.japwor.2010.11.003>
- Azevedo, Y. G. P., & Nakao, S. H. (2019). The influence of poison pills on executive compensation. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 12(3), 39-61. DOI: <https://dx.doi.org/10.14392/ASAA.2019120303>
- Barbosa, F. H. Filho. (2017). A Crise Econômica de 2014/2017. *Estudos Avançados*, 31(89), 51-89. DOI: <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890006>
- Bhojraj, S., Sengupta, P., & Suning, Z. (2017). Takeover defenses: entrenchment and efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 63(1), 142-160. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2016.12.001>
- Bortolon, P. M., Sarlo, A. Neto, & Santos, T. B. (2013). Custos de Auditoria e Governança Corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(61), 27-36. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772013000100004>
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2014). Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. *Brazilian Business Review*, 11(1), 96-117. DOI: <https://doi.org/10.15728/bbr.2014.11.1.5>
- Carvalho, A. G., & Pennacchi, G. G. (2012). Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firms' migration to premium listings in Brazil. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 883-903. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.01.003>
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1-33. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>
- Collares, M. L. (2020). Governança corporativa: Fator preponderante no ativismo de acionistas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 24(5), 414-431. DOI: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2020190388>
- Comment, R., & Schwert, G. W. (1995). Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures. *Journal of Financial Economics*, 39(1), 3-43. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00823-J](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00823-J)
- Crisóstomo, V. L., Freire, F. S., & Freitas, M. R. O. (2019). Determinants of corporate sustainability performance – Evidence from Brazilian panel data. *Social Responsibility Journal*, Ahead of Print. DOI: <https://doi.org/10.1108/SRJ-04-2018-0102>
- Dah, B. A., Michael, A., & Dixon, R. (2017). Antitakeover provisions and CEO monetary benefits: Revisiting the E-index. *Research in International Business and Finance*, 42(1), 992-1004. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.033>

- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Rezende A. J., & Sarlo, A. Neto. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie*, 14(5), 104-139. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1678-69712013000500005>
- Darosi, G. C. M. (2014). Governança Corporativa e Desempenho Financeiro nas Sociedades de Energia Elétrica Brasileira. *Caderno Profissional de Administração – UNIMEP*, 4(2), 2014.
- Datta, S., & Iskandar-Datta, M. (1996). Takeover defenses and wealth effects on securityholders: The case of poison pill adoptions. *Journal of Banking & Finance*, 20(7), 1231-1250. DOI: [https://doi.org/10.1016/0378-4266\(95\)00051-8](https://doi.org/10.1016/0378-4266(95)00051-8)
- Davis, G. F. (1991). Agents without principles? The spread of the poison pill through the intercorporate network. *Administrative Science Quarterly*, 36(4), 583-613. DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/2393275>
- DeAngelo, H., & Rice, E. M. (1983). Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 329-359. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90016-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90016-8)
- Diagnósticos da América S. A.* (2014). Fato Relevante. Recuperado de <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=406527>
- Downen, R. J., Johnson, J. M., & Jensen, G. R. (1994). Poison pills and corporate governance. *Applied Financial Economics*, 4(4), 305-313. DOI: <https://doi.org/10.1080/758530897>
- Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A.* (2018). Fato Relevante. Recuperado de <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=607093>
- Gine, M., Moussawi, R., & Sedunov, J. (2017). Governance mechanisms and effective activism: Evidence from shareholder proposals on poison pills. *Journal of Empirical Finance*, 43, 185-202. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2017.07.002>
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–156. DOI: <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>
- Gorga, E. (2009). Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership: Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 29, 439–554. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1121037>
- Harris, O., & Madura, J. (2010). Cause and effects of poison pill adoptions by spinoff units. *Journal of Economics and Business*, 62(1), 307-330. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2010.01.003>
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9(1), 7-26. DOI: <https://doi.org/10.3386/w8161>
- Heron, R. A., & Lie, E. (2006). On the use of poison pills and defensive payouts by takeover targets. *Journal of Business*, 79(4), 1783-1807. DOI: <https://doi.org/10.1086/503648>
- Heron, R. A., & Lie, E. (2015). The effect of poison pill adoptions and court rulings on firm entrenchment. *Journal of Corporate Finance*, 35, 286-296. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.09.008>
- International Meal Company S.A.* (2018). Fato Relevante. Recuperado de <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=596635>
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90004-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90004-1)
- Jiraporn, P. (2005). An empirical analysis of corporate takeover defenses and earnings management: evidence from the US. *Applied Financial Economics*, 15(5), 293-303. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1483787>
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)
- Knoeber, C. R. (1986). Golden Parachutes, Shark Repellents, and Hostile Tender Offers. *The American Economic Review*, 76(1), 155-167.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170. DOI: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00457>

- Leal, R. P. C., Carvalhal, A. L., & Iervolino, A. P. (2015). One Decade of Evolution of Corporate Governance Practices in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 13(1), 131-161. DOI: <http://dx.doi.org/10.12660/rbfin.v13n1.2015.50904>
- Loh, C. (1994). The influence of outside directors on the adoption of poison pills. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 33(1), 3-11.
- Machado, J. H., & Famá, R. (2011). Ativos intangíveis e governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 8(16), 89-109. DOI: <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2011v8n16p89>
- Maestri, H. C. (2011). Estudo Comparado sobre a Aplicabilidade das Poison Pills no Direito Brasileiro e Norte-Americano. *Revista Direito em (Dis)Curso*, 4(1), 64-73.
- Malatesta, P. H., & Walking, R. A. (1988). Poison pill securities: stockholder wealth, profitability, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 20, 347-376. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90050-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90050-5)
- Mallette, P., & Fowler, K. L. (1992). Effects of board composition and stock ownership on the adoption of "poison pills". *The Academy of Management Journal*, 35(5), 1010-1035. DOI: <https://doi.org/10.5465/256538>
- Martes, C. R. (2014). *Sobre o controle minoritário nas companhias listadas no novo mercado*. (Dissertação de mestrado). Faculdade de Direito da Universidade Federal de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. DOI: <https://doi.org/10.11606/D.2.2014.tde-08122014-155609>
- Manoel, A. A. S., Moraes, M. B. C., Nagano, M. S., & Sobreiro, V. A. (2018). Cash holdings and corporate governance: The effects of premium listing in Brazil. *Review of Development Finance*, 8(2), 106-115. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.rdf.2018.11.002>
- Markle, K. S., Mills, L. F., & Williams, B. (in press). Implicit Corporate Taxes and Income Shifting. *The Accounting Review*, 2019. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr-52526>
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2008). Impacto da entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a imagem institucional das empresas. *Contabilidade Vista & Revista*, 19(2), 85-111.
- Pelucio-Grecco, M. C., Geron, C. M. S., & Grecco, G. B. (2014). The effect of IFRS on earnings management in Brazilian non-financial public companies. *Emerging Markets Review*, 21, 42-66. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2014.07.001>
- Portulhak, H., Theiss, V., Kühn, M. R., & Colauto, R. D. (2017). Poison pills e gerenciamento de resultados: Estudo em companhias do novo mercado da BM&FBovespa. *Revista Universo Contábil*, 13(2), 25-42. DOI: <https://doi.org/10.4270/ruc.2017207>
- Rhee, E. Y., & Fiss, P. C. (2014). Framing controversial actions: Regulatory focus, source credibility, and stock market reaction to poison pill adoption. *Academy of Management Journal*, 57(6), 1734-1758. DOI: <https://doi.org/10.5465/amj.2012.0686>
- Ryngaert, M. (1988). The effect of poison pill securities on shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 20, 377-417. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90051-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90051-7)
- Saona, P., & Muro, L. (2018). Firm and country level attributes as determinants of earnings management: an analysis for Latin American firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(12), 2736-2764. DOI: <https://doi.org/10.1080/1540496X.2017.1410127>
- Schepker, D. J., & Oh, W. (2013). Complementary or Substitutive Effects? Corporate Governance Mechanisms and Poison Pill Repeal. *Journal of Management*, 39(7), 1729-1759. DOI: <https://doi.org/10.1177/0149206312441209>
- Sikes, S. A., Wilson, R. J., & Tian, X. S. (2014). Investors' reaction to the use of poison pills as a tax loss preservation tool. *Journal of Accounting and Economics*, 57(2-3), 132-148. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.02.002>
- Silva, A. L. P., Lana, J., & Marcon, R. (2018). Pactuando e Impactando: O Efeito dos Acordos de Acionistas no Valor de Mercado da Firma. *Brazilian Business Review*, 15(1), 88-104. DOI: <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2018.15.1.6>
- Silva, C. C. D. S., & Martins, O. S. (2018). Reflexo da qualidade de governança corporativa no processo de avaliação de empresas. *Gestão & Regionalidade*, 34(102), 75-93. DOI: <http://dx.doi.org/10.13037/gr.vol34n102.4224>

- Soares, A. M., Peters, M. R. S., & Ciasca, D. N. (2017). Evidenciação: índice de conformidade e evidenciação do relatório de administração das empresas de energia elétrica listadas no nível 1 e 2 de governança da BM&FBovespa em 2016 em relação ao parecer de orientação 15/87 da CVM. *Revista Metropolitana de Governança Corporativa*, 2(2), 3-18.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. DOI: <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Sternberg, L., Leal, R. P. C., & Bortolon, P. M. (2011). Affinities and agreements among major Brazilian shareholders. *Journal of Disclosure and Governance*, 8(3), 213-228. DOI: <https://doi.org/10.1057/jdg.2011.6>
- Straska, M., & Waller, G. (2014). Antitakeover provisions and shareholder wealth: A survey of the literature. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(4), 933-956. DOI: <https://doi.org/10.1017/S0022109014000532>
- Vieira, J., Martins, E., & Fávero, L. P. L. (2009). Poison pills no Brasil: um estudo exploratório. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 6-24. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-707720090002000022>

**Como citar este artigo**

Azevedo, Y. G. P.; Gomes, H. B.; & Nakao, S. H. (2021). Poison pills e governança corporativa: um estudo no mercado acionário brasileiro. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 15:e169831. DOI: <http://dx.doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2021.169831>



**Apêndice A – Matriz de correlação**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) <i>Poison pill</i>	1										
(2) Novo Mercado	<b>0,501</b>	1									
(3) Nível 2	<b>-0,095</b>	<b>-0,230</b>	1								
(4) Nível 1	<b>-0,188</b>	<b>-0,346</b>	<b>-0,087</b>	1							
(5) Concentração acionária	<b>-0,364</b>	<b>-0,436</b>	<b>0,129</b>	<b>0,165</b>	1						
(6) Tamanho do conselho	-0,036	<b>0,091</b>	<b>0,177</b>	<b>0,183</b>	-0,034	1					
(7) Tamanho da firma	<b>-0,087</b>	<b>0,082</b>	<b>0,132</b>	<b>0,232</b>	0,015	<b>0,512</b>	1				
(8) Performance	-0,035	<b>0,079</b>	-0,036	<b>-0,067</b>	<b>-0,054</b>	<b>0,083</b>	<b>0,053</b>	1			
(9) Remuneração	<b>0,284</b>	<b>0,321</b>	0,049	0,042	<b>-0,263</b>	<b>0,398</b>	<b>0,419</b>	<b>0,184</b>	1		
(10) Alavancagem	0,001	<b>-0,063</b>	<b>0,087</b>	<b>-0,058</b>	<b>0,087</b>	-0,028	<b>0,079</b>	<b>-0,376</b>	-0,051	1	
(11) Oportunidade de crescimento	<b>0,105</b>	<b>0,212</b>	0,024	-0,050	<b>-0,142</b>	<b>0,209</b>	<b>0,197</b>	<b>0,214</b>	<b>0,293</b>	<b>0,246</b>	1

Fonte: dados da pesquisa.

Nota: Coeficientes em negrito são estatisticamente significantes ao nível de 5%.

## Apêndice B – Análise de sensibilidade

Variável Dependente: <i>Poison pill</i>	Modelo 2		Modelo 3	
	Logit	Probit	Logit	Probit
Novo Mercado	14,813*** (4,112)	1,488*** (0,141)	13,659*** (3,723)	1,424*** (0,137)
Nível 2	3,593** (1,967)	0,656** (0,292)	5,277*** (2,853)	0,885*** (0,281)
Nível 1	-17,133 (0,498)	-0,062 (0,285)	-2,416 (0,578)	-0,016 (0,283)
Concentração acionária	-1,974*** (0,004)	-0,011*** (0,002)	-3,201*** (0,005)	-0,018*** (0,003)
Tamanho do conselho	-16,228*** (0,035)	-0,096*** (0,023)	-20,495*** (0,039)	0,003*** (0,027)
Tamanho da firma	-13,322 (0,121)	-0,078 (0,079)	1,167* (0,096)	0,094** (0,047)
Performance	-1,350*** (0,001)	-10,173*** (2,162)	-32,275 (0,259)	-0,193 (0,219)
Remuneração	1,199*** (0,029)	0,105*** (0,013)	1,046*** (0,014)	0,026*** (0,007)
Alavancagem	3,611 (3,293)	0,806 (0,523)	1,105 (0,071)	0,049 (0,037)
Oportunidade de crescimento	-99,540 (0,041)	-4,301 (5,221)	1,046 (0,150)	0,016 (0,084)
Constante	-91,677 (0,167)	-1,524 (1,126)	0,045*** (0,038)	-1,787*** (0,470)
Ano	Incluído	Incluído	Incluído	Incluído
Setor	Incluído	Incluído	Incluído	Incluído
AIC	948,012	945,984	978,8645	978,7718
LR chi2	578,81***	580,84***	547,96***	548,05***
<i>Goodness-of-fit</i>	1143,45	1154,00	1173,90	1150,40
<i>Count R<sup>2</sup></i>	0,836	0,831	0,839	0,838
<i>McFadden's Adjusted R<sup>2</sup></i>	0,354	0,355	0,333	0,333

Fonte: dados da pesquisa.

Nota: Modelo 2 apresenta a estimação do modelo apresentado na Equação 1 com variáveis winsorizadas ao nível de 3%. Modelo 3 apresenta a estimação do teste de robustez, conforme evidenciado na seção 4.3. Coeficientes do *link* Logit apresentados em *odds ratio* (razão de chance). Erros-padrão reportados entre parênteses. \*\*\*, \*\*, \* indicam significância ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.