

Finanças

Governança corporativa e criação de valor em aquisições*Corporate governance and value creation in acquisitions*Edison Simoni da Silva^{a,*}, Eduardo Kazuo Kayo^b e Roberto Yocisuke Soejima Nardi^b^a Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (Fecap), São Paulo, SP, Brasil^b Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP), Departamento de Administração, São Paulo, SP, Brasil

Recebido em 29 de maio de 2013; aceito em 27 de janeiro de 2016

Disponível na internet em 24 de junho de 2016

Resumo

A literatura apresenta uma série de motivos para fusões e aquisições de empresas, que levariam a ganhos denominados genericamente de “sinergia”. Os mercados de capitais eficientes na forma semiforte perceberiam tais ganhos, o que elevaria o valor das empresas. Todavia, estudos empíricos indicam que, em média, os acionistas das empresas adquirentes experimentam retornos anormais nulos ou negativos, com elevada dispersão, quando tais transações são anunciadas. Uma possível explicação para tais resultados reside na possibilidade de algumas transações serem feitas por problemas de agência nas adquirentes. Em empresas com controle e propriedade pulverizados, executivos podem fazer tais transações em busca de benefícios para si, em detrimento dos acionistas. Na presença de benefícios privados do controle e da separação entre direitos de voto e direitos sobre fluxos de caixa, tal problema pode estar presente também em empresas com controle definido. Com base em tal arcabouço, este trabalho tem por objetivo investigar a relação entre qualidade da governança corporativa e o retorno anormal das adquirentes no Brasil, um mercado caracterizado pela presença de controladores que, muitas vezes, mantêm excesso de direitos de voto. Obtiveram-se evidências de relação positiva entre o retorno anormal das adquirentes e a listagem no Novo Mercado, segmento diferenciado de listagem superior da BM&FBovespa em que as empresas devem seguir a regra “uma ação – um voto”.

© 2016 Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – FEA/USP.

Publicado por Elsevier Editora Ltda. Este é um artigo Open Access sob uma licença CC BY-NC-ND (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).

Palavras-chave: Aquisições; Problemas de agência; Benefícios privados do controle; Separação entre direitos de voto e direitos sobre fluxo de caixa; Governança corporativa

Abstract

The literature presents a number of reasons for conducting mergers and acquisitions, which would lead to gains generically called “synergy”. The efficient capital markets in the semi-strong form would realize such gains, increasing corporate value. However, empirical studies indicate that, on average, shareholders of acquiring firms experience zero or negative abnormal returns when such transactions are announced, with high dispersion. One possible explanation for these results is the possibility that some transactions are carried out by agency problems in acquiring firms. In firms with dispersed ownership and control, executives can perform such transactions seeking benefits for themselves at the expense of shareholders. In the presence of private benefits of control and separation between voting and cash flow rights, such a problem can also be present in firms with defined control. Based on this framework, this paper aims to investigate the relationship between the quality of corporate governance

* Autor para correspondência.

E-mail: edison@fecap.br (E.S. Silva).

A revisão por pares é da responsabilidade do Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – FEA/USP.

<http://dx.doi.org/10.1016/j.rege.2016.06.004>1809-2276/© 2016 Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – FEA/USP. Publicado por Elsevier Editora Ltda. Este é um artigo Open Access sob uma licença CC BY-NC-ND (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).

and abnormal returns of acquirers in Brazil, a market characterized by the presence of controllers that often hold excess voting rights. It was found evidence of a positive relationship between the abnormal returns of acquirers and listing in Novo Mercado, the higher premium listing segment of BM&FBovespa, in which firms must follow the “one share - one vote” rule.

© 2016 Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – FEA/USP.

Published by Elsevier Editora Ltda. This is an open access article under the CC BY-NC-ND license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).

Keywords: Acquisitions; Agency problems; Private benefits of control; Separation between cash flow and voting rights; Corporate governance

Introdução

As literaturas de finanças e de estratégia apresentam uma série de motivos para fusões e aquisições de empresas, que levariam a ganhos denominados genericamente de “sinergia”. Os mercados de capitais eficientes na forma semiforte perceberiam tais ganhos, o que elevaria o valor das empresas.

Não obstante, estudos empíricos indicam que os resultados, medidos pelo retorno anormal, para as adquirentes costumam ser, em média, nulos. Tais médias, todavia, são acompanhadas de variância não nula. Enquanto algumas adquirentes apresentam resultados positivos, outras apresentam desempenho negativo em suas aquisições. Tais resultados levam, naturalmente, a um questionamento: o que pode explicar aquisições que destroem valor para seus acionistas?

A literatura de finanças apresenta duas explicações para aquisições destruidoras de valor: pagamento em excesso por *hubris*, ou excesso de confiança; e problemas de agência nas adquirentes. O presente trabalho se concentra nos problemas de agência.

Conforme a teoria da agência, em economias marcadas pela dispersão da propriedade, gestores com nenhum ou baixo percentual da propriedade podem fazer aquisições com vistas em gerar benefícios para si, mesmo que isso destrua a riqueza dos acionistas.

Todavia, a propriedade dispersa não é a estrutura típica das empresas negociadas em bolsa no Brasil. Pelo contrário, mais comum é a concentração da propriedade. Em tal contexto, em que muitas empresas têm um controlador definido, seria aplicável a explicação baseada em problemas de agência para aquisições destruidoras de valor? *Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000)* demonstram que, na presença de benefícios privados do controle e do uso de mecanismos para separar direitos sobre fluxo de caixa de direitos sobre votos, os controladores sentem-se incentivados a aquisições ineficientes. Essas são características presentes no Brasil, como apresentado no referencial teórico.

Com foco na teoria da agência, pode-se questionar se boas práticas de governança corporativa colaboram para evitar aquisições destruidoras de valor. Se tal hipótese for verdadeira, então se pode esperar que empresas com qualidade superior de governança apresentem resultados superiores em aquisições. Este trabalho tem por objetivo investigar se empresas com práticas superiores de governança apresentam, em média, desempenho superior em aquisições de outras empresas. Para tanto, são analisados dados de 2006 a 2010 relativos a aquisições feitas por empresas negociadas em Bolsa no Brasil.

Revisão da literatura

Bons motivos para aquisições: sinergias

As literaturas de finanças e estratégia apresentam uma série de bons motivos para fusões e aquisições, como pode ser observado em artigos como os de *Jensen (1986)*, *Seth (1990a, 1990b)*, *Berkovitch e Narayanan (1993)* e *Capron e Pistre (2002)*, entre outros. Dentre os motivos normalmente apresentados, podem ser citados: ganho de poder de mercado ou monopólio; economias de escala e de escopo; ganhos decorrentes da melhoria da organização da produção em integrações verticais; ganhos decorrentes do uso de recursos complementares; ganhos de eficiência decorrentes de troca de gestão, incluindo a redução dos problemas de agência nas empresas-alvo; superação de barreiras à entrada em mercados; maior velocidade de entrada em novos mercados; ganhos fiscais, incluindo os decorrentes do aumento da capacidade de endividamento em razão da transação.

Dado o escopo deste trabalho, é interessante notar que as aquisições podem colaborar para reduzir problemas de agência, e não ser executadas em função deles. A ideia é que o mercado de controle corporativo atuaria como um mecanismo externo de correção de problemas de agência nas firmas e limitaria a atuação oportunista dos administradores (*Manne, 1965; Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1986*). A ameaça de tomada de controle das empresas faria os gestores se associarem aos interesses dos acionistas.

Os possíveis ganhos resultantes de fusões e aquisições normalmente são chamados de sinergias. Tais sinergias elevariam o valor das empresas reunidas a um nível superior à soma de seus valores individuais. Em um mercado de capitais eficiente na forma semiforte, tais ganhos seriam reconhecidos pelos investidores no anúncio das transações e levariam a um aumento do valor das empresas envolvidas.

Os resultados das aquisições para os acionistas das adquirentes

Normalmente, os resultados das aquisições são mensurados pelo método do estudo de eventos. Em termos simples, o método consiste na feitura de estimativas dos retornos anormais das ações das empresas em função do evento, isto é, retornos acima ou abaixo do que se poderia esperar se o evento não tivesse ocorrido; e de testes sobre a significância estatística de tais retornos anormais.

Se for verdade que as fusões e aquisições são feitas em busca de sinergias, e se o mercado for eficiente na forma semiforte,

então se deve esperar que o retorno anormal médio, em estudos de eventos sobre aquisições, seja positivo.

Com efeito, os estudos empíricos costumam apresentar retornos anormais combinados (para as duas empresas envolvidas na operação) positivos e dão indícios de que há sinergia em tais transações. Todavia, os ganhos parecem ser incorporados totalmente pelos acionistas das empresas-alvo. Enquanto os acionistas dessas costumam obter retornos anormais positivos, o retorno anormal para as empresas adquirentes normalmente não costuma ser, em média, estatisticamente diferente de zero e pode, por vezes, ser negativo (Andrade, Mitchell & Stafford, 2001; Copeland, Weston & Shastri, 2003:778 e 806-807; Bruner, 2004:36-47). No Brasil, Brito, Battistella e Famá (2005), Camargos e Barbosa (2007), Patrocínio, Kayo e Kimura (2007) e Kayo, Patrocínio e Martin (2009) apresentam, também, evidências de retornos, em média, nulos ou negativos para os acionistas das adquirentes. Por outro lado, Simões, Macedo-Soares, Klotzle e Pinto (2012) apresentam evidências de retorno anormal médio positivo para as adquirentes na data de anúncio das transações.

A análise das médias dos resultados de transações de fusões e aquisições de forma agregada pode esconder uma grande variância (Capron & Pistre, 2002; Kayo, Patrocínio & Martin, 2009). Há transações que criam valor e outras que destroem valor. Naturalmente, como já comentado na introdução, a questão que surge é: o que leva as empresas a fazer aquisições que destroem valor? Tal questionamento não é recente (Lubatkin, 1983).

A literatura de finanças procura responder a tal questionamento e apresenta dois outros motivos para as aquisições: *hubris*, ou excesso de confiança, explorada por Roll (1986) e que está fora do escopo do presente trabalho; e problemas de agência nas adquirentes.

Problemas de agência e as decisões de aquisição

Conflitos de agência entre proprietários e gestores

Embora o mercado de controle corporativo seja indicado como um dos mecanismos que visam a reduzir os problemas de agência, em empresas com propriedade dispersa os gestores têm incentivos e poder para fazer investimentos ineficientes.

Gestores poderiam buscar, por meio da expansão da empresa, ainda que acima do nível ótimo, benefícios como o aumento de poder pelo maior volume de recursos sob seu controle, de sua remuneração, normalmente atrelada ao porte das empresas, e das oportunidades de promoção de seus funcionários (Jensen, 1986). Também podem buscar, por meio de aquisições de empresas de outros setores de atividade, diversificar seu “risco de emprego” (Amihud & Lev, 1981). As aquisições podem ainda ser usadas para a obtenção de ativos que se encaixem na especialidade do executivo e elevem seu poder de barganha junto aos acionistas (Shleifer & Vishny, 1989).

Dados os benefícios que os executivos podem extrair das aquisições, e a partir da premissa de que esses buscam maximizar seu próprio nível de utilidade e, portanto, não são agentes perfeitos (Jensen & Meckling, 1976), tais transações podem ser feitas mesmo na ausência de sinergias e a um preço superior

ao valor intrínseco da empresa-alvo (Shleifer & Vishny, 1988; Morck, Shleifer & Vishny, 1990). Os acionistas da empresa-alvo podem perceber o valor da aquisição para os executivos da potencial adquirente e, com poder de barganha elevado, requerer prêmios superiores, o que agrava o problema (Berkovitch & Narayanan, 1993).

Como se pode ver, o mercado de controle corporativo parece ter duas faces. Conforme Jensen (1986:328), “as tomadas de controle são tanto evidência de conflitos de interesse entre acionistas e executivos quanto uma solução para o problema”.

Conflitos de agência entre controladores e minoritários

A subseção anterior mostrou que, em empresas com propriedade dispersa, os executivos podem decidir por aquisições em busca de benefícios para si, em detrimento dos demais acionistas. Mas em mercados em que as empresas costumam contar com acionistas controladores, a indicação de problemas de agência para explicar, ao menos em parte, desempenhos negativos das adquirentes em aquisições também seria aplicável?

Acionistas com participação elevada no capital das empresas podem colaborar para reduzir os problemas de agência da relação acionistas-gestores, pois têm interesse na maximização dos lucros e nos baixos incentivos ao desvio de recursos da empresa, bem como condições de fazer seus interesses serem respeitados (Shleifer & Vishny, 1997; La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999).

Embora a concentração da propriedade acarrete vantagens, também implica custos. O mais óbvio, segundo Shleifer e Vishny (1997), é a ineficiência na diversificação das carteiras dos investidores, que passam a carregar risco em excesso. Um problema mais fundamental, de acordo com os autores, é que os controladores podem buscar, por meio da empresa, atingir seus interesses, que podem conflitar com os dos demais acionistas.

O problema na relação controlador-minoritários é particularmente grave quando os acionistas que detêm o controle têm mais poder de voto do que direitos de propriedade (Shleifer & Vishny, 1997). Isso pode ser obtido por meio de mecanismos como estruturas piramidais, participações cruzadas e emissão de ações com distintos direitos de voto, tipicamente usados pelos controladores (La Porta et al., 1999; Bebchuk et al., 2000). Nesses casos, é possível obter o controle da empresa com reduzida participação no capital. Bebchuk et al. (2000) demonstram que, na ausência de restrições legais, os controladores podem, por meio de tais mecanismos, reduzir sua participação nos direitos sobre os fluxos de caixa a níveis muito próximos de zero e manter o controle da empresa. Em tais casos, os autores dizem que a empresa tem “controle minoritário”.

Em empresas com “controle minoritário”, os controladores têm o poder e os incentivos para expropriar os acionistas minoritários; e não sofrem a disciplina do mercado de controle corporativo, presente nas empresas com propriedade pulverizada (Shleifer & Vishny, 1997; Bebchuk et al., 2000). A apropriação de benefícios privados do controle pode ser ainda facilitada pela participação direta dos controladores na administração das empresas, algo comum (La Porta et al., 1999).

Os acionistas controladores podem se beneficiar ao explorar transações com outras empresas sob seu controle e aproveitar oportunidades da empresa, bem como gozar de benefícios privados normalmente associados aos gestores de empresas com propriedade pulverizada (Shleifer & Vishny, 1997; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 2000; Nenova, 2003; Dyck & Zingales, 2004; Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 2008).

Bebchuk et al., 2000 estudam os efeitos do “controle minoritário” em três decisões empresariais: a escolha entre projetos de investimento alternativos, as decisões de expansão e de redução de porte das firmas e a decisão de transferência de controle. Os autores demonstram que o incentivo dos controladores para a tomada de decisões ineficientes cresce à medida que se reduz sua participação no capital, mantido o controle. No caso das decisões de expansão, em que se inserem as de aquisição, os autores demonstram que quanto menor for o interesse econômico dos controladores na empresa, maior o incentivo à tomada de decisões de investimento com valor presente líquido negativo. Os benefícios privados a serem extraídos dos novos ativos podem compensar sobejamente a redução de riqueza do controlador decorrente da redução do valor da firma. A perda é suportada integralmente pelos acionistas minoritários.

O incentivo a investimentos com valor presente líquido negativo não depende apenas do nível de interesse econômico dos controladores na firma adquirente, mas também do quanto podem extrair em benefícios privados, do controle sobre os novos ativos. Legislações que protejam mais os direitos dos minoritários e reduzam as oportunidades de apropriação dos benefícios privados pelos controladores minorar tal tendência (La Porta et al., 1999; Bebchuk et al., 2000).

A necessidade de levantar recursos no mercado pode fazer com que algumas empresas com controle minoritário busquem manter boa reputação também, o que reduz a tendência a investimentos ineficientes (Bebchuk et al., 2000). Tais empresas podem, voluntariamente, comprometer-se com níveis de qualidade mais elevados de governança. Isso pode ser feito pela adesão a ambientes legais com proteção mais forte dos minoritários por meio de dupla listagem (Coffee JR, 1999, 2002; La Porta et al., 1999; Stulz, 1999). Raciocínio análogo pode se aplicar à adesão, no mesmo país, a segmentos de listagem com níveis diferenciados de governança corporativa, como os da BM&FBovespa.

É importante notar que, no Brasil, a legislação permite que as empresas separem os direitos de voto dos direitos sobre os fluxos de caixa por meio da emissão de ações sem direito a voto, prática que, aliás, é comum (Leal & Carvalho-da-Silva, 2005; Nenova, 2003). Pesquisas com dados de vários países sobre os prêmios associados ao bloco de controle feitas por Nenova (2003) e por Dyck & Zingales (2004) colocam o Brasil em destaque, com elevado nível de prêmio, o que seria explicado, conforme os autores, pela presença de elevados níveis de benefícios privados do controle. Análises feitas por Klapper e Love (2004) e por Durnev e Kim (2005) indicam que as práticas de governança das firmas têm um papel especialmente relevante na redução dos conflitos de agência em ambientes com menor proteção legal dos investidores.

Hipótese de pesquisa

Tendo em vista o arcabouço teórico apresentado nesta seção, a prática comum de separação dos direitos de voto dos direitos sobre fluxo de caixa no Brasil e os elevados níveis de benefícios privados do controle que parecem estar presentes no país, formula-se a seguinte hipótese: empresas com qualidade superior de governança corporativa devem apresentar, em média, *ceteris paribus*, retornos anormais mais elevados, em anúncios de aquisição, do que as demais empresas.

Governança corporativa é definida neste trabalho como os meios pelos quais os fornecedores de recursos das empresas asseguram retorno sobre seu investimento (Shleifer & Vishny, 1997) e se protegem da expropriação pelos internos (*insiders*) (La Porta et al., 2000). Na definição de La Porta et al. (2000), *insiders* são os acionistas controladores e a administração da empresa, em empresas com controle definido e com propriedade pulverizada, respectivamente.

Pesquisas empíricas anteriores

Alguns poucos estudos empíricos sobre a relação entre as práticas de governança das firmas e o retorno para as adquirentes foram feitos com dados de empresas em que a estrutura de controle e de propriedade é mais concentrada. Os resultados de tais estudos são apresentados a seguir.

Evidências de uma relação negativa entre o retorno anormal das adquirentes e a separação entre controle e propriedade foram obtidas por Hanson e Song (1996) e Masulis, Wang e Xie (2009), que analisaram as participações detidas pela administração da adquirente em empresas emissoras de ações com diferentes direitos de voto, localizadas nos Estados Unidos;¹ e por Bigelli e Mengoli (2004) e Caprio, Croci e Giudice (2011), com dados da Itália e de 12 países da Europa Continental, respectivamente, que analisaram as participações detidas pelo acionista com maior direito de votos. Por outro lado, Ben-Amar e André (2006), com dados do Canadá, não encontraram relação estatisticamente significativa em análise das participações detidas pelo maior acionista interno (presidente do conselho ou presidente executivo). De acordo com os autores, talvez o resultado seja decorrente do alto nível de proteção dos minoritários existente no Canadá.

Bigelli e Mengoli (2004), Ben-Amar e André (2006) e Caprio et al. (2011) também apresentam evidências de uma relação positiva entre concentração da propriedade e o retorno anormal das adquirentes. No caso dos dois primeiros estudos, também se testou (e foi obtida evidência favorável) uma relação quadrática, com concavidade voltada para baixo. Isso sugere que em níveis mais altos de concentração, em que o controle não seria

¹ Embora os Estados Unidos sejam normalmente associados a estruturas de controle e propriedade mais pulverizadas (La Porta et al., 1999), nas amostras dos estudos citados, em média, a administração apresenta elevados níveis de direito de voto e de excesso de direito de voto: 48,6% dos votos e 36% da propriedade em Hanson e Song (1996); e 67,4% dos votos e 40,8% da propriedade em Masulis et al. (2009).

contestável, o efeito de entrincheiramento se sobreporia ao de alinhamento (Bigelli & Mengoli, 2004: 400).²

Ainda sobre estrutura de controle e propriedade, Ben-Amar e André (2006) encontraram uma relação positiva entre a presença de acionistas externos com participação relevante nos direitos de voto e o retorno anormal das adquirentes e deram indícios de um papel relevante de tais acionistas no monitoramento da administração. Não obstante, Caprio et al. (2011) também testaram tal hipótese e não encontraram resultados significantes.

Nos poucos estudos feitos com dados de ambientes com estrutura de controle e propriedade mais concentrada, em geral o foco recaiu sobre a análise da relação entre retornos anormais das adquirentes e estrutura de controle e propriedade das adquirentes. Uma exceção é o trabalho de Ben-Amar e André (2006), que encontrou uma relação positiva entre o retorno anormal das adquirentes e a independência do conselho de administração; e negativa entre o retorno anormal das adquirentes e o tamanho do conselho, talvez por problemas de coordenação e comunicação em conselhos maiores, conforme os autores.

Por fim, Ben-Amar e André (2006) também testaram a relação entre o retorno anormal das adquirentes e a manutenção de programas de ADR (*american depositary receipts*) níveis II ou III. Não encontraram relação estatisticamente significativa entre as variáveis. Novamente, segundo os autores, tal resultado pode ser decorrente de as empresas canadenses operarem em um mercado com alto nível de proteção aos acionistas minoritários. Todavia, Aybar e Ficici (2009) estudaram aquisições internacionais feitas por firmas localizadas principalmente na Ásia e na América Latina e encontram relações estatisticamente nulas ou até mesmo, em alguma de suas análises, negativas entre tal variável e o retorno anormal das adquirentes, ao contrário do que esperavam.

Procedimentos metodológicos

Método

O presente trabalho tem por objetivo investigar a relação entre qualidade da governança corporativa e o retorno anormal das adquirentes no Brasil. Tal objetivo é atingido por meio de um estudo de eventos, seguido de uma análise de regressão linear múltipla.

O desempenho das adquirentes é estimado pela feitura de um estudo de eventos, procedimento comum em estudos sobre aquisições (Copeland, Weston & Shastri, 2003, p.778). Conforme MacKinlay (1997:13), “um estudo de evento mensura o impacto de um evento específico sobre o valor de uma firma”. Uma premissa fundamental da metodologia é a de eficiência semiforte do mercado de capitais (Mackinlay, 1997; McWilliams & Siegel, 1997). Conforme McWilliams e Siegel (1997), a metodologia também se apoia nas seguintes premissas: o evento

representa informação nova, não antecipada pelos investidores; não há outros eventos economicamente relevantes que ocorrem simultaneamente, ou pelo menos é possível isolar o efeito do evento analisado. Mais detalhes sobre o método podem ser encontrados nas obras de Mackinlay (1997) e McWilliams e Siegel (1997), entre outros.

Uma vez estimados os retornos anormais, a análise da relação entre o desempenho das adquirentes e o nível de qualidade da governança corporativa é feita por regressão linear múltipla, procedimento-padrão nos estudos que objetivam identificar fatores que expliquem a variância do desempenho das adquirentes. A análise é controlada por outros fatores normalmente citados na literatura como determinantes do desempenho em aquisições.

Modelo e definição teórica e operacional das variáveis

O modelo usado na pesquisa é apresentado na equação abaixo:

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 \cdot NM_i + \beta_2 \cdot N2_i + \beta_3 \cdot ADR23_i + \sum_{s=1}^n \gamma_s \cdot VC_{si} + \varepsilon_i \quad (1)$$

Na equação acima, CAR_i é o retorno anormal acumulado do evento “i”; α é o intercepto da equação de regressão; β_1 , β_2 e β_3 são os coeficientes de regressão associados às variáveis representativas da qualidade de governança corporativa das empresas, NM, N2 e ADR23, que se espera sejam positivos; γ_s é o coeficiente de regressão da variável de controle “s”; e ε é o termo de erro. As definições operacionais das variáveis são apresentadas na tabela 1.

Foi usada uma janela de evento curta (três dias) para evitar problemas com a sobreposição de eventos. Janelas mais longas também reduzem o poder dos testes estatísticos (Mackinlay, 1997; McWilliams & Siegel, 1997). Janelas de três dias são comuns em estudos sobre os efeitos das fusões e aquisições (Andrade et al., 2001). Simões et al. (2012) analisam o comportamento das ações das empresas em anúncios de aquisições na Argentina, no Brasil e no Chile, entre 1995 e 2008, e concluem que, no caso brasileiro, a informação é completamente incorporada aos preços na data do anúncio.

A qualidade da governança das empresas é medida pela adesão ao Nível 2 e ao Novo Mercado da BM&FBovespa e pela dupla listagem nos EUA, por meio da emissão de ADR níveis II ou III. As empresas que efetuam dupla listagem nos EUA por meio de ADR II ou III devem seguir regras de governança aplicáveis às empresas listadas em bolsa naquele país (Silveira, Leal, Carvalho-da-Silva & Barros, 2010), que tem níveis mais elevados de proteção aos acionistas (La Porta et al., 1998). Os segmentos diferenciados de listagem da BM&FBovespa impõem regras adicionais de governança às empresas, como a concessão de direitos adicionais à legislação para as ações sem direito a voto (no caso do Nível 2), a manutenção de pelo menos 20% de membros independentes no conselho de administração e a adesão à câmara de arbitragem para a resolução de conflitos. No caso do Novo Mercado, as empresas também não podem

² Os autores se baseiam nos resultados obtidos pioneiramente por Morck, Shleifer e Vishny (1988), que encontraram uma relação não monotônica entre o valor das empresas e o percentual de ações detido pelos conselheiros ao estudar empresas listadas em bolsa nos Estados Unidos.

Tabela 1
Definição operacional das variáveis

Variável	Definição
CAR(-1,+1)	Retorno anormal acumulado para uma janela de três dias (data do anúncio, dia anterior e dia posterior). Foi usado o método de retorno ajustado ao mercado. Assim, o retorno anormal em cada dia foi calculado pela diferença entre o retorno observado da ação mais líquida da adquirente e o retorno observado da carteira de mercado, aproximada pelo Índice Brasil (IBrX). Então, para cada evento, acumula-se, por soma, o retorno anormal estimado para cada dia. O uso do Índice Bovespa (Ibovespa) no lugar do IBrX não altera os resultados obtidos. A data do anúncio usada foi a informada pela Thomson Reuters.
NM	1 (um), se a adquirente estivesse listada, na época do evento, no Novo Mercado da BM&FBovespa e 0 (zero), caso não estivesse.
N2	1 (um), caso a adquirente estivesse listada, na época do evento, no Nível 2 da BM&FBovespa e 0 (zero), caso não estivesse.
ADR23	1 (um), caso a adquirente fosse emissora de ADR níveis II ou III na época do evento e 0 (zero), caso não fosse.
Investimento	Valor pago pela empresa-alvo/ativo total da adquirente no fim do ano anterior ao evento.
Caixa	1 (um), se o pagamento foi efetuado em dinheiro e 0 (zero), se não efetuado em dinheiro.
Dívida líquida	Dívida financeira líquida (curto e longo prazo)/valor de mercado do capital próprio da empresa no fim do ano anterior ao evento.
MB	Valor de mercado/valor contábil dos ativos. O valor de mercado dos ativos = ativo total – patrimônio líquido + valor de mercado do capital próprio.
Porte	LN da receita líquida (em R\$ mil) da adquirente no ano anterior ao evento.
pós-crise	1 (um), caso o evento tenha ocorrido após 15/09/2008, data em que foi noticiado que o banco Lehman Brothers declararia falência, 0 (zero), caso tenha ocorrido antes daquela data. O uso de <i>dummies</i> para os anos de aquisição no lugar de pós-crise não altera os resultados.
SET	<i>Dummies</i> para o setor da adquirente, conforme classificação NAICS (<i>The North American Industry Classification System</i>).

Fonte: Elaborada pelos autores.

emitir ações sem direito a voto. [Silveira, Leal, Carvalho-da-Silva e Barros, 2009](#); [Silveira et al., 2010](#) apresentam evidências de que a emissão de ADR II ou III e a adesão ao Nível 2 ou ao Novo Mercado estão associadas a uma melhoria na qualidade da governança das empresas, medida por um índice mais amplo, desenvolvido por [Leal e Carvalho-da-Silva \(2005\)](#).

A variável investimento procura controlar a importância, em termos de porte, da aquisição ([Roll, 1986](#)). O pagamento que envolve ações pode sinalizar informações negativas sobre as empresas em um contexto de assimetria informacional ([Andrade et al., 2001](#)). A dívida líquida reduz a folga financeira das empresas e pode ser considerada um mecanismo de governança ([Jensen, 1986](#)). A variável MB mede a intangibilidade das adquirentes, variável que se mostra, em alguns estudos, associada à criação de valor nas adquirentes ([Kayo, Patrocínio & Martin, 2009](#)). Empresas de maior porte podem ter mais problemas de agência e de excesso de confiança ([Moeller, Schlingemann &](#)

[Stulz, 2004](#)). A variável pós-crise visa captar qualquer mudança na reação do mercado de capitais a anúncios de aquisição após a crise de 2008. Características dos setores, como a concorrência no mercado de produtos, podem colaborar para disciplinar os gestores/controladores; para uma discussão, veja [Shleifer e Vishny \(1997\)](#) e [Dyck e Zingales \(2004\)](#). Também foi criada uma variável para classificar as transações como “relacionadas” ou “de diversificação”. Todavia, após a aplicação dos vários filtros, nenhuma transação da amostra final foi classificada como de diversificação.

Procedimentos de coleta de dados e amostra

Os anúncios de aquisições foram coletados na base de *Investment Banking* da Thomson Reuters. Foram usados registros de 2006 a 2010 de adquirentes localizadas no Brasil. A consulta foi efetuada em março de 2011. Além da data de anúncio, a base forneceu o valor do investimento, o percentual do capital da alvo alcançado pela adquirente após a operação e a forma de pagamento.

Os dados contábeis, de cotações, liquidez em bolsa, valor de mercado e classificação setorial das empresas foram coletados na economática.

O sítio www.adr.com foi consultado para a coleta de dados sobre as empresas emissoras de ADR. Os relatórios das empresas também foram consultados, nos sítios da BM&FBovespa ou da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), para a coleta de dados sobre início da emissão de ADR e data de adesão ao Nível 2 e ao Novo Mercado, entre outros dados.

Para evitar a contaminação da variável dependente por eventos sobrepostos, efetuou-se um cruzamento da base da Thomson Reuters com uma base de fatos relevantes fornecida pela CVM. Também foram consultadas as datas de divulgação de demonstrações financeiras pelas empresas. Tais datas foram pesquisadas, na ordem, nos calendários de eventos corporativos, no campo de registro da data de apresentação das demonstrações financeiras no sítio da CVM e na versão digital do jornal *Valor Econômico* (nesse último caso, se a data registrada na CVM fosse de reapresentação da demonstração financeira).

A [tabela 2](#) apresenta os procedimentos adotados para a formação da amostra.

A [tabela 3](#) apresenta a distribuição setorial, conforme classificação nível 1 do *The North American Industry Classification System* (NAICS), e temporal da amostra.

Limitações

Este trabalho usa três variáveis para mensurar a qualidade de governança das empresas. Tais variáveis são, todavia, apenas aproximações limitadas para o constructo que pretendem mensurar. Por sua natureza (*dummies*), não permitem diferenciações mais sutis na qualidade de governança das empresas.

Embora se tenha buscado usar variáveis de controle na análise, não se pode assegurar que não existam variáveis omitidas no termo de erro que viessem os resultados obtidos.

Por fim, outra limitação do estudo é o reduzido tamanho da amostra.

Tabela 2

Formação da amostra de aquisições no Brasil, com dados de 2006 a 2010

Filtros	Eventos excluídos	Eventos remanescentes
Registros de 2006 a 2010		1.239
Somente os registros com <i>status</i> “Completed” (i.e., que tinham efetivamente sido feitos). Critério usado em outras pesquisas (Moeller, Schlingemann & Stulz, 2004; Ben-Amar & André, 2006; Caprio, Croci & Giudice, 2011)	412	827
Apenas as listadas em bolsa na época do evento	89	738
Sem “administração de empresas e empreendimentos” e sem “serviços financeiros e seguros”, por terem características muito distintas das demais empresas	81	657
Apenas casos em que houve aquisição de controle: adquirente tinha menos de 50% do capital da alvo antes da transação e mais de 50% após a transação. Critério também adotado em outros trabalhos, como no de Caprio et al. (2011) ^a	161	496
Apenas os eventos com valor investido disponível	177	319
Apenas casos com liquidez, medida pela econômica, igual ou superior a 5% do valor da ação mais líquida no mercado no ano da transação. A liquidez é importante para que os preços se aproximem dos valores intrínsecos	227	92
Apenas casos com todos os demais dados necessários disponíveis	1	91
Apenas casos em que a adquirente tinha patrimônio líquido maior do que R\$ 0 no ano anterior	1	90
Eliminação de duplicidades na base	2	88
Casos após junção de aquisições feitas pela mesma adquirente na janela analisada. Em um dos casos, as aquisições foram anunciadas na mesma data. Também houve um caso em que a adquirente anunciou uma aquisição em uma data e três no dia seguinte. Foi usada a data da primeira aquisição no cálculo do retorno anormal acumulado	4	84
Casos após agrupamentos de eventos divulgados de forma independente pela Thomson, mas feitos na mesma data e que faziam parte de uma mesma operação, conforme sinopse da Thomson e conteúdo dos fatos relevantes	4	80
Casos após outras eliminações (erro no registro da adquirente, que tinha capital fechado; e um caso de reestruturação societária da adquirente)	2	78
Casos após eliminação de eventos com outros fatos relevantes publicados no dia do anúncio da aquisição, dois dias antes ou dois depois	6	72
Casos após a eliminação de eventos que tinham demonstrações financeiras divulgadas no dia do anúncio da aquisição, dois dias antes ou dois depois	10	62

^a A Thomson registra o percentual do capital total adquirido e detido após a transação. Mas, no Brasil, a aquisição do controle pode ser feita sem a aquisição da maioria do capital total, pois as empresas podem emitir ações sem direito a voto. Nenhum caso desse tipo que atendesse aos demais filtros ficou fora da amostra.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Apresentação e análise dos resultados

Análises preliminares

A *tabela 4* apresenta as estatísticas descritivas para o retorno anormal, bem como resultados de testes *t* de Student. Embora, em razão do exposto na seção “Modelo e definição teórica e operacional das variáveis”, o foco das análises seja uma janela mais curta (três dias), também são apresentados os

dados para uma janela mais longa, de cinco dias: CAR (-2,+2). Como pode ser observado, o retorno anormal apresentou sinal positivo em todas as datas, mas com significância estatística apenas no dia do anúncio. O retorno anormal acumulado, seja na janela de três dias, seja na de cinco dias, também apresentou sinal positivo e significativo a 5%, com elevada variância.

A *tabela 5* apresenta as estatísticas descritivas para as variáveis explicativas.

Tabela 3

Distribuição setorial e temporal da amostra

Painel A			Painel B		
Setor	Eventos	%	Ano	Eventos	%
Comércio varejista	4	6,5	2006	9	14,5
Construção	3	4,8	2007	25	40,3
Empresa de eletricidade, gás e água	7	11,3	2008	7	11,3
Imobiliária e locadora de outros bens	1	1,6	2009	10	16,1
Indústria manufatureira	27	43,5	2010	11	17,7
Informação	5	8,1	Total	62	100,0
Mineração	13	21			
Transporte e armazenamento	2	3,2			
Total	62	100,0			

Fonte: Elaborada pelos autores.

Tabela 4

Estatísticas descritivas e testes *t* para o retorno anormal

Data	Média(%)	Desvio-padrão (%)	T	p-valor
-2	0,24	2,32	0,80	(0,425)
-1	0,15	2,02	0,59	(0,557)
0	1,17	3,84	2,40	(0,019)*
1	0,51	3,21	1,25	(0,215)
2	0,01	2,28	0,03	(0,977)
CAR (-1,+1)	1,83	6,33	2,28	(0,026)*
CAR (-2,+2)	2,08	6,95	2,36	(0,022)*

* $p < 0,05$.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Tabela 5

Estatísticas descritivas para as variáveis explicativas

Variável	Média ou proporção	Desvio-padrão
NM	0,355	
N2	0,065	
ADR23	0,758	
Investimento	0,282	1,183
Caixa	0,807	
Dívida líquida	0,259	0,267
MB	1,689	0,773
Porte	9,310	1,508
pós-crise	0,371	

Fonte: Elaborada pelos autores.

A [tabela 6](#) apresenta a matriz de correlação entre as variáveis. Verifica-se correlação positiva e significativa entre NM e CAR, de acordo com a hipótese formulada. Por outro lado, a correlação entre CAR e N2 é nula do ponto de vista estatístico; e, contrariamente ao esperado, a correlação entre CAR e ADR23 é negativa e significativa. A [tabela 6](#) também apresenta algumas correlações altas entre as variáveis independentes, o que pode trazer problemas à análise de regressão múltipla, por elevar o erro das estimativas dos coeficientes de regressão.

Análise de regressão múltipla

Resultados da análise por mínimos quadrados ordinários (MQO)

A [tabela 7](#) apresenta os resultados da análise de regressão múltipla.

O teste de heteroscedasticidade de Breusch-Pagan não indica evidências desse tipo de problema ($\chi = 1,130$; $p = 0,288$). Foi efetuado o teste de Shapiro-Wilk e não se pode rejeitar a hipótese de normalidade dos resíduos ($z = 0,685$; $p = 0,247$). O fator de

Tabela 6

Matriz de correlações

Variável	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1	CAR(1,+1)	1,00									
2	NM	0,37 (0,00) ***	1,00								
3	N2	0,08 (0,56)	−0,19 (0,13)	1,00							
4	ADR23	−0,41 (0,00) ***	−0,37 (0,00) ***	0,00 (0,97)	1,00						
5	Investimento	0,52 (0,00) ***	0,18 (0,17)	0,05 (0,68)	−0,27 (0,03) **	1,00					
6	Caixa	−0,20 (0,11)	−0,15 (0,25)	−0,20 (0,11)	0,20 (0,12)	−0,40 (0,00) ***	1,00				
7	Dívida Líquida	−0,30 (0,02) **	−0,02 (0,89)	−0,19 (0,14)	0,11 (0,42)	−0,09 (0,48)	−0,16 (0,22)	1,00			
8	MB	0,38 (0,00) ***	0,15 (0,26)	0,25 (0,05) *	−0,24 (0,06) *	0,75 (0,00) ***	−0,16 (0,21)	−0,46 (0,00) ***	1,00		
9	Porte	−0,27 (0,04) **	−0,43 (0,00) ***	−0,32 (0,01) **	0,37 (0,00) ***	−0,33 (0,01) ***	0,32 (0,01) **	0,01 (0,93)	−0,39 (0,00) ***	1,00	
10	Pós- -crise	−0,03 (0,85)	0,13 (0,32)	−0,20 (0,12)	−0,35 (0,01) ***	−0,07 (0,61)	−0,13 (0,31)	0,40 (0,00) ***	−0,29 (0,02) **	0,10 (0,43)	1,00

Nota: coeficientes na primeira linha, valores de probabilidade (p-valor) na segunda.

* $p < 0,10$.** $p < 0,05$.*** $p < 0,01$. Testes bicaudais.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Tabela 7

Resultados da regressão por MQO para a variável Dependente CAR(-1,+1)

Variáveis explicativas	Coefficiente(p-valor)
Intercepto (α)	-0,100 (0,442)
NM	0,043* (0,013)
N2	0,034 (0,401)
ADR23	-0,014 (0,499)
Investimento	0,039** (0,001)
Caixa	0,017 (0,427)
Dívida líquida	-0,086* (0,012)
MB	-0,023 (0,275)
Porte	0,018 (0,108)
Pós-crise	-0,002 (0,908)
<i>Dummies</i> de setor	Sim
Observações	62
F	4,310
F (p-valor)	(0,000)
r ² ajustado	0,464

Nota: coeficientes de regressão na primeira linha, valores de probabilidade (p-valor) na segunda, entre parênteses.

* p < 0,05.

** p < 0,01. Testes bicaudais.

Fonte: Elaborada pelos autores.

inflação de variância mais alto foi de 7,93, abaixo do nível crítico de 10; a média dos fatores de inflação de variância foi de 3,890.

Os resultados apresentados na [tabela 7](#) indicam uma relação positiva entre a adesão ao Novo Mercado da BM&FBovespa e o CAR(-1,+1), o que confirma os resultados obtidos na análise de correlação. O coeficiente de regressão é significativo tanto estatística quanto economicamente. Todavia, a adesão ao Nível 2 e a manutenção de programas de ADR II ou III não apresentam relação estatisticamente significativa com o CAR(-1,+1).

Análises adicionais dos dados mostraram que, com exceção de um caso, quando a adquirente não faz parte do Novo Mercado, a empresa é emissora de ações sem direito a voto. Novas análises de regressão, que substituem as variáveis de governança por uma *dummy* que indica se a empresa é emissora ou não de ações sem direito a voto ou por uma variável contínua que indica o percentual de ações *outstanding* (total menos as que estão em tesouraria) sem direito a voto, levam ao mesmo resultado apresentado na [tabela 7](#). Quer dizer, a emissão de ações sem direito a voto apresenta relação negativa com o retorno anormal acumulado.

Os resultados obtidos são consistentes com o referencial teórico apresentado, o que indica que empresas que usam mecanismos para separar direitos de voto e direitos de fluxo de caixa têm, *ceteris paribus*, incentivos a aquisições destruidoras de valor.

Entre as variáveis de controle, investimento apresentou sinal positivo e significativo. Isso indica que quanto maior o valor do investimento, tanto mais alto será o retorno para os adquirentes, mantidos os demais fatores constantes. Tal resultado é consistente com aqueles obtidos por [Mulherin e Boone \(2000\)](#), que argumentam que as aquisições são feitas principalmente em busca de sinergia. Já a dívida líquida apresentou sinal negativo, contrário ao esperado, de acordo com a hipótese de que o endividamento tem um efeito disciplinador sobre os gestores ([Jensen, 1986](#)). É importante informar que a variável de endividamento tem a significância estatística reduzida em algumas das análises de robustez apresentadas na subseção “Sobre a robustez dos resultados”.

Sobre a robustez dos resultados

Apesar de não haver indícios de heteroscedasticidade, a regressão também foi estimada, gerou erros consistentes de White e os principais resultados não se alteraram qualitativamente.

Os principais resultados obtidos são consistentes em face da exclusão de observações extremas e influentes, medidas pelos resíduos estudantizados e pela distância de Cook, respectivamente. Em análises complementares, a equação de regressão foi estimada, excluíram-se os casos com resíduos estudantizados acima de 3 (em valor absoluto) e distância de Cook acima de 1. Os resultados foram mantidos, qualitativamente.

Também foram feitas análises adicionais, com a exclusão das observações em que havia sobreposição de eventos de aquisição nas janelas de evento analisadas; e dos casos em que os eventos foram registrados de forma independente pela Thomson, mas faziam parte de uma mesma transação e foram tratados como um evento na análise da subseção “Resultados da análise por mínimos quadrados ordinários (MQO)”. Os principais resultados foram mantidos.

Com vistas a evitar que outros eventos, que não as aquisições, influenciassem os resultados obtidos, a análise da subseção “Resultados da análise por mínimos quadrados ordinários (MQO)” exclui os casos em que havia fatos relevantes ou divulgação de demonstrações financeiras na data do anúncio, dois dias antes ou dois dias depois. A expansão de tal janela para um período de 11 dias (dia do anúncio, cinco antes e cinco depois) não altera qualitativamente os principais resultados obtidos.

Por fim, o uso de uma janela de evento um pouco maior, de cinco dias (dia do anúncio, dois antes e dois depois), enfraquece as relações estatísticas obtidas, como esperado (veja a subseção “Modelo e definição teórica e operacional das variáveis”). Mas ainda leva a uma relação positiva entre CAR e NM, significativa a 10% em um teste unicaudal.

Considerações finais

Este trabalho tinha por objetivo investigar a relação entre qualidade da governança corporativa e o retorno anormal das adquirentes no Brasil. A hipótese formulada, baseada no arcabouço teórico apresentado na seção “Revisão da literatura”, é a de uma relação positiva entre tais variáveis.

Para investigar a relação supracitada, o desempenho das adquirentes foi estimado pelo método do estudo de eventos, enquanto a qualidade da governança foi aproximada pela adesão ao Novo Mercado e ao Nível 2 de governança da BM&FBovespa e pela manutenção de programas de ADR níveis II e III.

A análise de regressão linear múltipla feita, que teve como variável dependente o retorno anormal das adquirentes em torno do anúncio das aquisições, gerou evidências favoráveis a uma relação positiva com a adesão ao Novo Mercado, mas não às demais variáveis de governança. As empresas que participam do Novo Mercado são justamente as que não emitem ações sem direito a voto, limitam a capacidade dos controladores de separar os direitos de voto dos direitos sobre fluxo de caixa. Tais resultados são consistentes com o referencial teórico apresentado, que indica que em empresas com separação entre os direitos de voto e os de fluxo de caixa, e na presença de benefícios privados do controle, caso brasileiro, os controladores tem incentivos a investimentos ineficientes.

Novas pesquisas podem investigar a relação entre o retorno anormal em anúncios de fusões e aquisições e variáveis que mensuram de forma mais direta a separação entre direitos de voto e direitos sobre fluxo de caixa. Para tanto, será necessário reunir dados da estrutura de propriedade das empresas e considerar não somente as participações diretas, mas também as indiretas.

Conflitos de interesse

Os autores declaram não haver conflitos de interesse.

Referências

- Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economics*, 12(2), 605–617. <http://dx.doi.org/10.2307/3003575>
- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103–120. <http://dx.doi.org/10.1257/jep.15.2.103>
- Aybar, B., & Fici, A. (2009). Cross-border acquisitions and firm value: an analysis of emerging-market multinationals. *Journal of International Business Studies*, 40(8), 1317–1338. <http://dx.doi.org/10.1057/jibs.2009.15>
- Bebchuk, L.A.; Kraakman, R.; Triantis, G. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity. In: Morck, R.K. (Org.). *Concentrated corporate ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 2000.
- Ben-Amar, W., & André, P. (2006). Separation of ownership and control and acquisition firm performance: the case of family ownership in Canada. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(3-4), 517–543. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-5957.2006.00613.x>
- Berkovitch, E., & Narayanan, M. P. (1993). Motives for takeovers: an empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(3), 347–362. <http://dx.doi.org/10.2307/2331418>
- Bigelli, M., & Mengoli, S. (2004). Sub-optimal acquisition decisions under a majority shareholder system. *Journal of Management and Governance*, 8(4), 373–405. <http://dx.doi.org/10.1007/s10997-004-4896-2>
- Brito, G. A. S., Batistella, F. D., & Famá, R. (2005). Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. *Revista de Administração da USP (Rausp)*, 40(4), 353–360.
- Brunner, R. F. (2004). *Applied mergers & acquisitions*. EUA: John Wiley & Sons.
- Camargos, M. A. de, & Barbosa, F. V. (2007). Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994 e 2001. *Revista de Administração da USP (Rausp)*, 42(4), 468–481. São Paulo.
- Caprio, L., Croci, E., & Giudice, A. D. (2011). Ownership structure, family control, and acquisition decisions. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1636–1657. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.09.008>
- Capron, L., & Pistre, N. (2002). When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*, 23(9), 781–794. <http://dx.doi.org/10.1002/smj.262>
- Coffee, J. C., Jr. (1999). The future as history: the prospects for global convergence in corporate finance and its implications. *Northwestern University Law Review*, 93(3), 641–708. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.142833>
- Coffee, J. C., Jr. (2002). Racing towards the top?: the impacts of cross-listings and stock market competition on international corporate governance. *Columbia Law Review*, 102(7), 1757–2002. <http://dx.doi.org/10.2307/1123661>
- Copeland, T. E., Weston, J. F., & Shastri, K. (2003). *Financial theory and corporate policy* (4th ed.). EUA: Addison-Wesley.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430–465. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.02.007>
- Durnev, A., & Kim, E. H. (2005). To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. *The Journal of Finance*, 60(6), 1461–1493. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00767.x>
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: an international comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537–600. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–327. <http://dx.doi.org/10.1086/467037>
- Hanson, R. C., & Song, M. H. (1996). Ownership structure and managerial incentives: the evidence from acquisitions by dual class firms. *Journal of Business, Finance & Accounting*, 23(5-6), 831–849. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-5957.1996.tb01154.x>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *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. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kayo, E. K., Patrocínio, M. R., & Martin, D. M. L. (2009). Intangibilidade e criação de valor em aquisições: o papel moderador do endividamento. *Revista de Administração da USP (Rausp)*, 44(1), 59–69.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703–728. [http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155. <http://dx.doi.org/10.1086/250042>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. F. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3–27. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Leal, R.P.C.; Carvalho-da-Silva, A.L. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). *Inter-American Development Bank Research Network Working Paper*, n. R-514, Out. 2005 [Acesso em: dez. 2010]. Disponível em: <http://www.iadb.org/research/pub_desc.cfm?pub_id=R-514>.
- Lubatin, M. (1983). Mergers and the performance of the acquiring firm. *The Academy of Management Review*, 8(2), 218–225.
- Mackinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39.
- Manne, H. (1965). Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, 73(2), 110–120. <http://dx.doi.org/10.1086/259000>
- Masulis, R., Wang, C., & Xie, F. (2009). Agency problems at dual-class companies. *Journal of Finance*, 64(4), 1697–1727. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01477.x>
- McWilliams, A., & Siegel, D. (1997). Event studies in management research: theoretical and empirical issues. *Academy of Management Journal*, 40(3), 626–657. <http://dx.doi.org/10.2307/257056>

- Moeller, S., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201–228. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.07.002>
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1), 293–315. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. F. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions? *The Journal of Finance*, 45(1), 31–48. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb05079.x>
- Mulherin, J. H., & Boone, A. L. (2000). Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance*, 6(2), 117–139. [http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199\(00\)00010-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199(00)00010-9)
- Nenova, T. (2003). The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 68(3), 325–351. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00069-2](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00069-2)
- Patrocínio, M. R., Kayo, E. K., & Kimura, H. (2007). Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. *Revista de Administração da USP (Rausp)*, 42(2), 205–215.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, 59(2), 197–216. <http://dx.doi.org/10.1086/296325>
- Seth, A. (1990a). Value creation in acquisitions: a reexamination of performance issues. *Strategic Management Journal*, 11(2), 99–115. <http://dx.doi.org/10.1002/smj.4250110203>
- Seth, A. (1990b). Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation. *Strategic Management Journal*, 11(6), 431–446. <http://dx.doi.org/10.1002/smj.4250110603>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Value maximization and the acquisition process. *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 7–20. <http://dx.doi.org/10.1257/jep.2.1.7>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Managerial entrenchment: the case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123–139. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90099-8](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(89)90099-8)
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silveira, A. Di M. da, Leal, R. R. P. C., Carvalhal-da-Silva, A. L., & Barros, L. A. B. de C. (2009). Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. *Revista de Administração da USP (Rausp)*, 44(3), 173–179.
- Silveira, A. Di M. da, Leal, Ricardo P. C., Carvalhal-da-Silva, A. L., & Barros, L. A. B. de C. (2010). Endogeneity of Brazilian corporate governance quality determinants. *Corporate Governance*, 10(2), 191–202.
- Simões, M. D., Macedo-Soares, T. D. L. van A. de, Klotzle, M. C., & Pinto, A. C. F. (2012). Assessment of market efficiency in Argentina, Brazil and Chile: an event study of mergers and acquisitions. *Brazilian Administration Review (BAR)*, 9(2), 229–245. <http://dx.doi.org/10.1590/S1807-76922012000200007>
- Stulz, René M. (1999). Globalization, corporate finance and the cost of capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(3), 8–25. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1745-6622.1999.tb00027.x>