

# DESEMPENHO DA AQUISIÇÃO CORPORATIVA ENTRE EMPRESAS BRASILEIRAS FAMILIARES E NÃO FAMILIARES DE CAPITAL ABERTO

Rafael Manoel de Oliveira<sup>1</sup>

Daiana Paula Pimenta<sup>2</sup>

Marília Paranaíba Ferreira<sup>3</sup>

Alex Mussoi Ribeiro<sup>4</sup>

## Resumo:

**Objetivo:** Este estudo objetiva verificar se as aquisições realizadas por empresas familiares geram melhor desempenho do que aquelas realizadas por empresas não familiares listadas na B3 no período entre 2009 e 2016.

**Método:** As informações necessárias foram coletadas na base de dados da Thomson Reuters Eikon e no site da B3, e a classificação das empresas em familiares ou não familiares foi feita por meio da abordagem de componente de envolvimento da família no controle, na propriedade e na gestão da empresa e da abordagem de identidade organizacional. Regressões múltiplas com dados empilhados foram estimadas para a amostra de 244 aquisições (86 empresas).

**Resultados:** Os resultados indicaram que as empresas brasileiras familiares apresentam, em média, desempenho superior dos eventos de aquisições corporativas em relação às empresas brasileiras não familiares. Os achados são consistentes com a Teoria da Agência, que diz que o distanciamento entre a propriedade e o controle resulta em conflitos de agência e assimetria informacional, problemas que oferecem maiores oportunidades de expropriação dos acionistas por parte dos gestores. Assim, visto que nas empresas familiares esse distanciamento é menor, pois a propriedade e a gestão tendem a coincidir, os conflitos de agência e a assimetria informacional entre principal-agente ocorrem com menor intensidade nas empresas familiares em comparação às empresas não familiares.

**Contribuições:** As evidências empíricas permitem reflexões, tanto aos acionistas quanto aos executivos, sobre o uso da estratégia de aquisição corporativa, além de instigar novos mecanismos de controle e monitoramento por parte dos acionistas sobre a tomada de decisão dos gestores.

**Palavras-chave:** Aquisições corporativas; Fusões e aquisições; Desempenho; Empresas familiares; Teoria da Agência.

<sup>1</sup> mdeoliveira.rafael@gmail.com. Universidade Federal de Goiás. Goiânia-GO, Brasil. <https://orcid.org/0000-0002-8105-1082>

<sup>2</sup> daiana-pimenta@hotmail.com. Universidade Federal de Goiás. Goiânia-GO, Brasil. <https://orcid.org/0000-0003-1111-4778>

<sup>3</sup> mariiliaferreira82@hotmail.com. Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis-SC, Brasil. <https://orcid.org/0000-0003-4290-8589>

<sup>4</sup> alex.mussoi@ufsc.br. Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis-SC, Brasil. <https://orcid.org/0000-0003-3389-9713>

DOI: <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2020130307>

Artigo submetido em: 14/08/2019. Aceito em: 23/11/2020.

## PERFORMANCE OF CORPORATE ACQUISITION BETWEEN BRAZILIAN FAMILY AND NON-FAMILY PUBLIC FIRMS

### Abstract:

**Objective:** This study aims to verify if the acquisitions made by family firms generate better performance than those made by non-family firms listed on B3 in the period between 2009 and 2016.

**Method:** The necessary information was collected in the Thomson Reuters Eikon database and on the B3 website, and the classification of firms into family members or non-family members was made through the approach of the family involvement component in the control, ownership and management of the firm and the approach of organizational identity. Multiple regressions with stacked data were estimated for the sample of 244 acquisitions (86 firms).

**Results:** The results indicated that Brazilian family firms present, on average, a superior performance in corporate acquisition events in relation to non-family Brazilian firms. The findings are consistent with the Agency Theory, which says that the gap between ownership and control results in agency conflicts and information asymmetry, problems that offer greater opportunities for expropriation of shareholders by managers. Thus, since in family firms this gap is less, as ownership and management tend to coincide, agency conflicts and information asymmetry between principal-agent occur with less intensity in family firms compared to non-family firms.

**Contribution:** Empirical evidence allows reflections, both for shareholders and executives, on the use of the corporate acquisition strategy, in addition to instigating new control and monitoring mechanisms by shareholders on the decision making of managers.

**Keywords:** Corporate acquisitions; Mergers and acquisitions; Performance; Family firms; Agency Theory.

## 1 INTRODUÇÃO

As aquisições corporativas são uma importante estratégia empresarial (Pimenta & Porto, 2018; Welch, Pavićević, Keil & Laamanen, 2020), muitas vezes utilizadas como mecanismo externo de alinhamento entre os interesses dos administradores e dos shareholders (Jensen & Ruback, 1983; Allayannis, Lel & Miller, 2012; Akira, 2020; Peng, Anwar & Kang, 2020). Todavia, diversos pesquisadores que se dedicaram a investigar o desempenho das aquisições sob a ótica das empresas adquirentes relataram que os retornos para estas empresas e seus acionistas, tanto no curto quanto no longo prazo, em média, são nulos ou negativos e altamente voláteis (King, Dalton, Daily & Covin, 2004; Moeller, Schlingemann & Stulz, 2005; Cornett, Tanyeri & Tehranian, 2011; Leung, Tse & Westerholm, 2019).

De modo geral, os estudos que examinam a temática de aquisições corporativas não diferenciam a estrutura de propriedade e controle entre empresas, tratando-as como iguais, apesar de existir uma literatura que ressalta as diferenças nas decisões corporativas entre empresas familiares e não familiares (Bennedsen, Pérez-González & Wolfenzon, 2010; Caprio, Croci & Del Giudice, 2011; Helsen, Lybaert, Steijvers, Orens & Dekker, 2017; Moura & Beuren, 2017). As principais divergências decorrem de problemas de agência (Cesari, Gonenc & Ozkan, 2016) e, portanto, têm como suporte a Teoria da Agência.

Os problemas de agência, formalizados por Jensen e Meckling (1976), surgem da relação contratual entre principal (acionista) e agente (gestor), em que o principal delega ao agente autoridade de tomada de decisão. Eisenhardt (1989) destaca dois problemas que impactam essa relação de agência. Um corresponde ao conflito de interesses entre principal e agente, pois para maximizar a sua própria utilidade, os gestores nem sempre tomam decisões objetivando o melhor para os acionistas; e o outro resulta da assimetria informacional entre as partes, dado que, normalmente, os gestores possuem maiores e melhores informações sobre a companhia (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; Machado & Famá, 2011).

Entretanto, pesquisas apontam que nas empresas familiares a propriedade e a gestão tendem a coincidir, por isso nessas empresas os problemas clássicos de agência ocorrem com menor intensidade e a demanda por mecanismos de alinhamento de interesses é relativamente menor em comparação com as empresas não familiares (Bouzgarrou & Navatte, 2013; Silva, 2015; Feldman, Amit & Villalonga, 2016; Helsen et al., 2017; Moura & Beuren, 2017). Além disso, como as empresas familiares possuem uma parte substancial da riqueza pessoal da família investida na própria empresa, mesmo que os membros familiares não participem diretamente da gestão, eles têm fortes motivos para monitorar os gestores (Berrone, Cruz & Gomez-Mejia, 2012; Feldman et al., 2016; Helsen et al., 2017),

Dessa forma, é provável que haja diferença considerável no desempenho obtido com as aquisições quando estas são realizadas por empresas familiares e não familiares, pois devido ao alto envolvimento da família no controle e na gestão da empresa, além de outras características peculiares das empresas familiares como maior aversão ao risco e menor diversificação dos investimentos (Caprio et al., 2011), os executivos de empresas familiares não tendem a utilizar as aquisições como meio de promover seus interesses individuais (Cesari et al., 2016).

Assim, ao considerar que os diferentes tipos de estrutura de propriedade e controle podem impactar significativamente a tomada de decisão, esta pesquisa busca responder: As aquisições realizadas por empresas brasileiras familiares geram melhor desempenho do que aquelas realizadas por empresas brasileiras não familiares? Logo, o presente estudo objetiva verificar se as aquisições realizadas por em-

presas familiares geram melhor desempenho do que aquelas realizadas por empresas não familiares, sob a ótica da Teoria da Agência, no período de 2009 a 2016.

As aquisições corporativas estão entre as decisões mais importantes que os executivos tomam e possuem um alto potencial de alteração da riqueza dos acionistas (Moeller et al., 2005; Leung et al., 2019). No entanto, apesar do aumento dos estudos sobre este tema nos últimos anos (Pimenta & Porto, 2018; Pessanha, Lopes, Calegario, Safadi & Bernardo, 2019), ainda é evidente a falta de consenso sobre os motivos que levam os executivos a envolverem as empresas em tais operações, e sobre se essa estratégia realmente cria valor aos acionistas (Pessanha et al., 2019; Akira, 2020; Welch et al., 2020).

Essa falta de consenso pode estar enviesada pelo tratamento conjunto de empresas familiares e não familiares, já que é reconhecido que as diferentes naturezas entre empresas causam diferentes visões sobre tomadas de decisões (Helsen et al., 2017; Moura & Beuren, 2017). As empresas familiares se caracterizam pelo envolvimento da família no controle e na gestão da empresa, e esse envolvimento influencia os valores, tal como outros objetivos financeiros e não financeiros (Silva, 2015).

A presente pesquisa contribui com a academia por ajudar a elucidar divergências sobre o desempenho pós-atividades de aquisição, adicionando uma nova variável ao contexto (tipo de controle). Além disso, este trabalho também contribui com a literatura por investigar as diferenças do desempenho das aquisições entre empresas brasileiras familiares e não familiares. No Brasil, as empresas familiares são dominantes e representam uma parte considerável do PIB (Produto Interno Bruto) (Silva, 2015).

Sob a perspectiva prática, o estudo gera reflexões, tanto aos acionistas quanto aos executivos, sobre o uso da estratégia de aquisição corporativa, além de instigar novos mecanismos de controle e monitoramento por parte dos acionistas sobre a tomada de decisão e sobre os contratos de remuneração dos executivos, para que essa estratégia não seja utilizada de forma a beneficiar apenas os gestores. Conforme Cesari et al. (2016), os gestores das empresas adquirentes recebem substanciais aumentos em suas remunerações nos anos subsequentes à aquisição, mesmo quando o desempenho desta operação não é satisfatório.

Sob o âmbito social, outra contribuição pode ser evidenciada pelo volume de dinheiro envolvido em operações de aquisição. Segundo o Statista (2020), no período entre 2010 e 2019, essas operações movimentaram 34,4 trilhões de dólares no mundo, sendo 3,7 trilhões no ano de 2019. Essa quantia faz com que as atividades de aquisição não sejam importantes apenas para as empresas envolvidas, mas também para a sociedade da qual ela é parte e para o governo. Ademais, Akira (2020) relata que as aquisições podem salvar empresas insolventes e, assim, prolongar a continuidade de empresas suscetíveis à falência no mercado.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO E HIPÓTESE DE PESQUISA

### 2.1 Aquisições Corporativas

A palavra “aquisição” é utilizada para caracterizar o processo de compra de controle acionário de uma empresa por outra (Tanure & Cançado, 2005; Akira, 2020), na qual as duas empresas continuam ou não com a identidade jurídica, e é associada comumente a “fusão” em trabalhos que investigam combinações estratégicas. Embora se reconheçam as diferenças nos processos de “fusões e aquisições”, para a área de Finanças, essa diferença não é tratada com o mesmo rigor que no âmbito legal. Então, neste trabalho, tendo-se como respaldo Díaz e Azofra (2009) e Pasiouras, Tanna e Gaganis (2011), a expressão “aquisição” é utilizada para se referir a ambas combinações estratégicas.

As aquisições são, em geral, investimentos de maior risco em comparação a outros tipos de entrada no mercado, tais como exportação, licenciamento e alianças estratégicas, pois requerem um maior investimento financeiro e unem duas (ou mais) organizações com aspectos culturais distintos (Geppert, Dörrenbächer, Gammelgaard & Taplin, 2013). Além disso, Moura e Beuren (2017) relatam que as aquisições são operações de risco elevado em virtude da incerteza dos benefícios esperados futuros desse tipo de estratégia.

As principais correntes de pesquisa em aquisições estão interessadas em estudar suas motivações e os resultados subsequentes à operação (Haleblian, Devers, McNamara, Carpenter & Davison, 2009; Leung et al., 2019). A primeira corrente busca descrever quais seriam os antecedentes que originaram a aquisição corporativa, dividindo-se ainda entre razões internas, associadas a variáveis específicas da firma, e externas, relacionadas a características do mercado em que a empresa atua. Já a segunda corrente analisa quais são as implicações geradas pelo processo de aquisições.

As justificativas teóricas contempladas como motivadoras para empresas se envolverem em processos de aquisições são várias. Para Mateev (2017) e Welch et al. (2020), por meio da aquisição, empresas podem alcançar economias de escala, ter acesso a novas regiões geográficas e novas tecnologias. Haleblian et al. (2009), mediante uma revisão sobre o tema, citam as seguintes motivações: criação de valor, fatores ambientais, características das firmas e interesses gerenciais.

A criação de valor fundamenta-se na expectativa de que a empresa adquirente se torne significativamente mais eficiente e consiga reduzir seus custos, aumentando os retornos dos acionistas (Haleblian et al., 2009; Mateev, 2017; Welch et al., 2020). Já os fatores ambientais referem-se a motivações do ambiente que incentivam as empresas a passarem por processos de aquisições, como, por exemplo, crises financeiras (Haleblian et al., 2009; Akira, 2020). Por sua vez, a motivação por características da firma pode ser ilustrada por trabalhos que estudam a probabilidade de empresas se envolverem em aquisições, conforme experiências anteriores em tais eventos (Haleblian et al., 2009; Pimenta & Porto, 2018).

Por fim, os motivos gerenciais correspondem aos processos de aquisições que ocorrem objetivando o aumento do bem-estar dos gestores das empresas, mesmo que esses processos gerem impacto negativo no valor de mercado das ações (Haleblian et al., 2009; Pimenta & Porto, 2018). Tais motivos evidenciam conflitos de interesses entre gestores e acionistas que são, comumente, tratados à luz da Teoria da Agência e das relações entre propriedade e controle das empresas.

## 2.2 Teoria da Agência e Estrutura de Propriedade e Controle

A evolução das sociedades capitalistas culminou na segregação entre propriedade e controle, gerando as relações de agência (Jensen & Meckling, 1976). Essas relações ocorrem quando os acionistas (principais) delegam autoridade de tomada de decisão aos gestores (agentes) (Jensen & Meckling, 1976). Porém, ao considerar a maximização da utilidade das partes, acredita-se que, nem sempre, os agentes agem visando o melhor para o principal, o que caracteriza os conflitos de agência. Para alinhar os interesses, o principal pode estabelecer incentivos aos agentes ou prover de mecanismos de monitoramento para limitar decisões não desejáveis por sua parte (Jensen & Meckling, 1976).

Outro aspecto considerado pela Teoria da Agência, também consequente do distanciamento entre propriedade e controle, é a diferença informacional existente entre os agentes (Eisenhardt, 1989; Machado & Famá, 2011). Os administradores possuem, geralmente, maiores e melhores informações sobre o negócio do que os seus subordinados e os investidores externos (Machado & Famá, 2011). Entretanto,

há empresas em que esse distanciamento é visto com menor intensidade, conhecidas como familiares (Bouzgarrou & Navatte, 2013; Silva, 2015).

Embora não exista um conceito específico sobre o que é uma empresa familiar, sabe-se que nesse tipo de empresa a família possui alta representatividade na estrutura de propriedade e alto envolvimento no controle e na gestão organizacional (Chua, Chrisman & Sharma, 1999; Berrone et al., 2012). Com isso, as empresas familiares apresentam um maior alinhamento entre principal e agente, e, portanto, menor assimetria informacional e menores conflitos de interesse (Chen, Chen, Cheng & Shevlin, 2010; Bouzgarrou & Navatte, 2013; Moura e Beuren, 2017).

Ali, Chen e Radhakrishnan (2007) utilizam três razões para elucidar a maior probabilidade de administradores agirem conforme os melhores interesses dos acionistas em empresas familiares. Primeiro, por terem um grande capital empregado na empresa, os acionistas têm fortes motivos para monitorar os gestores (Ali et al., 2007; Bouzgarrou & Navatte, 2013). Segundo, pelo bom conhecimento da família das atividades da empresa, visto que ela é, normalmente, a fundadora e conhece substancialmente o negócio (Ali et al., 2007). Em terceiro lugar, os acionistas familiares tendem a ter horizontes de investimento mais longos em comparação aos outros acionistas, já que há a ideia de sucessão da empresa para as próximas gerações (Ali et al., 2007; Miller, Le Breton-Miller & Lester, 2010).

Assim, ao considerar as características específicas das empresas familiares, acredita-se que as decisões estratégicas e de investimento, incluindo aquisições corporativas, se diferem das empresas não familiares, principalmente pelos motivos gerenciais. Os laços familiares dentro das empresas podem criar uma cultura de compromisso, altruísmo e lealdade, que favorece os executivos a tomarem decisões com foco nos interesses da empresa e não em seus interesses pessoais (Chen & Hsu, 2009).

No cenário internacional, pesquisas se dedicaram a investigar as diferenças entre empresas familiares e não familiares relacionadas à atividade de aquisições corporativas, sobretudo, quanto à propensão, processo e desempenho das aquisições. Os trabalhos sobre propensão examinam a probabilidade ou os fatores que influenciam a probabilidade de as empresas se envolverem em aquisições. Os resultados indicam que as empresas familiares tendem a se envolver em um menor número de aquisições quando comparadas às não familiares (Bauguess & Stegemoller, 2008; Caprio et al., 2011; Shim & Okamuro, 2011; Moura e Beuren, 2017).

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

Já os estudos que investigam o processo de aquisição focam em como a natureza e a diferença cultural entre estes dois tipos de estrutura de propriedade (familiar e não familiar) influenciam as aquisições. De forma geral, são estudos de caso e, portanto, não há como generalizar os resultados (Mickelson & Worley, 2003; Bjursell, 2011). Por fim, as pesquisas que analisam o desempenho se concentram em comparar a criação de valor das aquisições entre empresas familiares e não familiares. Em regra, como mostra a próxima seção, as evidências indicam um maior desempenho das aquisições nas empresas familiares, devido ao melhor alinhamento de interesses por parte dos executivos (Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2010; Bouzgarrou & Navatte, 2013; Craninckx & Huyghebaert, 2015; Adhikari & Sutton, 2016).

### 2.2.1 Desempenho das Aquisições Corporativas

A discussão sobre o desempenho das aquisições corporativas ainda está longe de um consenso (Pessanha et al., 2019; Akira, 2020; Welch et al., 2020). Uma das principais obras sobre o tema, de Jensen e Ruback (1983), constata que as aquisições criam valor econômico para os acionistas das empresas adquiridas, por meio da oportunidade de utilizarem recursos específicos que só poderiam ser obtidos por tais operações, porém não criam para os acionistas das empresas adquirentes.

Nessa linha, o estudo de Akira (2020) aponta que as aquisições deterioram o retorno sobre o ativo (ROA) da empresa adquirente, mas melhoram o Q de Tobin da empresa adquirida, ambos utilizados como medida de desempenho corporativo. Em razão disso, há uma corrente na literatura que argumenta que muitas aquisições, além de não criarem, destroem valor nas empresas adquirentes (King et al., 2004; Moeller, Schlingemann & Stulz, 2004; Moeller et al., 2005; Cornett et al., 2011; Redor, 2016; Leung et al., 2019). Ao passo que Peng et al. (2020) encontram impacto significativo e positivo da aquisição no desempenho.

Na literatura nacional, os resultados também são divergentes. Por exemplo, Camargos e Barbosa (2005), ao utilizar 55 eventos de aquisições ocorridas entre 1994-2002 em empresas brasileiras, não observaram impactos significativos no preço das ações, ou seja, as aquisições não resultaram em ganhos reais para os acionistas. Resultados semelhantes são obtidos por Brito, Batistella e Famá (2005), que, ao considerar 17 eventos de aquisições em bancos brasileiros entre 1997-2003, não acharam evidências de criação de riqueza para os acionistas das empresas adquirentes.

Diferentemente, Camargos e Barbosa (2009), ao usar 72 eventos de aquisições realizadas entre 1996-2004 em empresas brasileiras, constataram existência de sinergias operacionais nas aquisições estudadas após a combinação. Adicionalmente, identificaram mudanças significativas e positivas na média de três variáveis utilizadas como sinalizadoras de criação de valor (Q de Tobin, Valor Patrimonial e Firm Value), o que permite concluir que esses eventos resultaram na criação de valor de mercado e riqueza dos acionistas.

A métrica utilizada recorrentemente para medir o desempenho ou a criação de valor das aquisições é a reação anormal do mercado de ações sobre os anúncios da compra (Basu, Dimitrova & Paeglis, 2009; Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2010; Bouzgarrou & Navatte, 2013; Leung et al., 2019). Quando uma empresa anuncia novos investimentos de risco, como é o caso das aquisições, os investidores avaliam o impacto sobre os lucros futuros e a rentabilidade da empresa anunciante, e as subsequentes mudanças nos preços das ações representam as previsões dos investidores sobre suas expectativas, em relação ao valor presente líquido do fluxo de caixa esperado ajustado ao risco da empresa (Wong, Chang & Chen, 2010).

Pelo exposto, a literatura sobre o desempenho das aquisições é vasta. No entanto, há uma lacuna em relação à ausência de controle dos efeitos das diferentes estruturas de propriedade entre empresas (Yen & André, 2007), tratando empresas familiares e não familiares em conjunto. As descobertas empíricas recentes, embora ainda limitadas, sugerem que o comportamento destas operações em empresas familiares se difere de empresas com outras estruturas de propriedade (Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2010; Caprio et al., 2011; Moura & Beuren 2017). Os motivos que levam a essa disparidade incluem as diferenças nas estruturas de governança e nas preferências financeiras e sociais das empresas (Feldman et al., 2016; Worek, 2017).

Ao se comparar empresas familiares com não familiares, aquelas tendem a adotar políticas mais conservadoras em relação a estas. Caprio et al. (2011) e Moura e Beuren (2017) descobriram que as empresas familiares se engajam em uma menor quantidade de aquisições do que as empresas não familiares. Tal fato decorre do risco da família de perder o controle da empresa e, por isso só há operação de aquisição quando a expectativa de ganho é suficiente para compensar o risco de perda do controle (Bouzgarrou & Navatte, 2013).

Ben-Amar e André (2006), Feito-Ruiz e Menéndez-Requejo (2010) e Bouzgarrou e Navatte (2013) encontraram que o desempenho das aquisições corporativas em empresas familiares supera o desempenho das empresas não familiares, no Canadá, na Europa e na França, respectivamente, tanto no curto quanto no longo prazo. Resultados semelhantes são encontrados por Craninckx e Huyghebaert (2015), os quais também investigaram a Europa, e por Adhikari e Sutton (2016), que analisaram empresas norte-americanas.

Basu et al. (2009) constataram, com uma amostra de empresas estadunidense, uma relação positiva entre a concentração de propriedade familiar e os retornos anormais das aquisições, ou seja, quanto maior a concentração de propriedade pela família, melhor os retornos anormais. As explicações teóricas fornecidas pelos autores para o melhor desempenho de aquisições em empresas familiares giram em torno do melhor alinhamento de interesses existente dentro destas organizações.

Ao passo que Bauguess e Stegemoller (2008) e Shim e Okamuro (2011) encontraram associação negativa entre a propriedade familiar e a performance das adquirentes, respectivamente, nos Estados Unidos e no Japão. Caprio et al. (2011) também estudaram essa relação em empresas europeias continentais e não obtiveram evidências de que o controle familiar impacta a riqueza da empresa adquirente.

Apesar dessas divergências entre os resultados, a literatura demonstra, em linhas gerais, que os gestores das empresas familiares têm um maior alinhamento de interesses com os acionistas e, portanto, tendem a tomar decisões que melhor beneficiem estes. Logo, acredita-se que esse maior alinhamento resulte no maior desempenho das aquisições em empresas familiares, sob a ótica das adquirentes.

Além disso, como as empresas familiares visam preservar os valores e a reputação da família, bem como transferir o negócio para gerações futuras, mesmo que os familiares não participem diretamente da gestão, eles têm motivos para monitorar fortemente os executivos (Berrone et al., 2012; Feldman et al., 2016), o que reduz a probabilidade de expropriação da riqueza do acionista pelo gestor. Assim, formula-se a hipótese desta pesquisa:

Hipótese 1: As aquisições realizadas por empresas brasileiras familiares geram melhor desempenho do que aquelas realizadas por empresas brasileiras não familiares.

## 3 METODOLOGIA

### 3.1 Amostra e Coleta de Dados

A amostra é composta por empresas não financeiras de capital aberto, negociadas na B3 e que participaram de atividades de aquisições como adquirentes no período de 2009 a 2016. O setor financeiro é desconsiderado em função dos atributos específicos de regulação e legislação, assim como procedido por Shim & Okamuro (2011), Bouzgarrou & Navatte (2013), Adhikari e Sutton (2016) e Moura e Beuren (2017). As empresas com dados indisponíveis para a construção das variáveis de pesquisa são excluídas e o ano inicial de análise é devido à disponibilidade dos dados de classificação das empresas em fami-

liares e não familiares, que só é possível a partir do exercício social de 2009, ano em que o Formulário de Referência é introduzido, conforme artigo 21 da Instrução Normativa nº 480/2009 (CVM, 2009).

No total, 159 empresas participaram de aquisições como adquirentes no período de 2009 a 2016. Entretanto, após excluir as empresas do setor financeiro e as empresas com ausência de dados para a construção das variáveis, restaram 86 empresas, 37 familiares e 49 não familiares, as quais realizaram 244 aquisições. Para identificar as aquisições corporativas e coletar as informações financeiras necessárias utiliza-se a base de dados da Thomson Reuters Eikon. Já para a classificação das empresas, utilizam-se os Formulários de Referência, disponíveis no site da B3. Destaca-se que são consideradas como adquirentes as empresas que compraram 50% ou mais das ações ordinárias de outra, o que caracteriza a compra do controle acionário da empresa (Tanure & Cançado, 2005; Akira, 2020).

Segundo Steiger, Duller e Hiebl (2015), não há, ainda, nenhuma definição exata para a classificação de empresas como familiares. Entretanto, duas abordagens podem ser utilizadas para tal classificação: i) Abordagem de componente de envolvimento – classifica uma empresa como familiar (ou não) pelo envolvimento da família no controle, na propriedade e na gestão da empresa (Chrisman, Chua & Sharma, 2005; Zellweger, Eddleston & Kellermanns, 2010; Mazzi, 2011); e ii) Abordagem de identidade organizacional – classifica uma empresa como familiar se a empresa se autodeclara como familiar (Chua et al., 1999; Mazzi, 2011).

Neste estudo, utilizam-se as duas abordagens. Inicialmente, verifica-se no item 6.3 do Formulário de Referência da empresa se há informações explícitas de autodeclaração da tipologia da empresa (abordagem de identidade organizacional). Em sequência, caso pertinente, afere-se se o controle, a propriedade e a gestão da empresa (abordagem de componente de envolvimento) se enquadram, concomitantemente, nos critérios definidos pela Tabela 1 para classificação da empresa como familiar. Se pelo menos uma das abordagens for atendida, a empresa é classificada como familiar, caso contrário, é classificada como não familiar.

*Tabela 1. Classificação de empresas como familiares*

Medida	Descrição	Fonte	Autores
Controle	O acionista familiar é um acionista controlador.	Formulário de Referência – Itens 12.9 e 15.1/2.	La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999); Martinez e Ramalho (2014); Silva, Souza e Klann (2016); Moura e Beuren (2017) e Santos e Silva (2018).
Propriedade	Acionistas da família possuem mais de 10% das ações ordinárias.	Formulário de Referência – Itens 12.9 e 15.1/2.	La Porta et al. (1999); Martinez e Ramalho (2014); Moura e Beuren (2017) e Silva et al. (2016).
Gestão	Dois ou mais membros da família fazem parte do Conselho de Administração.	Formulário de Referência – Itens 12.9 e 12.6/8.	La Porta et al. (1999); Martinez e Ramalho (2014); Silva et al. (2016); Moura e Beuren (2017) e Santos e Silva (2018).

*Fonte: Elaboração própria.*

### 3.2 Variáveis Dependente, Independente de Interesse e de Controle

#### Variável Dependente

Ben-Amar e André (2006) argumentam que a reação do mercado em torno do anúncio do evento de aquisições é a melhor maneira de medir o desempenho das aquisições corporativas. Dessa maneira, para captar o desempenho do evento de aquisição, utiliza-se a metodologia de retornos anormais acumulados (CAR) pelo método de modelo de mercado, desenvolvido por Brown e Warner (1980, 1985). Este método apresenta um desempenho ligeiramente superior em relação aos outros (modelo

de retorno ajustado ao mercado e modelo de retorno ajustado à média) por levar em conta o risco específico de cada empresa (Brown & Warner, 1985).

Para o cálculo do CAR, é necessário auferir o retorno anormal (AR) de cada anúncio de aquisição corporativa. Este retorno é calculado pela diferença entre o retorno logarítmico real da empresa  $i$  no período  $t$  e o retorno esperado (normal) da empresa  $i$  no período  $t$ . Formula-se:

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

em que:

$AR_{i,t}$  = Retorno anormal da ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;

" $R_{i,t}$ " = Retorno logarítmico real da ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;" como está na equação 1);

$E(R_{i,t})$  = Retorno esperado (normal) da ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$$R_{i,t} = \ln(P_{i,t}/P_{i,t-1}) \quad (2)$$

em que:

$R_{i,t}$  = Retorno logarítmico real da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$P_{i,t}$  = Preço da ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$P_{i,t-1}$  = Preço da ação da empresa  $i$  no período  $t-1$ ;

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

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

Portanto, tem-se:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i (R_{m,t}) \quad (4)$$

em que:

$E(R_{i,t})$  = Retorno esperado (normal) da ação da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\alpha_i$  e  $\beta_i$  = Parâmetros dos mínimos quadrados ordinários individuais estimados entre o  $R_{i,t}$  e  $R_{m,t}$  no período  $t$ ;

$R_{m,t}$  = Retorno da carteira de mercado no período  $t$ ;

O retorno esperado (normal)  $[E(R_{i,t})]$  pelo método de modelo de mercado é calculado utilizando os parâmetros de uma relação linear entre o retorno logarítmico real e o retorno da carteira de mercado. Para isso, é preciso estabelecer uma janela de estimação diária anterior ao evento entre o retorno logarítmico real e o retorno da carteira de mercado (neste estudo, usa-se o Índice Bovespa para o retorno de mercado). Essa janela deve ser extensa o suficiente para diluir possíveis discrepâncias de preços sem alterar a distribuição de frequência e não deve sobrepor o período do evento (Camargos & Barbosa, 2009). Com base nos trabalhos de Ben-Amar e André (2006) e André, Ben-Amar e Saadi (2014), aplica-se uma janela de 200 dias (-240, -40), considerando a data do evento como o marco 0.

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

Consistente com Feito-Ruiz e Menéndez-Requejo (2010) e Bouzgarrou e Navatte (2013), a janela de evento utilizada é de (-3,3) (7 dias em torno do evento), e (-20,20) (41 dias em torno do evento). A inclusão de dias posteriores à data do evento justifica-se pelo fato de que o mercado pode demorar a ajustar-se à informação e atingir o novo ponto de equilíbrio. Por outro lado, a inclusão de dias anterior-

res à data do evento é interessante, pois o mercado pode antecipar-se ao anúncio do evento, o que se refletiria previamente no preço das ações (Brito et al., 2005). Apresenta-se a fórmula:

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=1}^t AR_{i,t} \quad (5)$$

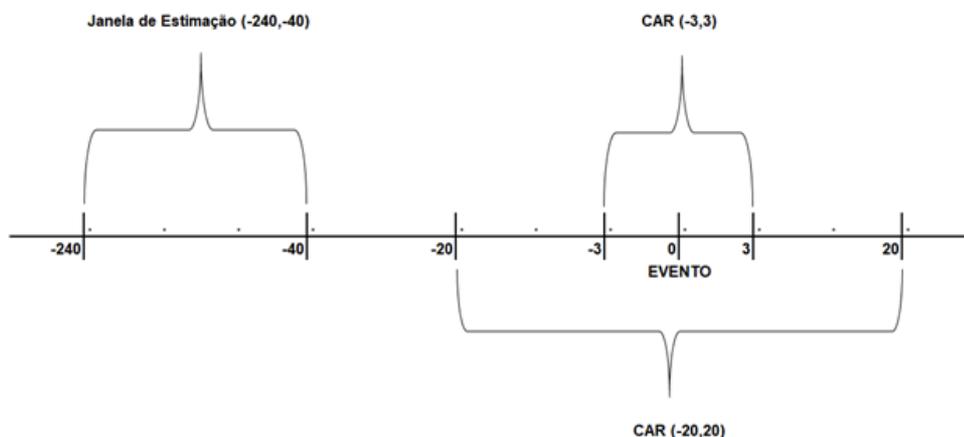
em que:

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

$AR_{i,t}$  = Retorno anormal da ação da empresa i no período t.

Exibe-se a Figura 1 com a representação gráfica da janela de estimação e das janelas de evento utilizadas.

Figura 1. Representação gráfica do modelo CAR



Fonte: Elaboração própria.

#### Variável Independente de Interesse

A variável de interesse corresponde à classificação da empresa e, por isso, é necessário diferenciar as empresas familiares das não familiares. Essa diferenciação é feita por meio de uma variável dummy, em que 1 (um) representa as empresas familiares e 0 (zero) as empresas não familiares, conforme evidenciado anteriormente na Tabela 1.

#### Variáveis de Controle

As variáveis de controle referem-se às características das empresas adquirentes – Oportunidades de crescimento; Endividamento; Reservas de caixa; Tamanho da empresa adquirente; Tamanho do conselho administrativo e Rentabilidade sobre os ativos, além da variável Status da empresa adquirida, que visa captar uma característica da empresa adquirida.

Apresenta-se na Tabela 2 a síntese das variáveis.

Tabela 2 - Variáveis dependente, independente de interesse e de controle e suas formulações

Variável Dependente			
Variável	Formulação	Sinal esperado	Autores
Retorno anormal acumulado – janelas de estimação -240,-40 (CAR3 e CAR20)	Retorno anormal acumulado (-3,3)		Ben-Amar e André (2006); André et al. (2014); Leung et al. (2019)
	Retorno anormal acumulado (-20,20)		
Variável Independente de Interesse			
Variável	Formulação	Sinal esperado	Autores
Empresa familiar ou não (familiar)	1 = Empresa familiar 0 = Empresa não familiar	+	Ben-Amar e André (2006); Bauguess e Stegemoller (2008); Bouzgarrou e Navatte (2013)

Variáveis de Controle			
Variável	Formulação	Sinal esperado	Autores
Oportunidades de crescimento (qtobin)	(Valor de mercado + Dívida) / Valor contábil do ativo total	+	Gonenc, Hermes e Sinderen (2013); Du e Boateng (2015)
Endividamento (endiv)	Dívida / Ativo total	+	Caprio et al. (2011); Bouzgarrou e Navatte (2013); Gonenc et al. (2013)
Reservas de caixa (caixa)	Caixa e equivalentes de caixa / Ativo total	-	Caprio et al. (2011); Bouzgarrou e Navatte (2013); Gonenc et al. (2013)
Tamanho da empresa adquirente (lnativo)	Ln (Ativo total)	+	Feito-Ruiz e Menéndez-Requejo (2010); Caprio et al. (2011)
Tamanho do conselho administrativo (conselho)	Número de conselheiros administrativos	-	Ben-Amar e André (2006); André et al. (2014)
Rentabilidade sobre os ativos (roa)	Lucro líquido / Ativo total médio	+	Du e Boateng (2015)
Status da empresa adquirida (status)	1 = Empresa de capital aberto 0 = Empresa de capital privado	-	Ben-Amar e André (2006); Bouzgarrou e Navatte (2013)

Fonte: Elaboração própria.

### 3.3 Modelagem Econométrica

Para testar a hipótese desta pesquisa, dois modelos (Equações 6 e 7) são estimados por mínimos quadrados ordinários (MQO) com dados empilhados.

$$CAR(-3,3) = \beta_0 + \beta_1 \text{ familiar} + \beta_2 \text{ qtobin} + \beta_3 \text{ endiv} + \beta_4 \text{ caixa} + \beta_5 \text{ lnativo} + \beta_6 \text{ conselho} + \beta_7 \text{ roa} + \beta_8 \text{ status} + \mu \quad (6)$$

$$CAR(-20,20) = \beta_0 + \beta_1 \text{ familiar} + \beta_2 \text{ qtobin} + \beta_3 \text{ endiv} + \beta_4 \text{ caixa} + \beta_5 \text{ lnativo} + \beta_6 \text{ conselho} + \beta_7 \text{ roa} + \beta_8 \text{ status} + \mu \quad (7)$$

Para atender aos pressupostos dos modelos de regressão por MQO, os testes Shapiro-Francia e Breush-Pagan são feitos para os dois modelos. Como o p-valor do teste Shapiro-Francia para o CAR (-3,3) é de 0,2929 e para o CAR (-20,20) é de 0,1801, os resíduos dos dois modelos seguem distribuição normal. Constata-se também que os resíduos dos modelos apresentam variância constante, visto que o resultado do teste Breush-Pagan para o CAR (-3,3) é de 0,3589 e para o CAR (-20,20) é de 0,2293.

Para a multicolinearidade, calcula-se a estatística de fatores de inflacionamento das variáveis (VIF). Dado que o maior valor obtido para o VIF é de 1,81, não há correlações elevadas ou perfeitas entre as variáveis explicativas dos modelos (Fávero & Belfiore, 2017). O teste RESET, destinado à detecção de erros de especificação, como variáveis independentes omitidas, forma funcional incorreta, erros de medida em variáveis, erros de simultaneidade e inclusão de valores defasados da variável dependente quando os resíduos têm correlação serial, também é realizado. Como o p-valor para o CAR (-3,3) é de 0,4467 e para o CAR (-20,20) é de 0,1433, as especificações propostas nas duas equações são consideradas como adequadas.

## 4 RESULTADOS

### 4.1 Estatística descritiva

Os dados são winsorizados ao nível de 5% (com exceção das variáveis dummy). Tal procedimento, também utilizado por Hu e Ge (2018), não retira da amostra os outliers, apenas suaviza à média as informações destoantes. A Tabela 3 mostra as estatísticas descritivas das variáveis antes e depois deste tratamento.

Tabela 3. Estatísticas descritivas das variáveis (exceto variáveis dummy)

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

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se que, após a winsorização, há uma maior homogeneidade dos dados, perceptível, principalmente, quando se observa a mudança dos desvios padrão e dos valores máximos e mínimos. O evento que gera o menor retorno anormal acumulado para o período de 7 dias em torno do evento (antes da utilização da técnica) é a aquisição da Uniconsult Sistemas e Serviços Ltda. pela B2W Cia Digital SA, anunciada em 31 de março de 2013, resultando em um CAR (-3,3) de, aproximadamente, -18,6%. Para o período de 41 dias, o evento que corresponde a um menor retorno anormal acumulado é a aquisição anunciada pela Ser Educacional SA da Associação de Ensino Superior Anglo Líder em 20 de janeiro de 2014, que resulta em um CAR (-20,20) de -52,2%. Ao observar os maiores retornos anormais acumulados, tem-se, tanto para o período de 7 dias quanto para o de 41 dias, a aquisição da Inpar Projecto Residencial pela Viver Incorporadora e Construtora SA, resultando em um CAR de 45,4% e 63,2%, respectivamente.

## 4.2 Análise Univariada

O teste estatístico T de Student é realizado para verificar se as médias dos retornos anormais acumulativos dos períodos (-3,3) e (-20,20) são significativas, ou seja, se as médias do CAR são diferentes de 0 (zero). Para isso, divide-se a amostra total de 86 empresas em familiares e não familiares, como mostra a Tabela 4.

Tabela 4. Resultados do teste T-Student

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

\*\*\*Estatisticamente significativa ao nível de 1%; \*\*ao nível de 5% e \*ao nível de 10%. P-valor entre parênteses.

Fonte: Dados da pesquisa.

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

de que os resultados de aquisições de curto prazo são nulos ou negativos (King et al., 2004; Moeller et al., 2004; Moeller et al., 2005; Leung et al., 2019).

### 4.3 Análise Multivariada

O objetivo deste tópico é verificar se a estrutura de propriedade (familiar ou não familiar) influencia o desempenho das aquisições. A Tabela 5 apresenta os resultados da regressão múltipla para o período de 7 dias e de 41 dias em torno do evento.

Tabela 5 – Resultados da regressão múltipla

Variáveis	Sinal Esperado	CAR (-3,3)		CAR (-20,20)	
		Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor
familiar	+	0,0141**	(0,022)	0,0501***	(0,001)
qtobin	+	-0,0010	(0,850)	-0,0150	(0,273)
endiv	+	0,0005*	(0,097)	0,0019**	(0,020)
caixa	-	-0,0597*	(0,095)	-0,1562*	(0,081)
lnativo	-	0,0077***	(0,001)	0,0187***	(0,002)
status	-	0,0314**	(0,025)	0,0751**	(0,032)
conselho	-	-0,0018	(0,174)	-0,0064*	(0,058)
roa	+	0,0000	(0,954)	0,0016	(0,360)
constante		-0,1609	(0,002)	-0,3851	(0,003)
Obs.		244		244	
R <sup>2</sup>		0,11		0,15	

\*\*\*Estatisticamente significativa ao nível de 1%; \*\*ao nível de 5% e \*ao nível de 10%. P-valor entre parênteses.

Fonte: Dados da pesquisa.

A variável de interesse familiar apresenta coeficientes de 0,0141 e 0,0501 estatisticamente significativos e positivos tanto para o retorno anormal acumulado dos 7 dias em torno da aquisição (p-valor < 5%) quanto para o de 41 dias (p-valor < 1%), respectivamente. Ou seja, ceteris paribus, as empresas familiares apresentam retornos anormais acumulados superiores, de 1,41% nos 7 dias e de 5,01% nos 41 dias em torno das aquisições, em relação às empresas não familiares. Deste modo, a hipótese desta pesquisa não é rejeitada e os achados vão ao encontro dos trabalhos de Ben-Amar e André (2006), Basu et al. (2009), Feito-Ruiz e Menéndez-Requejo (2010), Bouzgarrou e Navatte (2013), Craninckx e Huyghebaert (2015) e Adhikari e Sutton (2016).

Conforme Shim e Okamuro (2011), a aquisição corporativa reduz a concentração de propriedade, por isso as empresas familiares se envolvem menos em aquisições (Caprio et al., 2011; Moura & Beuren, 2017). Além dos objetivos financeiros, as empresas familiares têm objetivos não financeiros como a sucessão familiar, a preservação dos valores e da reputação familiar e a maior aversão ao risco (Shim & Okamuro, 2011; Berrone et al., 2012; Feldman et al., 2016; Helsen et al., 2017). Assim, como a empresa familiar possui o potencial risco de perder o controle da empresa com a aquisição e maiores incentivos para gerir de modo adequado o negócio, faz sentido ela apresentar um melhor desempenho da aquisição.

Ademais, ao examinar se os diretores da empresa adquirida são incentivados, em troca de algum benefício privado, a escolher a estrutura de acordo "amigável", permitido na Austrália, ao invés de uma estrutura altamente regulada nas operações de aquisições, Bugeja, Rosa, Izan e Ngan (2019) encontram que a probabilidade de um diretor da empresa adquirida fazer parte do conselho da empresa adquirente é maior quando a aquisição decorre de um acordo "amigável". Logo, os resultados sugerem que

o diretor da empresa adquirida opta por essa estrutura em troca de ser nomeado para o conselho da empresa adquirente, mostrando que a compra do controle acionário de uma empresa por outra pode resultar de interesses pessoais.

O endividamento das empresas é significativo com coeficientes de 0,0005 e 0,0019 positivos em ambos os modelos. Entretanto, no modelo referente ao CAR (-3,3), o nível é de 10% e, no CAR (-20,20), o nível é de 5%. Os sinais obtidos confirmam o esperado e, portanto, empresas com maiores níveis de endividamento apresentam maiores retornos anormais acumulados no período, em torno das aquisições. Isso mostra que os gestores das empresas mais endividadas são mais cautelosos nas decisões de aquisições.

A variável caixa mostra-se negativa e significativa ao nível de 10% nos dois modelos apresentados e, portanto, é consistente com os trabalhos de Caprio et al. (2011), Bouzgarrou e Navatte (2013) e Du e Boateng (2015). Tal fato confirma que empresas com maiores reservas de caixa tendem a fazer aquisições menos rentáveis do que empresas que possuem um menor volume caixa, já que, além de propiciar aquisições mais arriscadas, oferecem oportunidades para os executivos realizarem aquisições, visando a benefícios próprios.

De forma inesperada, a proxy de tamanho da empresa (lnativo) mostra-se positivamente associada aos retornos anormais acumulados nos dois períodos calculados, a um nível de significância de 1%, com coeficientes de 0,0077 e 0,0187. Esse resultado é de encontro aos trabalhos de Moeller et al. (2004), Bouzgarrou e Navatte (2013) e Gonenc et al. (2013). Esperava-se que empresas maiores tivessem menores retornos anormais acumulados, já que elas tendem a pagar valores maiores de aquisições.

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

A variável q de tobin não é significativa em nenhum dos dois modelos, o que contradiz a relação esperada, porém vai ao encontro do trabalho de Gonenc et al. (2013), que também não denota significância dessa variável para o retorno anormal acumulado. O tamanho do conselho administrativo apresenta coeficiente significativo (p-valor < 10%) e negativo apenas para os CAR (-20,20). Esse coeficiente negativo vai ao encontro dos estudos de Ben-Amar e André (2006) e André et al. (2014), atestando que maiores conselhos geram menores retornos anormais acumulados devido a possíveis problemas de coordenação e comunicação. Por fim, a rentabilidade sobre os ativos não é significativa para os modelos, não confirmando os achados de Du e Boateng (2015) ou de Akira (2020).

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

As aquisições corporativas são operações de risco elevado, pois requerem um alto investimento financeiro, unem duas (ou mais) organizações com aspectos culturais distintos e apresentam benefícios esperados futuros incertos (Geppert et al., 2013; Moura & Beuren, 2017). A literatura destaca as diferenças entre as empresas familiares e não familiares em relação a essa estratégia (Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2010; Caprio et al., 2011; Bouzgarrou & Navatte, 2013; Craninckx & Huyghebaert,

2015; Adhikari & Sutton, 2016; Helsen et al., 2017; Moura & Beuren, 2017), as quais são explicadas pelas distintas relações de agência presentes nesses dois tipos de estrutura de propriedade, fundamentadas pela Teoria da Agência (Feldman et al., 2016; Helsen et al., 2017).

Jensen e Meckling (1976) formalizaram o conflito de interesses e a assimetria informacional como problemas de agência, oriundos do distanciamento entre a propriedade e o controle e da consequente relação contratual entre principal (acionista) e agente (gestor). Entretanto, como nas empresas familiares esse distanciamento é menor, uma vez que a propriedade e a gestão tendem a coincidir, esses problemas clássicos de agência ocorrem com menor intensidade em comparação com as empresas não familiares (Bouzgarrou & Navatte, 2013; Silva, 2015; Feldman et al., 2016; Helsen et al., 2017).

Além disso, nas empresas familiares, mesmo que os membros familiares não participem diretamente da gestão, a família tem fortes motivos para monitorar os gestores (Berrone et al., 2012; Feldman et al., 2016; Helsen et al., 2017), dado que uma parcela substancial da riqueza pessoal da família é aplicada na própria empresa e a família zela pela reputação, sucessão do negócio e preservação dos valores (Bouzgarrou & Navatte, 2013; Silva, 2015).

Com base nisso, este estudo tem como objetivo verificar se as aquisições realizadas por empresas familiares geram melhor desempenho do que aquelas realizadas por empresas não familiares. Os resultados apontam que as empresas brasileiras familiares apresentam, em média, desempenho superior com eventos de aquisições corporativas em relação às não familiares, tal como evidenciado por Bouzgarrou e Navatte (2013), Craninckx e Huyghebaert (2015) e Adhikari e Sutton (2016), confirmando, assim, a hipótese de pesquisa.

Em suma, descobre-se que o tipo de estrutura de propriedade e controle da empresa influencia as aquisições corporativas. Um dos argumentos teóricos utilizados é que em empresas familiares o menor distanciamento entre a propriedade e o controle resulta em ambientes com maior alinhamento de interesses e menores problemas de agência entre os gestores e os acionistas (Bouzgarrou & Navatte, 2013; Feldman et al., 2016), o que faz com que os executivos de empresas familiares não utilizem aquisições corporativas para promover seus interesses individuais. Outro argumento diz respeito ao maior conservadorismo, maior aversão ao risco e maior medo de perder o controle acionário destas empresas quando comparadas às empresas não familiares, já que há a intenção de passar a empresa para gerações futuras, o que faz com que seus executivos expropriem menos a empresa familiar (Shim & Okamuro, 2011; Helsen et al., 2017).

Uma limitação desta pesquisa refere-se à classificação de empresas familiares e não familiares. Como não há nenhuma definição exata na literatura, além da dificuldade de comparação entre estudos, os resultados de outros trabalhos podem ser divergentes dos obtidos neste. Outra limitação é o excesso de informações coletadas por meio do Formulário de Referência, o qual não é obrigatoriamente auditado por auditoria externa, o que pode levar a alguns erros de divulgação por parte das empresas. Uma terceira limitação consiste na ausência de dados sobre as características das transações das aquisições, como forma de pagamento e tamanho da empresa adquirida.

Segundo Peng et al. (2020), em empresas com propriedade concentrada, como as familiares (Shim & Okamuro, 2011; Moura & Beuren, 2017), o acionista controlador tem incentivo para acompanhar e monitorar de perto os gestores, o que pode potencialmente eliminar os problemas de agência. Todavia, esse acionista pode utilizar seu poder de controle em detrimento dos acionistas menores, o que configura no conflito de agência entre principal (acionista majoritário) e principal (acionista minoritário).

Nesse sentido, como contribuição, o presente estudo demonstra que, apesar do potencial conflito de agência entre principal-principal, predominante em empresas familiares (Kuan, Li & Chu, 2011), o desempenho das aquisições realizadas por empresas familiares é superior em relação às empresas não familiares. Assim, as evidências empíricas contribuem para um melhor entendimento sobre o desempenho das aquisições corporativas, além de incentivar reflexões tanto aos acionistas quanto aos gestores acerca do uso dessa estratégia e fortalecer as diferenças do campo de investigação, no caso, as empresas familiares e não familiares.

Para pesquisas futuras, sugere-se o controle de variáveis geradas a partir das características das transações de aquisições e também, se possível, a análise do desempenho de aquisições nas empresas adquiridas. Por fim, conforme Redor (2016), a maior parte dos estudos que analisam o desempenho das aquisições tem como base a Teoria da Agência, logo, seria inovador explorar outras teorias.

## REFERÊNCIAS

- Adhikari, H. P., & Sutton, N. K. (2016). All in the family: The effect of family ownership on acquisition performance. *Journal of Economics and Business*, 88, 65-78. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2016.08.001>
- Akira, F. (2020). The effects of M&A on corporate performance in Japan: DID Analysis in the era of corporate governance reform. *Japan and the World Economy*, 55, 1-8. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.japwor.2020.101013>
- Ali, A., Chen, T. Y., & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1), 238-286. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.01.006>
- Allayannis, G., Lel, U., & Miller, D. P. (2012). The use of foreign currency derivatives, corporate governance, and firm value around the world. *Journal of International Economics*, 87(1), 65-79. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2011.12.003>
- André, P., Ben-Amar, W., & Saadi, S. (2014). Family firms and high technology mergers & acquisitions. *Journal of Management & Governance*, 18(1), 129-158. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10997-012-9221-x>
- Basu, N., Dimitrova, L., & Paeglis, I. (2009). Family control and dilution in mergers. *Journal of Banking & Finance*, 33(5), 829-841. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.09.017>
- Bauguess, S., & Stegemoller, M. (2008). Protective governance choices and the value of acquisition activity. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 550-566. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.09.011>
- Ben-Amar, W., & André, P. (2006). Separation of ownership from control and acquiring firm performance: the case of family ownership in Canada. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(3-4), 517-543. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2006.00613.x>
- Bennedsen, M., Pérez-González, F., & Wolfenzon, D. (2010). The governance of family firms. *Corporate Governance: a Synthesis of Theory, Research, and Practice*, 371-389.

- Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional wealth in family firms: theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research. *Family Business Review*, 25(3), 258-279. DOI: <https://doi.org/10.1177/0894486511435355>
- Bjursell, C. (2011). Cultural divergence in merging family businesses. *Journal of Family Business Strategy*, 2(2), 69-77. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2011.03.004>
- Bouzgarrou, H., & Navatte, P. (2013). Ownership structure and acquirers performance: family vs. non-family firms. *International Review of Financial Analysis*, 27, 123-134. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.01.002>
- 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-RAUSP*, 40(4), 353-360.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8(3), 205-258. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90002-1)
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31.
- Bugeja, M., Rosa, R. S., Izan, H. Y., & Ngan, S. (2019). Choice of acquisition form in Australia and the post-takeover employment of target firm directors on the acquiring firm board. *Accounting & Finance*, 59(4), 2235-2271. DOI: <https://doi.org/10.1111/acfi.12307>
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2005). Análise empírica da hipótese de maximização da riqueza dos acionistas nos processos de fusão e aquisição ocorridos no mercado de capitais brasileiro pós-plano real. *REGE Revista de Gestão*, 12(4), 33-53. DOI: <https://doi.org/10.5700/issn.2177-8736.rege.2005.36532>
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2009). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. *Revista de Administração de Empresas*, 49(2), 206-220. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902009000200007>
- Caprio, L., Croci, E., & Del Giudice, A. (2011). Ownership structure, family control, and acquisition decisions. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1636-1657. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.09.008>
- Cesari, A., Gonenc, H., & Ozkan, N. (2016). The effects of corporate acquisitions on CEO compensation and CEO turnover of family firms. *Journal of Corporate Finance*, 38, 294-317. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.01.017>
- Chen, H. L., & Hsu, W. T. (2009). Family ownership, board independence, and R&D investment. *Family Business Review*, 22(4), 347-362. DOI: <https://doi.org/10.1177/0894486509341062>
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., & Shevlin, T. (2010). Are family firms more tax aggressive than non-family firms? *Journal of Financial Economics*, 95(1), 41-61. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.02.003>
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Sharma, P. (2005). Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(5), 555-575. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2005.00098.x>

Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 23(4), 19-19. DOI: <https://doi.org/10.1177/104225879902300402>

Cornett, M. M., Tanyeri, B., & Tehranian, H. (2011). The effect of merger anticipation on bidder and target firm announcement period returns. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 595-611. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.10.004>

Craninckx, K., & Huyghebaert, N. (2015). Large shareholders and value creation through corporate acquisitions in Europe. The identity of the controlling shareholder matters. *European Management Journal*, 33(2), 116-131. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.emj.2014.09.001>

Díaz, B. D., & Azofra, S. S. (2009). Determinants of premiums paid in European banking mergers and acquisitions. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 1(4), 358-380. DOI: <https://ssrn.com/abstract=676841>

Du, M., & Boateng, A. (2015). State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms. *International Business Review*, 24(3), 430-442. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.10.002>

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74. DOI: <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>

Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.

Feito-Ruiz, I., & Menéndez-Requejo, S. (2010). Family firm mergers and acquisitions in different legal environments. *Family Business Review*, 23(1), 60-75. DOI: <https://doi.org/10.1177/0894486509353419>

Feldman, E. R., Amit, R., & Villalonga, B. (2016). Corporate divestitures and family control. *Strategic Management Journal*, 37(3), 429-446. DOI: <https://doi.org/10.1002/smj.2329>

Geppert, M., Dörrenbächer, C., Gammelgaard, J., & Taplin, I. (2013). Managerial Risk-taking in International Acquisitions in the Brewery Industry: Institutional and Ownership Influences Compared. *British Journal of Management*, 24(3), 316-332. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2011.00806.x>

Gonenc, H., Hermes, N., & van Sinderen, E. (2013). Bidders' gains and family control of private target firms. *International Business Review*, 22(5), 856-867. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2013.01.005>

Haleblian, J., Devers, C. E., McNamara, G., Carpenter, M. A., & Davison, R. B. (2009). Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: a review and research agenda. *Journal of Management*, 35(3), 469-502. DOI: <https://doi.org/10.1177/0149206308330554>

Helsen, Z., Lybaert, N., Steijvers, T., Orens, R., & Dekker, J. (2017). Management control systems in family firms: A review of the literature and directions for the future. *Journal of Economic Surveys*, 31(2), 410-435. DOI: <https://doi.org/10.1111/joes.12154>

Hu, Q., & Ge, Y. (2018). M&A, Institutional Investor and Executive Compensation. In 2018 3rd International Conference on Modelling, Simulation and Applied Mathematics (MSAM 2018). Atlantis Press. DOI: <https://doi.org/10.2991/msam-18.2018.72>

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. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)-90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)-90026-X)

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)

King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187-200. DOI: <https://doi.org/10.1002/smj.371>

Kuan, T. H., Li, C. S., & Chu, S. H. (2011). Cash holdings and corporate governance in family-controlled firms. *Journal of Business Research*, 64(7), 757-764. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2010.07.004>

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517. DOI: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>

Leung, H., Tse, J., & Westerholm, P. J. (2019). CEO traders and corporate acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 54, 107-127. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.09.013>

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

Martinez, A. L., & Ramalho, G. C. (2014). Family firms and tax aggressiveness in Brazil. *International Business Research*, 7(3), 129. DOI: <http://dx.doi.org/10.5539/ibr.v7n3p129>

Mateev, M. (2017). Is the M&A announcement effect different across Europe? More evidences from continental Europe and the UK. *Research in International Business and Finance*, 40, 190-216. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.02.001>

Mazzi, C. (2011). Family business and financial performance: current state of knowledge and future research challenges. *Journal of Family Business Strategy*, 2(3), 166-181. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2011.07.001>

Mickelson, R. E., & Worley, C. (2003). Acquiring a family firm: A case study. *Family Business Review*, 16(4), 251-268. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2003.tb00021.x>

Miller, D., Le Breton-Miller, I., & Lester, R. H. (2010). Family ownership and acquisition behavior in publicly-traded companies. *Strategic Management Journal*, 31(2), 201-223. DOI: <https://doi.org/10.1002/smj.802>

Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201-228. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.07.002>

Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2005). Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. *The Journal of Finance*, 60(2), 757-782. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00745.x>

Moura, G. D., & Beuren, I. (2017). Influência da estrutura de propriedade e do gerenciamento familiar sobre o posicionamento em fusões e aquisições. *Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, 25(1), 129-149. DOI: <http://dx.doi.org/10.18359/rfce.2658>

Pasiouras, F., Tanna, S., & Gaganis, C. (2011). What drives acquisitions in the EU banking industry? The role of bank regulation and supervision framework, bank specific and market specific factors. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 20(2), 29-77. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0416.2011.00165.x>

Peng, F., Anwar, S., & Kang, L. (2020). Institutional monitoring, coordination and corporate acquisitions in China. *The North American Journal of Economics and Finance*, 51, 1-16. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.08.018>

Pessanha, G. R. G., Lopes, L. P., Calegario, C. L. L., Safadi, T., & Bernardo, D. C. R. (2019). Previsão do perfil das instituições envolvidas em estratégias de fusões e aquisições (F&A) do setor bancário brasileiro. *Contabilidade Vista & Revista*, 30(3), 73-105. DOI: <https://doi.org/10.22561/cvr.v30i3.4963>

Pimenta, D. P., & Porto, R. B. (2018). Por que as empresas realizam aquisições com frequência?. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 12, e143279. DOI: <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2018.143279>

Redor, E. (2016). Board attributes and shareholder wealth in mergers and acquisitions: a survey of the literature. *Journal of Management & Governance*, 20(4), 789-821. DOI: 10.1007/s10997-015-9328-y

Santos, T. R., & Silva, J. O. (2018). A influência da família tem algum efeito? Análise da remuneração dos executivos das empresas familiares e não familiares. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 12, e148149-e148149. DOI: <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2018.148149>

Shim, J., & Okamuro, H. (2011). Does ownership matter in mergers? A comparative study of the causes and consequences of mergers by family and non-family firms. *Journal of Banking & Finance*, 35(1), 193-203. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.07.027>

Silva, A., Souza, T. R. de, & Klann, R. C. (2016). Tempestividade da informação contábil em empresas familiares brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 56(5), 489-502. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/s0034-759020160504>

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

Statista, The Statistics Portal. (2020). Value of mergers and acquisitions (M&A) worldwide from 1985 to 2019 (in billion U.S. dollars). Disponível em: <<https://www.statista.com/statistics/267369/volume-of-mergers-and-acquisitions-worldwide/>>

Steiger, T., Duller, C., & Hiebl, M. R. (2015). No consensus in sight: an analysis of ten years of family business definitions in empirical research studies. *Journal of Enterprising Culture*, 23(01), 25-62. DOI: <https://doi.org/10.1142/S0218495815500028>

Tanure, B., & Cançado, V. L. (2005). Fusões e aquisições: aprendendo com a experiência brasileira. *RAE - revista de administração de empresas*, 45(2), 10-22.

Welch, X., Pavićević, S., Keil, T., & Laamanen, T. (2020). The pre-deal phase of mergers and acquisitions: A review and research agenda. *Journal of Management*, 46(6), 843-878. DOI: 10.1177/0149206319886908

Wong, Y. J., Chang, S. C., & Chen, L. Y. (2010). Does a family-controlled firm perform better in corporate venturing?. *Corporate Governance: An International Review*, 18(3), 175-192. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00792.x>

Worek, M. (2017). Mergers and acquisitions in family businesses: current literature and future insights. *Journal of Family Business Management*, 7(2), 177-206. DOI: <https://doi.org/10.1108/JFBM-04-2016-0009>

Yen, T. Y., & Andre, P. (2007). Ownership structure and operating performance of acquiring firms: the case of English-origin countries. *Journal of Economics and Business*, 59(5), 380-405. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2007.04.003>

Zellweger, T. M., Eddleston, K. A., & Kellermanns, F. W. (2010). Exploring the concept of familiness: introducing family firm identity. *Journal of Family Business Strategy*, 1(1), 54-63. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2009.12.003>