UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
Faculdade de Ciências Econômicas
Programa De Pós-Graduação e Pesquisas em Controladoria e Contabilidade

Ricardo Carvalho da Silva

FUSÕES E AQUISIÇÕES: Um Estudo sobre o Comportamento das Empresas "Alvo" no Brasil

Belo Horizonte
2024

Ricardo Carvalho da Silva

FUSÕES E AQUISIÇÕES: Um Estudo sobre o Comportamento das Empresas “Alvo” no Brasil

Tese apresentada ao Programa de Pós-graduação e Pesquisas em Controladoria e Contabilidade da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Controladoria e Contabilidade.

Área de Concentração: Controladoria e Finanças

Orientadora: Profa. Drª. Renata Turola Takamatsu

Coorientador: Prof. Dr. Wagner Moura Lamounier

Belo Horizonte
2024

Ficha Catalográfica

Silva, Ricardo Carvalho da.
S586f Fusões e aquisições [manuscrito] : um estudo sobre o
2024 comportamento das empresas “alvo” no Brasil / Ricardo Carvalho da Silva – 2024.
155 f.: il.

Orientadora: Renata Turola Takamatsu.
Coorientador: Wagner Moura Lamounier.
Tese (doutorado) – Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Controladoria e Contabilidade.
Inclui bibliografia e apêndices.

1. Empresas – Fusão e incorporação – Teses. 2. Concorrência – Teses. 3. Administração financeira – Teses. I. Takamatsu, Renata Turola. II. Lamounier, Wagner Moura. III. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Controladoria e Contabilidade. IV. Título.

CDD: 658.16

Elaborado por Leonardo Vasconcelos Renault CRB-6/2211
Biblioteca da FACE/UFMG. – 201/2024

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

FOLHA DE APROVAÇÃO

Fusões e Aquisições: Um Estudo Sobre o Comportamento das Empresas "Alvo" no Brasil.

RICARDO CARVALHO DA SILVA

Tese de Doutorado defendida e aprovada, no dia vinte e dois de novembro de dois mil e vinte e quatro, pela Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Universidade Federal de Minas Gerais constituída pelos seguintes professores:

Renata Turola Takamatsu - Orientadora

UFMG

Wagner Moura Lamounier - Coorientador

UFMG

Juliano Lima Pinheiro

UFMG

Marcos Antônio de Camargos

UFMG

Wilson Toshiro Nakamura

MACKENZIE

Vagner Antônio Marques

UFES

Belo Horizonte, 22 de novembro de 2024.

Documento assinado eletronicamente por **Renata Turola Takamatsu**, **Coordenador(a) de curso de pós-graduação**, em 25/11/2024, às 06:44, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020.

Documento assinado eletronicamente por **Marcos Antonio de Camargos**, **Professor do Magistério Superior**, em 25/11/2024, às 07:38, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020.

Documento assinado eletronicamente por **Wagner Moura Lamounier**, **Professor do Magistério Superior**, em 25/11/2024, às 08:09, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020.

Documento assinado eletronicamente por **Vagner Antônio Marques**, **Usuário Externo**, em 25/11/2024, às 08:25, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020.

Documento assinado eletronicamente por **Juliano Lima Pinheiro**, **Professor do Magistério Superior**, em 28/11/2024, às 10:01, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020.

Documento assinado eletronicamente por **Wilson Toshiro Nakamura**, **Usuário Externo**, em 04/12/2024, às 11:22, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020.

A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://sei.ufmg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **3719851** e o código CRC **F9D18333**.

Referência: Processo nº 23072.266094/2024-15 SEI nº 3719851

A Deus, minha esposa Elisângela e filhos, companheiros desta jornada em busca do saber e ao meu pai José Carvalho (in memorian) e minha mãe Francisca por se esforçar em querer ter um filho Doutor.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, gostaria de manifestar toda a glória ao nosso Bendito Deus, que me sustentou nesta jornada, derramando sobre minha vida suas bênçãos e misericórdias. Ele me proporcionou a família, professores, colegas, saúde, sabedoria e recursos financeiros necessários para alcançar este Doutorado.

Agradeço também aos meus pais, José Carvalho (in memoriam) e Francisca Carvalho da Silva, por serem, pela providência de Deus, aqueles que me trouxeram ao mundo e me sustentaram em tudo o que fosse necessário para que eu pudesse avançar nos estudos. Ao meu pai, especialmente, pelas lutas diárias para prover a família, e à minha mãe, pela condução sábia do lar.

Agradeço de forma especial à minha amada e estimada esposa, Elisângela Maura Costa Carvalho, esta varoa e auxiliadora idônea do lar que tive o privilégio de receber de Deus. Ela proporcionou o ambiente necessário para que eu seguisse o caminho de estudar, aprender e ensinar. Nos momentos de desânimo, fracassos ou até mesmo de possíveis desistências, ela me deu ânimo, força e muito amor para recomeçar e seguir em frente. Aos meus filhos, Sabrina, Daniel, Ana Carolina, Vitória e Rafael, agradeço de coração por suportarem as minhas ausências nos momentos de lazer, quando era necessário escolher entre estar com eles ou cumprir os compromissos do Doutorado. A escolha foi feita e o resultado alcançado, certamente com a contribuição de cada um deles.

Agradeço às minhas sócias, Fátima, seu marido Antônio e sua filha Débora, com os quais venho caminhando nos últimos 24 anos, administrando a Suporte Contábil. Através do escritório e do apoio de cada um deles, foi possível equilibrar as demandas do trabalho e do estudo. De forma especial e com muito carinho, agradeço à Fabiana, que tem se destacado em seu trabalho, sendo nossa "prata da casa". Nos últimos 12 anos, ela foi fundamental, permitindo-me dedicar-me plenamente ao Doutorado. Certamente, sua contribuição nesta conquista é inestimável; mais que uma colaboradora, ela é uma amiga e parceira em todos os momentos.

Meus agradecimentos, com muito carinho, à minha orientadora, Renata Turola, que me acompanhou na reta final da tese. Ela enfrentou o desafio de reconstrução com paciência, calma e um enorme conhecimento, sempre me instruindo, direcionando e ajudando, mesmo nos momentos de grandes turbulências e desafios. Sinto-me abençoado por Deus por ter estado sob a orientação de uma profissional tão valorosa. Agradeço também ao meu coorientador, Wagner Moura Lamounier, que iniciou esta jornada comigo em 2017, na disciplina de Análise de

Regressão, e desde então foi meu orientador no Mestrado e, finalmente, coorientador no Doutorado. Fui enriquecido por seus conhecimentos sem precedentes, que contribuíram diretamente para minha formação enquanto docente.

Aos membros da banca, o professor Wilson Nakamura, o professor Marcos Camargos, o professor Vagner Antônio Marques e o professor Juliano Pinheiro, agradeço pelo tempo e conhecimento dedicados à construção desta tese. Suas correções, ajustes, opiniões e críticas foram fundamentais para a concretização desta pesquisa. Agradeço, também com alegria, aos demais professores do programa que participaram dessa longa jornada: professora Jaqueline, professor Poueri Carmo, professor Robert Iquiapaza, professor Aureliano Bressan, professora Valéria Gama Fully Bressan, professor José Roberto e todos os outros que, com dedicação diária, buscam e difundem conhecimento. Agradeço ainda aos funcionários do CEPCON, Joyce, Danielle e, especialmente, Elias, pelo apoio, orientação e atenção às questões administrativas, sem os quais seria impossível completar mais esta etapa.

Aos amigos que compartilharam desta caminhada, agradeço por estarem ao meu lado nas lutas, alegrias e tristezas. Em especial aos agora doutores Gustavo (meu companheiro desde o Mestrado), Daniele e Juliana, que suportaram e compartilharam esta jornada no Doutorado. Agradeço também à futura doutora Cássia, com quem dividi momentos especiais durante essa caminhada.

Estendo meus agradecimentos aos amigos da UNIFAL, com os quais tive o privilégio de lecionar. Em especial à Karla, que desde o início caminhou comigo, ajudando e ensinando sobre o que é ser professor naquela instituição. Meus agradecimentos se estendem a Pedro, Marçal, João, Carla, Lora e Ronaldo, que fizeram parte desse período maravilhoso de docência.

Um agradecimento especial aos irmãos da Igreja Presbiteriana de Varginha, que ombrearam comigo em oração e companheirismo nesta reta final. Em particular, ao Pastor Ben-Hur, Thiala, Sebastião, Ângela, Rodrigo, Dani, Luiz Gustavo, Felipe, Patrícia e tantos outros que sempre estiveram ao meu lado. Agradecendo também aos irmãos e amigos da Ricardo Pinto e família por sempre esta presente na nossa caminhada.

Por fim, mas não menos importante, agradeço a todos aqueles que, direta ou indiretamente, participaram desta conquista, mesmo que apenas com uma palavra de apoio e que não foram citados nominalmente. Todos vocês, sem exceção, fazem parte deste resultado.

.

RESUMO

Este estudo investiga o comportamento das empresas de capital aberto brasileiras que se tornaram alvos de Fusões e Aquisições (F&A), com foco nos determinantes que as tornam atrativas para adquirentes e nas estratégias que adotam para evitar aquisições indesejadas. O índice de entrincheiramento, utilizado na pesquisa, é composto por mecanismos anti-takeover, que protegem as empresas contra fusões indesejadas ao dificultar ou tornar mais caro o processo de aquisição. A originalidade do trabalho reside na análise da relação entre esses mecanismos de defesa e a probabilidade de F&A, bem como seu impacto no valor de mercado e na rentabilidade das empresas. A pesquisa preenche uma lacuna na literatura ao examinar como as empresas-alvo utilizam mecanismos para resistir a aquisições e preservar o controle, especialmente em mercados como o brasileiro, marcado pela alta concentração acionária e estrutura familiar. Fundamentada na teoria da agência e da firma, a investigação analisa o comportamento da gestão diante da ameaça de perda de poder. A amostra inclui todas as empresas listadas na B3 entre 2010 e 2022, e a metodologia quantitativa utiliza a base de dados Refinitiv. O modelo logit com dados em painel foi aplicado para estimar a probabilidade de uma empresa se tornar alvo de F&A, enquanto por meio dos modelos GMM/GLS avaliou-se o impacto do entrincheiramento nos resultados empresariais. Os resultados mostram que empresas com gestão deficitária e altos níveis de endividamento têm maior probabilidade de serem alvos, enquanto aquelas com mecanismos de defesa mais robustos, com maiores níveis de pagamento de dividendos e maior controle acionário, reduzem essa probabilidade. Além disso, o efeito entrincheiramento demonstrou gerar valor para os acionistas em determinadas condições, promovendo a manutenção de poder familiar e resultados favoráveis. A pesquisa demonstra que os mecanismos anti-takeover, ao protegerem o controle acionário, oferecem aos gestores e controladores mais segurança e estabilidade para implementar suas estratégias, o que pode melhorar o desempenho da empresa e beneficiar acionistas. Além disso, explicita o impacto desses mecanismos na transparência e na governança corporativa, pois, embora protejam os controladores, podem dificultar a renovação da gestão e influenciar negativamente a competitividade do mercado.

Palavras-Chaves: F&A; Determinantes; Entrincheiramento; Empresas Alvo.

ABSTRACT

This study investigates the behavior of publicly traded Brazilian companies that became targets of Mergers and Acquisitions (M&A), focusing on the determinants that make them attractive to acquirers and the strategies they adopt to avoid unwanted acquisitions. The entrenchment index used in the research is composed of anti-takeover mechanisms, which protect companies against undesirable mergers by making the acquisition process more difficult or costly. The originality of the study lies in the analysis of the relationship between these defense mechanisms and the likelihood of M&A, as well as their impact on the market value and profitability of companies. The research fills a gap in the literature by examining how target companies use mechanisms to resist acquisitions and preserve control, especially in markets like Brazil, characterized by high shareholder concentration and family ownership structures. Grounded in agency and firm theory, the investigation analyzes management behavior in the face of the threat of loss of power. The sample includes all companies listed on B3 between 2010 and 2022, and the quantitative methodology uses the Refinitiv database. A logit model with panel data was applied to estimate the probability of a company becoming an M&A target, while the GMM/GLS models were used to assess the impact of entrenchment on business outcomes. The results show that companies with deficient management and high levels of debt are more likely to be targets, while those with more robust defense mechanisms, higher dividend payouts, and greater shareholder control reduce this probability. Furthermore, the entrenchment effect was shown to create value for shareholders under certain conditions, promoting the preservation of family power and favorable results. The research demonstrates that anti-takeover mechanisms, by protecting shareholder control, provide managers and controllers with more security and stability to implement their strategies, which can improve company performance and benefit shareholders. Additionally, it highlights the impact of these mechanisms on transparency and corporate governance, as although they protect controllers, they may hinder management renewal and negatively influence market competitiveness.

Keywords: M&A; Determinants; Entrenchment; Target Companies.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1: Evolução histórica da modelagem para previsão de alvos takeovers 42

Quadro 2: Mecanismos anti-takeover componentes do índice de Belchuk et al. (2009) 52

Quadro 3:Variáveis incluídas no modelo logístico 68

Quadro 4: Descrição da validação logarítmica realizada pelo Software R® e Python® 72

Quadro 5: Variáveis do modelo em painel para análise do efeito entrincheiramento 79

Gráfico 1: Evolução das F&A no Brasil entre 2010 e 2022 88

Gráfico 2: Evolução das F&A no Brasil entre 2010 e 2022 – Empresas de Capital Aberto 89

Gráfico 3: Distribuição da frequência do índice de entrincheiramento 95

Quadro 6: Resultados das hipóteses relacionadas como os determinantes de F&A 119

Quadro 7: Resultados das hipóteses relacionadas com o efeito entrincheiramento 120

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Descrição dos mecanismos anti-takeover 63

Tabela 2: Descrição das empresas componentes da amostra 90

Tabela 3: Distribuição setorial das transações de F&A entre 2010 e 2022 90

Tabela 4:Análise dos componentes do índice de entrincheiramento 91

Tabela 5: Análise descritiva do índice de entrincheiramento 94

Tabela 6: Estatísticas descritivas pós-tratamento das variáveis 96

Tabela 7: Teste de Média/Mediana das variáveis 99

Tabela 8: Análise da proporção das variáveis dicotômicas 102

Tabela 9: Resultados da regressão logística (matriz de efeitos marginais) - Determinantes de F&A 103

Tabela 10: Resultados das regressões em painel - Efeito Entrincheiramento sobre o desempenho das empresas 113

LISTA DE SIGLAS E ABREVIAÇÕES

ADF	Dickey Fuller Expandido
AIC	Akaike Information Criterion
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CAR	Retornos Anormais Cumulativos
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EBIT	Earnigs Before Intersted and Taxes
EV	Enterprise Value
F&A	Fusões e Aquisições
FCF	Fluxo de Caixa Livre
GIM	Gompers; Ishii; Metrick
GLS	Generalized Least Squares
GMM	Generalized Method of Moments
IRRC	Investor Responsibility Research Center
MQO	Mínimos dos Quadrados Ordinários
P/E	Price/Earnings
PP	Phillips–Perron
ROE	Retorno sobre o patrimônio
ROA	Retornos sobre ativos
RI	Relacionamento com o investidor

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 16

1.1 Contextualização 16

1.3 Objetivos 20

1.4 Contribuições Gerais e Originalidade 21

1.5 Estrutura da Tese 23

2. REFERENCIAL TEÓRICO 24

2.1 Evolução e Crescimento das Firmas 25

2.2 Estrutura de Propriedade e Controle 30

2.3 O Ambiente Regulatório e a Questão da Estrutura de Propriedade no Brasil 32

2.4 Estudos Anteriores dos Determinantes das Empresas Alvos de F&A 35

2.5 Evolução dos Estudos de Aplicação dos Modelos de Determinantes de uma F&A 41

2.6 Estudos Anteriores de F&A no Brasil 45

2.7 O Efeito e o Índice de Entrincheiramento 48

2.8 Hipóteses de Pesquisa 54

3. METODOLOGIA 59

3.1 Definição da Amostra 59

3.2 O Índice de Entrincheiramento 61

3.3 Determinantes de F&A 63

3.3.1 Metodologia para Análise dos Determinantes de F&A 63

3.3.2 Variáveis do Modelo Logit 65

3.4 Mecanismos Anti-Takeover e Efeito Entrincheiramento 73

3.4.1 Modelo para análise dos dados em Painel 73

3.4.2 Variáveis do Modelo em Painel 75

3.5 Relacionamento entre as hipóteses testadas e a metodologia aplicada. 86

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS 88

4.1 Análise Descritiva da Amostra 88

4.2 Determinantes de F&A 103

4.3 Estrutura de Propriedade e Mecanismos Anti-takeover nas Empresas 110

4.4 Efeito Entrincheiramento e as F&As 112

4.5 Resumo dos resultados das hipóteses propostas 119

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS 121

REFERÊNCIAS 125

APÊNDICE A - Descrição dos Testes de Validação do Modelo em Painel 142

APÊNDICE B - Estatísticas Descritivas – F&A Tipo 0 (Não Alvo) 144

APÊNDICE C - Estatísticas Descritivas – F&A Tipo 1 (Alvo) 145

APÊNDICE D – Correlação de Spearman 146
APÊNDICE E - Resultado dos Determinantes da F&A – Setores..... 147
APÊNDICE F – Resultado dos Determinantes de F&A – Ano..... 148
APÊNDICE G – Resultado do Efeito Entrincheiramento – Setores 149
APÊNDICE H – Resultado do Efeito Entrincheiramento – Ano..... 150
APÊNDICE I – Curva ROC e Matriz de Confusão/Classificação – Modelo Todas Variáveis . 151
APÊNDICE J – Curva ROC e Matriz de Confusão/Classificação – Modelo Enterprise Value 152
APÊNDICE L – Curva ROC e Matriz de Confusão/Classificação – Modelo Roa_EB..... 153
APÊNDICE L – Curva ROC e Matriz de Confusão/Classificação – Modelo Roa_Lucro..... 154
APÊNDICE N – Curva ROC e Matriz de Confusão/Classificação – Modelo Roe..... 155

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

As fusões são definidas como a união de duas ou mais empresas, resultando em uma nova entidade que preserva as características da adquirente. Por sua vez, as aquisições envolvem a tomada de controle, podendo incluir a substituição da administração atual e a compra de ações no mercado (Anthony, 2019). As fusões e aquisições não são eventos corporativos isolados e geram impactos significativos para a empresa resultante.

Pesquisas sobre F&A têm focado nos resultados operacionais e financeiros dessas transações, como lucratividade, diversificação de riscos e solvência das firmas (Anthony, 2019; Cumming et al., 2023; Grossert et al., 2022; Sahu & Agarwal, 2017; Spiegel & Tookes, 2013). Também são analisadas as alianças estratégicas, sinergias e maior competitividade (Bena & Li, 2014; Jensen & Ruback, 1983; Spiegel & Tookes, 2013); o aumento da riqueza dos acionistas (Sujud e Hachem, 2018); a redução dos conflitos de agência e da assimetria de informação (Datta et al., 2020; Hassan & Alhenawi, 2022; Masulis & Simsir, 2018); a regulação do ambiente e os efeitos das incertezas políticas (Bonaime et al., 2018; Martynova & Renneboog, 2008).

Observa-se que os estudos têm priorizado a investigação das F&A em relação aos resultados que estas promovem após o processo, bem como os impactos futuros dessas transações nas empresas resultantes. No entanto, a quantidade de estudos focados no ambiente anterior à operação, seja externo e/ou interno da empresa alvo, é relativamente escassa. As pesquisas focadas na empresa alvo geralmente avaliam a probabilidade de uma empresa ser adquirida e dos determinantes que levam um adquirente a buscar uma empresa. Esses estudos, em geral, limitados às características gerais do mercado da empresa-alvo, com maior foco na empresa adquirente (Xie et al., 2017).

Contudo, o comportamento do gestor e dos acionistas em processos de crescimento via F&A é influenciado por conflitos de agência decorrentes de diferentes modelos de estrutura e propriedade (Baker et al., 1988; Fama & Jensen, 1983b; Jensen, 1988; Jensen & Meckling, 1976; La Porta et al., 2000; Morck et al., 1990; Porta et al., 1997, 1999; Shleifer & Vishny, 1986).

Fatores como a forte concentração acionária, principalmente em empresas familiares com a premissa de manutenção do controle, podem levar empresas a não desejarem ser adquiridas. O desejo de manutenção do poder e controle da empresa pelas futuras gerações é um dos motivos para empresas familiares se protegerem de aquisições. Nestes casos, o acionista

controlador exercerá poder decisório em última instância, tendo em vista possuir a maioria dos votos (Bauguess & Stegemoller, 2008; Caprio et al., 2011; Holmen & Nivorozhkin, 2007; Shim & Okamuro, 2011).

Portanto, espera-se que as empresas alvo possam adotar mecanismos para impedir ou dificultar uma F&A. Esses mecanismos, chamados de *anti-takeover*, tornam a aquisição mais onerosa e/ou mais difícil para o adquirente. Os mecanismos mais comumente encontrados na literatura incluem: *insider ownership* (participação de *insiders*); *dual class recapitalizations* (recapitalizações de classes duplas); *golden parachutes* (pacotes de indenização); dualidade do CEO; *staggered boards* (conselhos escalonados); *poison pills* (medidas anti-aquisição); *tag along* (direito de acompanhamento em venda de participação); e a posse da maioria das ações pelos familiares, bem como sua presença no conselho de administração (Ahmad Rajab; Jwailes, 2021; Ambrozini et al., 2015; Bebchuk et al., 2009; Dah et al., 2020; Elmagrhi et al., 2020; Teti et al., 2017; Fernandes et al., 2014; Gompers et al., 2003; Kastiel & Libson, 2019; Malhotra et al., 2020; Mbanyele, 2021; Alves, 2021; Tawfeeq et al., 2023).

Esses mecanismos visam reduzir a possibilidade de uma aquisição indesejada, tornando o processo financeiramente inviável para a adquirente. Cada um desses mecanismos tem um efeito específico nas F&As: o *insider ownership* confere ao gestor o poder de decisão sobre a transação; o *golden parachutes* proporciona mais segurança à gestão atual, criando uma indenização em caso de demissão pós-F&A (Elmagrhi et al., 2020; Fabel & Kolmar, 2012; Frattaroli, 2020; Gompers et al., 2003). Por sua vez, os *staggered boards* fortalecem os conselhos de administração anteriores à F&A, cuja substituição só pode ocorrer posteriormente; o *dual class recapitalizations* aumenta o poder de voto do acionista controlador; e a dualidade do CEO, com forte presença no conselho, dificulta a negociação de aquisição pela adquirente.

A *tag along* é um mecanismo de proteção aos acionistas minoritários que influencia os processos de F&A no Brasil. Nesse caso, o adquirente é obrigado a estender a oferta pública aos demais acionistas com direito a voto (minoritários) a um preço de 80% a 100% daquele negociado com os acionistas majoritários. Esse processo, aliado à presença de dois tipos de ações, visa equalizar o poder de participação dos acionistas minoritários nas decisões envolvendo F&A e troca de controle (Fernandes et al., 2014; Grossert et al., 2022; Hoffmann-Burchardi, 1999; Neumann, 2003; Saito et al., 2010).

A *poison pill* é um mecanismo que ganhou repercussão na mídia e no mercado quando foi acionado pelo Twitter para se proteger de uma aquisição indesejada pelo Elon Musk, CEO da Tesla (Trabelsi; Chalwati, 2023). O funcionamento básico de uma *poison pill* envolve a

emissão de direitos ou opções para os acionistas existentes, ativados quando um potencial adquirente atinge um determinado limite de propriedade (geralmente uma porcentagem especificada de ações). Esses direitos permitem que os acionistas existentes (excluindo o potencial adquirente) comprem ações adicionais a um preço com desconto, diluindo a participação acionária do adquirente e tornando a aquisição mais cara (Ambrozini et al., 2015; Baum; Subramanian, 2023; Eldar et al., 2022; Gompers et al., 2003; Mbanyele, 2021; Portulhak et al., 2017; Sikes et al., 2014).

No Brasil, a presença da *poison pill* é menos comum, ocorrendo com mais frequência em países desenvolvidos, onde a distribuição de capital é mais pulverizada. Segundo Santos (2023), em pesquisa realizada considerando o mercado brasileiro, os percentuais de concentração acionária no maior acionista, nos três maiores e nos cinco maiores são respectivamente de 51,35%, 68,76% e 73,50%. Corroborando esses dados, Albanez & Schiozer (2022) identificaram uma concentração acionária de 69,13% para os três maiores acionistas. Freitas et al. (2020) indicam uma concentração acionária de 49,40% para um único acionista, 67,40% para até três acionistas e 70,7% para até cinco acionistas no mercado brasileiro. Esses dados descrevem o mercado brasileiro como concentrado, sugerindo uma menor presença de mecanismos como a *poison pill*. Isso ocorre porque a concentração de ações nas mãos de poucos acionistas já garante o controle da empresa, reduzindo o risco de aquisições indesejadas.

Deve-se destacar a possibilidade de mecanismos que fortaleçam os poderes dos acionistas controladores, como a posse da maioria das ações da empresa e a presença no conselho de administração, incluindo o presidente do conselho. Essas situações, juntas ou isoladas, podem revelar a influência do acionista controlador nas decisões dos conselhos, desde a aprovação de cláusulas *anti-takeover* até a criação de um ambiente que favoreça a manutenção do poder frente a ameaças de F&A indesejada (Ahmad Rajab; Jwailes, 2021; Teti et al., 2017; Figueiredo Filho et al., 2017; Kreuzberg et al., 2015; Rodríguez Reyes et al., 2018; Rutledge et al., 2016; Alves, 2021; Silva et al., 2021; Tawfeeq et al., 2023).

Apesar de manterem afastadas F&A indesejadas, os mecanismos *anti-takeover* podem gerar resultados desfavoráveis para os acionistas da empresa alvo, como o efeito entrincheiramento. No entrincheiramento, o gestor ou acionista controlador se encontra em uma posição de "imunidade" frente a uma possível retirada de seu comando na empresa, por meio de cláusulas que tornam mais caras as F&A para a empresa adquirente (Azevedo et al., 2022; Coelho et al., 2017; Hwang et al., 2020; Mbanyele, 2021; Srinidhi; Liao, 2020; Trabelsi; Chalwati, 2023; Xu et al., 2020).

O efeito entrincheiramento nasce da proteção e garantia aos gestores e acionistas controladores de se manterem no comando da empresa. Essa manutenção do poder tem relação direta com a ocorrência de F&A que promovam mudanças na gestão. A segurança da atual gestão pode resultar em problemas de alinhamento com o propósito de criação de valor para o acionista, emergindo possivelmente da utilização de mecanismos que reduzem a chance de F&A com tomada de controle. A tomada de controle nasce do interesse da adquirente em substituir uma gestão considerada prejudicial (Baulkaran, 2014; Claessens et al., 2002).

O comportamento do gestor entrincheirado tem sido alvo de pesquisas para verificar se ele atua alinhado aos interesses dos acionistas, gerando valor para a empresa, ou se age por motivações pessoais, visando seus próprios interesses em detrimento dos demais *stakeholders*. A discussão fundamenta-se na segurança proporcionada ao gestor ou acionista controlador, que pode condicioná-lo a buscar o aumento patrimonial do acionista, gerando valor para a empresa (Antounian et al., 2021; Baulkaran, 2014; Carline; Gogineni, 2021; Chemmanur; Tian, 2018; Dah et al., 2020; Johnson et al., 2015; Shleifer; Vishny, 1986).

O cenário Brasileiro investigado compreende o período entre 2010 e 2022. Entre 2010 e 2022, o mercado de fusões e aquisições no Brasil passou por transformações significativas, refletindo tanto a dinâmica macroeconômica quanto as peculiaridades estruturais do ambiente corporativo brasileiro. Nesse período, foram registradas mais 700 transações de F&A no país, cujos alvos eram empresas brasileiras de capital aberto. Dentre os setores de maior ocorrência aqueles relacionados a tecnologia, saúde, serviços financeiros e energia. Essas áreas se destacaram pela busca de empresas por expansão estratégica, consolidação de mercado e sinergias operacionais.

Como principais fatores impulsionadores pode se verificar: no setor de tecnologia, a aceleração da digitalização no período, especialmente após 2020, fomentou muitas aquisições voltadas para startups e empresas de software. No setor da saúde: movimentações no setor hospitalar e farmacêutico foram impulsionadas pela pandemia de COVID-19, com empresas buscando fortalecer suas cadeias de suprimento e ampliar capacidades. No setor de serviços financeiros: O avanço das fintechs promoveu transações voltadas à inovação e inclusão financeira, marcando uma consolidação no mercado.

A pandemia de COVID-19 trouxe desafios adicionais, resultando em uma queda no número de transações em setores mais afetados, como turismo e aviação, enquanto áreas como saúde e tecnologia se expandiram significativamente para atender às novas demandas (Albanez & Schiozer, 2022; Santos, 2023). Além disso, as negociações digitais e a análise remota

tornaram-se práticas comuns, acelerando processos em um ambiente marcado por restrições logísticas.

Diante do exposto e considerando o contexto da pesquisa quanto à possibilidade de uma empresa ser alvo de uma F&A e à presença ou não do efeito entrincheiramento, levanta-se a seguinte questão de pesquisa: **Qual a relação entre os mecanismos de defesa utilizados pelas empresas e a probabilidade destas empresas serem alvos de fusões e aquisições? Além disso, como esses mecanismos influenciam a geração de valor da empresa?**

1.2 Tese

Diante da lacuna verificada quanto à interação entre os mecanismos de defesa e a probabilidade de uma empresa ser alvo de uma F&A, a tese defendida é a de que as empresas consideradas prováveis alvos de uma F&A podem utilizar mecanismos de proteção para evitar a aquisição. Esses mecanismos, por sua vez, podem impactar a geração de valor da empresa, considerando as distorções e conflitos de interesse e de agência potencializados pela presença do efeito entrincheiramento.

Portanto, o estudo buscou auxiliar na compreensão de uma possível relação inversa entre a presença de mecanismos de proteção contra fusões e aquisições hostis e a probabilidade de uma empresa se tornar alvo de F&A. Além disso, verificou-se há ocorrência do "efeito entrincheiramento" na gestão dessas empresas, levando o gestor a uma atitude discricionária. Em última instância, o estudo procurou relacionar o nível de discricionaridade do gestor e seu impacto nos retornos esperados pelos acionistas ou na percepção de valor de mercado da empresa.

1.3 Objetivos

O objetivo geral da pesquisa foi analisar a probabilidade de empresas brasileiras de capital aberto, no período de 2010 a 2022, se tornarem alvo de fusões e aquisições (F&A) no mercado de capitais brasileiro. A pesquisa buscou identificar os determinantes que influenciam essa probabilidade, incluindo as práticas de proteção utilizadas pelas empresas para evitar aquisições, bem como o impacto dessas ações nos resultados dos negócios e nos retornos esperados pelos acionistas e pelo mercado em geral. Dentre os objetivos específicos, destacam-se:

- Identificar a presença de mecanismos anti-takeover e construir o índice de entrincheiramento para todas as empresas da amostra.

- Investigar a relação entre o índice de entrincheiramento e a probabilidade de uma empresa se tornar alvo de uma F&A.
- Verificar se o fato de as empresas serem consideradas subavaliadas. ou sujeitas a má gestão, influencia a probabilidade de se tornarem alvos de uma F&A.
- Analisar a probabilidade de empresas com concentração acionária, especialmente familiares, bem como com diferentes níveis de governança corporativa, serem alvos de uma F&A.
- Investigar a relação entre o índice de entrincheiramento e a estrutura de propriedade das empresas da amostra.
- Avaliar a presença e os impactos do efeito de entrincheiramento na gestão das empresas-alvo, com ênfase na manutenção de poder e geração de resultados.

1.4 Contribuições Gerais e Originalidade

Com o crescimento das firmas em nível internacional proveniente de F&As, verificaram-se choques nos mercados norte-americano, chinês e alemão em termos de regulamentações e dispositivos destinados a reduzir a assimetria de informação entre acionistas e gestores, além de criar mecanismos de proteção aos direitos de propriedade dos acionistas (Alimov, 2015; Bernard, 2016; Fang et al., 2021). Portanto, observa-se a importância de entender tais processos em diferentes contextos regulatórios e de mercado.

Nos processos de F&A, observa-se uma tendência de países menos desenvolvidos adotarem ou ajustarem os mecanismos de proteção aos direitos de propriedade dos acionistas com base nos modelos aplicados em mercados mais desenvolvidos. Portanto, estudar o mercado brasileiro permite compreender como essas dinâmicas se manifestam em um ambiente econômico em desenvolvimento, marcado por especificidades, tais como a concentração de propriedade (Albanez & Schiozer, 2022; Freitas et al., 2020; Santos, 2023).

Este estudo pretende contribuir para as pesquisas sobre F&A ao explorar não apenas as questões isoladas, mas a interrelação entre os fatores que influenciam o comportamento da empresa alvo, tornando-se inédito ao avançar nas discussões sobre a interação entre os mecanismos de proteção e atuação dos gestores em processos de F&A e ainda como este comportamento pode afetar os resultados da empresa. Compreender essas questões é crucial, pois nem sempre as F&A ocorrem de forma amigável, e as atitudes das empresas frente a possíveis F&A indesejadas podem ser prejudiciais (ou não) aos acionistas da empresa alvo. Por exemplo, o estudo de Gompers et al. (2003) identificou uma relação negativa entre o valor de

mercado (Q de Tobin) e a presença de mecanismos de proteção. Belchuk et al. (2009) e Dah, Michael e Dixon (2017) confirmam esses resultados. Em outro cenário, Elmagrhi, Ntim, Wang, Abdou e Zalata (2018) verificaram o oposto, encontrando uma relação positiva entre o entrincheiramento e o valor da empresa, corroborando com pesquisas de Cuñat et al. (2020) e Carline e Gogineni (2021).

A identificação de resultados que podem auxiliar acionistas, gestores, investidores e credores na adoção de práticas *anti-takeover* nos estatutos das empresas. Uma aquisição indesejada pode não ser do interesse de uma das partes envolvidas, pois pode resultar em mudanças nas estratégias em curso. O estudo pode demonstrar a efetividade dos mecanismos de proteção atualmente utilizados, permitindo às empresas adquirentes entender como se comportam os possíveis alvos de F&A e, assim, determinar ações mais eficientes nos processos de aquisição, especialmente na determinação dos prêmios a serem pagos para concluir a transação.

Em adição, a pesquisa busca promover avanços na discussão sobre a construção de portfólios, usando ativos que representam possíveis alvos de F&A. Essa perspectiva tem sido alvo de estudos, como os de Alexandridis et al. (2010), Barney (1988), Healy et al. (1992), Jensen e Ruback (1983), Moeller et al. (2004), Shleifer e Vishny (2003) e Yilmaz e Tanyeri (2016), que apontam a possibilidade de obter ganhos de sinergia nas F&A, levando os possíveis alvos a terem retornos anormais antes da conclusão dos processos. Embora a proposição de portfólios não seja testada empiricamente, espera-se que o investidor, munido dos resultados dos estudos citados, possa identificar empresas cujos ativos, quando incluídos em um portfólio, podem gerar melhores resultados. A tese buscará contribuir para analistas, investidores e acionistas na alocação de recursos em ativos com melhores perspectivas de ganhos.

Finalmente, em quarto lugar, a discussão sobre a resistência ao crescimento via F&A traz um novo olhar sobre os modelos de governança corporativa presentes nos mercados. Neste ponto, a pesquisa pode contribuir para a observância e aprimoramento de regras que realmente defendam os interesses dos acionistas, principalmente os minoritários em mercados com menores níveis de proteção.

Cabe ressaltar ainda que os resultados desta pesquisa vão além do âmbito corporativo, pois as fusões e aquisições impactam diretamente a economia e, consequentemente, a vida das pessoas. Empresas mais bem administradas e protegidas contra aquisições predatórias têm maior capacidade de inovar, gerar empregos e contribuir para o desenvolvimento econômico sustentável. Além disso, os insights sobre governança corporativa e transparência ajudam a

proteger investidores minoritários, fortalecendo a confiança no mercado de capitais, o que estimula investimentos e torna o ambiente de negócios mais competitivo e acessível. Assim, ao compreender os determinantes e impactos das F&A, esta pesquisa promove benefícios sociais ao influenciar positivamente o crescimento econômico, a proteção de direitos e a estabilidade financeira para os diversos atores econômicos envolvidos.

1.5 Estrutura da Tese

O trabalho está estruturado em cinco capítulos. O primeiro capítulo consiste na introdução, que abrange a contextualização, a tese, os objetivos do estudo, as contribuições gerais e a originalidade, além da estrutura da tese. No capítulo dois, apresenta-se o referencial teórico que é composto pela análise da evolução e crescimento das firmas, bem como da estrutura de propriedade e controle das empresas. Também são abordados o ambiente regulatório no Brasil e os impactos da estrutura de propriedade, além de uma revisão dos estudos anteriores sobre os determinantes das empresas-alvo em processos de fusões e aquisições. Outros pontos incluem a evolução dos modelos de determinação para F&A, o contexto brasileiro de F&A, o efeito do índice de entrincheiramento e as hipóteses de pesquisa formuladas.

O terceiro capítulo descreve a metodologia empregada no estudo, incluindo a definição da amostra, o Índice de Entrincheiramento, os determinantes de F&A, a metodologia para análise dos determinantes de F&A, o modelo Logit binomial, as variáveis do modelo Logit, os mecanismos *anti-takeover* e o efeito entrincheiramento, bem como o modelo em painel e suas variáveis. O quarto capítulo apresenta a análise dos resultados, com foco na análise descritiva da amostra, nos resultados dos determinantes de F&A e nos resultados do efeito entrincheiramento e as F&As. Finalmente, no capítulo cinco, são discutidos os principais achados e contribuições do estudo, juntamente com as considerações finais e sugestões para futuras pesquisas.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

O desenvolvimento do referencial teórico desta tese é estruturado para abordar evolução e o crescimento das firmas, integrando perspectivas históricas, econômicas e comportamentais. Inicialmente, discutiu-se a natureza e os propósitos das firmas, explorando como essas entidades se adaptam e interagem com seus ambientes econômicos e sociais. Esta seção será seguida por uma investigação detalhada dos processos internos das empresas, incluindo produção, gestão e decisões estratégicas, como fusões e aquisições, que são cruciais para o crescimento e expansão corporativa (Bratton, 2008; Cheffins, 2018).

Em relação aos determinantes das fusões e aquisições (F&As), essas estratégias são frequentemente influenciadas por fatores como busca por eficiência, diversificação de riscos e obtenção de vantagens competitivas. Historicamente, as ondas de F&A são marcadas por períodos de intensa atividade, motivados por mudanças tecnológicas, regulamentações e movimentos de mercado (Palepu, 1986; Martynova; Renneboog, 2008; Amihud; Lev, 1999; Powell, 2015).

No contexto brasileiro, o estudo das firmas adquire uma dimensão particular devido às características específicas do mercado e do ambiente regulatório. As firmas no Brasil enfrentam um cenário de alta concentração de propriedade e de poder decisório, o que traz desafios únicos para a governança corporativa e a eficiência econômica. Explorou-se como as peculiaridades do sistema legal e financeiro brasileiro, que frequentemente apresenta menor proteção aos investidores, influenciam as estratégias de crescimento e expansão das empresas locais. As fusões e aquisições, enquanto ferramentas de crescimento, foram analisadas à luz dessas particularidades, procurando entender como as firmas brasileiras utilizam essas estratégias para navegar em um ambiente de negócios que é tanto dinâmico quanto restritivo (Demsetz, 1983; Shleifer; Vishny, 1986; La Porta et al., 1999; 2000; Rossi; Volpin, 2004; Toigo et al., 2018).

Além disso, foram considerados os impactos da cultura empresarial brasileira nas práticas de gestão e nas decisões estratégicas das firmas. A influência de fatores como relações familiares dentro das grandes corporações e a predominância de grupos econômicos fechados são aspectos que diferenciam o contexto brasileiro de outros mercados mais liberalizados. Essas características culturais e estruturais são fundamentais para compreender como as teorias econômicas são aplicadas na prática e como elas podem ser adaptadas para melhor explicar e prever o comportamento das firmas brasileiras no cenário global (Moura; Beuren, 2017; Nogueira; Kabbach de Castro, 2020).

Outro aspecto relevante na análise das F&As é o fenômeno do entrincheiramento dos gestores, que ocorre quando estes atuam para perpetuar seu controle sobre a firma, muitas vezes em detrimento dos interesses dos acionistas. Para medir o efeito de entrincheiramento, foi desenvolvido nesta pesquisa um índice pautado naqueles presentes na literatura sobre o tema tais com em Gompers et al. (2003) e Bebchuk, Cohen; Ferrell (2009). O índice de entrincheiramento permite quantificar os mecanismos *anti-takeover* e a distribuição do poder decisório dentro das empresas. Além disso o índice ajuda a entender até que ponto as práticas de governança corporativa protegem efetivamente os interesses dos acionistas ou se, pelo contrário, facilitam o controle excessivo por parte de gestores entrincheirados. (Elmagrhi et al., 2020; Antounian et al., 2021; Gompers et al., 2003; Bebchuk, Cohen; Ferrell, 2009).Finalmente, o referencial teórico culminou na formulação de hipóteses de pesquisa que ligam a teoria da agência e os conflitos de interesse dentro das firmas com suas estratégias de expansão e crescimento.

2.1 Evolução e Crescimento das Firmas

A evolução dos estudos que compõem a teoria da firma visa compreender o que é a firma e seus propósitos, entender seu crescimento e, consequentemente, seu relacionamento com o meio em que se encontra. Essa compreensão levou os pesquisadores a buscarem entender as práticas internas da empresa quanto aos níveis de produção e os impactos dessas práticas nas pessoas que compõem a empresa e na sociedade em que ela está inserida.

A evolução e o crescimento da firma estão intrinsecamente relacionados com processos de expansão, controle e propriedade, que culminam em decisões de F&A. Historicamente, a firma vem sendo tratada sob diversos olhares. No quesito crescimento, autores têm procurado entender como as empresas se comportam. A incerteza e o risco para a expansão dos negócios são tratados por Knight, culminando em uma reflexão sobre a diversificação de fontes de financiamento e produção (Knight, 2013; LeRoy; Singell, 1987), onde a separação da posse e propriedade é apresentada como fruto dos novos modelos de corporações (Bratton, 2000; Cheffins, 2018); e a visão econômica de Coase (1937) apresenta a firma como fruto das transações internas e externas sob a ótica dos mecanismos de preços. Corroborando com Coase (1937), Xu (2017) defende o crescimento por meio de F&A (externo), promovendo investimentos mais baratos e com maiores retornos em ativos de outras empresas, em detrimento do investimento interno.

Outros artigos seminais percebem a influência comportamental no processo de crescimento e expansão das firmas: em uma visão humanista das novas corporações, os conflitos de relacionamento exigem novas práticas de gestão para obter melhores resultados (Simon, 1951); a questão do controle tem uma relação direta com F&A, sendo que empresas com má gestão são alvos comuns para aquisições (Manne, 1965). A necessidade de regular e controlar possíveis efeitos nocivos oriundos do comportamento da gestão faz da questão contratual um fator crucial para regular as partes envolvidas nas transações internas e externas, trazendo mais transparência entre as partes.

Os conflitos de agência entre os diversos participantes das empresas devem ser mitigados através de contratos, impactando as questões de integrações vertical e horizontal (Alchian & Demsetz, 1973). Assim, a questão da agência é consolidada com base nas contribuições anteriores, destacando-se os custos de agência, monitoramento e incentivo da gestão, direito residual e a instituição de mecanismos que reduzem os conflitos, como governança corporativa, estrutura de propriedade e controle (Baker et al., 1988; Borda, 2016; Denis et al., 1999; Fama; Jensen, 1983b; Gul et al., 2020; Jensen; Meckling, 1976; La Porta et al., 2000).

O trabalho seminal de Bearle e Means (1937) explora profundamente as características das novas corporações surgidas nos Estados Unidos no início do século XX. Conforme indicado nos estudos de Knight (2013) e LeRoy e Singell (1987), as empresas apresentam um novo formato de produção que reflete um novo modelo de gestão, onde se verifica a separação entre propriedade e controle. Nesse modelo emergem outras questões, como a perda do poder de determinação do lucro por parte dos proprietários, que passam a depender da boa gestão de quem controla a firma, trazendo a reflexão sobre a eficiência presente quando o proprietário detinha o controle. Nesta temática, Smith (1776) já postulava que o gestor da sociedade por ações não cuidaria do dinheiro como se fosse o seu. A separação entre propriedade e controle é comum nas empresas americanas, cujo capital se tornou disperso devido aos novos modelos de produção (Bratton, 2008; Cheffins, 2018).

As F&A ganham destaque nas corporações do início do século XX, visando reduzir os custos de produção por meio de ganhos em escala e diversificação (Fee; Thomas, 2004; Hossain, 2021; Xu, 2017). O estudo de Coase (1937) indica essa necessidade, mas não discute os custos de transação que emergem nas relações pessoais dentro da organização, podendo impactar a expansão dos negócios.

Williamson (1973) discute o crescimento da firma através de F&A, indo além da questão de produção tratada por Coase (1937), incorporando questões contratuais. Segundo Williamson, a internalização do produto pode levar a problemas de comunicação entre os níveis de produção e gestão, impactando os ganhos de escala esperados. Como solução, o autor aponta a integração horizontal com a aquisição de fornecedores, com o cuidado de que, em empresas com propriedade difusa, haja incentivos salariais para manter os ganhos anteriores à fusão (Williamson, 1973).

Em avanço recente à proposição de Williamson (1973), Ahern (2012) verifica que considerar o poder de barganha dos adquirentes em relação a alvos na relação fornecedor-cliente promoverá maiores ganhos na transação. Este processo pode ser observado em maior escala, como nas aquisições transfronteiriças, onde, segundo Xiao e Tian (2023), as capacidades e desempenho do adquirente influenciam o investimento em determinado alvo.

Os estudos sobre a evolução e crescimento das empresas tratam a questão da agência como fato presente e impactante nas decisões de F&A. Alchian e Demsetz (1973) avançam na discussão da agência tratando a relação contratual como base, mas inserindo a questão da propriedade de ações como forma de reduzir os custos de agência. Baseando-se nas contribuições de Simon (1950; 1951) e Manne (1965) sobre a presença de agentes dentro da organização, que cooperam para aumento da sinergia e ganho de escala, e de Williamson (1973), que aponta os contratos como determinantes para o alcance dos objetivos estabelecidos, Alchian e Demsetz (1972; 1973) acrescentam que esses contratos contribuem para o monitoramento e incentivo. Além disso, os autores complementam, sob a ótica da participação nos lucros, que a propriedade de ações define o nível de monitoramento, sendo maior em empresas com menor difusão de ações e menor em sociedades pulverizadas (Alchian; Demsetz, 1972; 1973).

A teoria da agência ganhou relevância com a publicação do artigo seminal de Jensen e Meckling (1976), que consolidaram temas previamente discutidos. Os autores desenvolveram um modelo teórico que explora as possibilidades envolvendo a separação entre posse e propriedade entre o agente e o principal, e as relações contratuais que efetivamente representam a própria empresa.

A relação entre proprietários e administradores gera custos de agência, que são gastos para limitar ações desalinhadas dos gestores em relação aos interesses da empresa. Esses custos incluem despesas de monitoramento pelo principal (os proprietários), despesas com a concessão de garantias contratuais e o custo residual. Os autores também discutem mecanismos que podem

atuar como incentivadores, como remuneração, participação acionária do gestor, monitoramento, auditoria externa e utilização de capital de terceiros (Fama & Jensen, 1983b, 1983a; Jensen & Meckling, 1976).

Os relacionamentos entre gestão e proprietários baseiam-se na distribuição dos direitos de propriedade. Esses direitos emergem da necessidade das empresas modernas de captar recursos, que, conforme apontado por Coase (1937), podem ocorrer por meio de processos de integração vertical e horizontal. Hart (1989), no entanto, questiona se esses processos de integração são sempre os melhores caminhos para o crescimento, perguntando por que nem todas as empresas os adotam.

Hart (1989) responde a essa questão destacando a propriedade de ativos examinada por Jensen e Meckling (1976), e como os custos de transação impactam a distribuição dos lucros residuais. Em uma empresa com propriedade difusa, apesar das medidas de controle, monitoramento e incentivo, a mudança de controle (proprietário/gestor) ainda pode não trazer benefícios iguais para todas as partes. Hart exemplifica que, em um processo de integração onde a firma A compra a firma B, a gestão dos ativos pode ser melhor ou pior do que quando estavam separadas, mesmo com os ganhos de escala, devido a possíveis perdas na administração de recursos materiais e humanos.

A relação entre os pressupostos da teoria da agência e as estratégias de F&A está enraizada na questão gerencial e na estrutura de propriedade, uma vez que o nível de dispersão das ações determinará a atuação da gestão. Os gestores tendem a buscar a maximização de seus interesses particulares em detrimento do aumento patrimonial dos proprietários (Demsetz, 1983; Shleifer & Vishny, 1986).

A teoria da agência sugere que gestores se envolvem em estratégias de F&A para promover diversificação e reduzir o valor esperado dos acionistas, aumentando seus benefícios particulares. Esses motivos incluem o aumento de poder e prestígio em empresas maiores (Jensen, 1986; Stulz, 1990), a formação de impérios, a remuneração atrelada ao tamanho da empresa (Murphy & Jensen, 2018) e a maior influência nas decisões (Shleifer & Vishny, 1986).

Amihud e Lev (1999) observaram que a diversificação como estratégia de crescimento através de F&A está relacionada à estrutura de controle corporativo, onde empresas com maior concentração de propriedade são menos diversificadas. Empresas com ações mais dispersas, predominantemente geridas por gestores, tendem a ter um nível maior de diversificação, pois esses gestores estão mais preocupados com a diluição do risco não sistemático, buscando

aquisições não relacionadas e diversificadas. Gerentes com participações maiores em uma única empresa tendem a diversificar participações por meio de aquisições que diluam seu risco.

Ainda segundo Amihud e Lev (1999), empresas com maior presença de proprietários estão mais preocupadas com o risco sistemático; tendo uma carteira de investimentos diversificada (Fama & Jensen, 1983a), procuram maximizar a riqueza dos acionistas através de maior monitoramento e controle sobre o gestor, reduzindo assim F&A que não estejam alinhadas com este propósito.

A questão da propriedade das ações pode ser determinante das ações do gestor em prol dos interesses dos acionistas, conforme Denis et al. (1999). Esses autores corroboram os achados de Amihud & Lev (1999), considerando que, se uma fração maior da empresa estiver de posse dos gestores e houver concentração de propriedade entre acionistas externos (provocando maior monitoramento), isso aumenta a probabilidade de atuação gerencial em favor dos interesses dos proprietários.

Observa-se uma relação entre a renda do gestor e o desempenho da empresa. Empiricamente, o estudo de Amihud & Lev (1999) confirma que o aumento da propriedade de ações pelo gestor tem inicialmente um efeito positivo nos resultados da empresa. No entanto, à medida que essa participação aumenta, o desempenho tende a se reduzir. No caso da remuneração por opções de ações, observa-se um aumento consistente de retornos anormais positivos na estratégia de F&A.

A teoria da firma, em conjunto com a teoria da agência, busca explicar o que é a firma e o que promove seu crescimento. Estudos indicam que a estratégia de F&A é um dos principais movimentos de expansão das empresas, mas que a estrutura de propriedade e o controle são determinantes para alinhar os interesses da gestão com os dos acionistas. Em termos de expansão por meio de F&A, a atuação do gestor muitas vezes pode destruir valor para os acionistas em ambas as empresas envolvidas na transação (Claessens et al., 2002; Morck et al., 1988).

Características como o nível de proteção legal ao acionista podem determinar como as empresas se organizam em termos de distribuição acionária. Como forma de proteção, empresas podem optar por concentrar ações nas mãos de poucos acionistas controladores, para afastar problemas de agência. Por outro lado, em mercados altamente concentrados, pode haver regulamentos que dificultem a ocorrência de F&A (Bauguess & Stegemoller, 2008; Holmen & Nivorozhkin, 2007; Shim & Okamuro, 2011).

2.2 Estrutura de Propriedade e Controle

Na seção anterior, verificou-se que estudos apontam a estrutura de propriedade das empresas como definidora para as estratégias de F&A. É possível observar que o controle das empresas emerge da forma como suas ações estão distribuídas. Segundo Aguilera e Crespi-Cladera (2016) e Bratton (2000), as "Grandes Corporações" do início do século cresceram através da captação de recursos de investidores que se tornaram proprietários e delegaram poderes a um gestor. Espera-se que esse movimento promova a pulverização das ações e que o controle das empresas não esteja mais nas mãos dos proprietários, mas dos gestores.

Apesar dessa perspectiva, estudos de La Porta et al. (1998); La Porta, Lopez-de-Silanes, et al. (2000) e Porta et al. (1997, 1999) apresentam outra realidade, identificando que, em determinados países, a distribuição de ações não ocorre de forma pulverizada. No artigo de La Porta et al. (1998), é investigado o modelo legal adotado nos países. Segundo os autores, em países cuja base legal é do tipo *common law* (origem inglesa), há maior proteção ao investidor, enquanto em países com base legal de direito civil romano (*code law*), a proteção é mínima. Os autores identificaram que, em países mais ricos, a aplicação da lei é mais efetiva, enquanto é de menor qualidade em países mais pobres. A pesquisa apontou ainda uma concentração acionária em países em desenvolvimento.

Em outro estudo, Porta et al. (1999), com base nos resultados anteriores sobre o tipo de base legal e as diferenças entre países pobres e ricos, buscaram identificar o panorama global dos níveis e tipos de concentração acionária. Novos achados colocaram em discussão os resultados de Berle e Means (1932), que embora tenham sido amplamente influentes, estudos subsequentes, como os de Demsetz (1983) e Shleifer & Vishny (1986), apresentaram evidências de uma maior concentração acionária em grandes empresas americanas, questionando o panorama anterior.

No estudo de La Porta et al. (1999), considerando 27 países, verificou-se uma alta taxa de empresas com elevada concentração acionária. Observou-se ainda a posse em grupos familiares e a atuação do Estado, como controladores na forma de pirâmides, onde o controle é exercido indiretamente por grandes players do mercado. Por fim, conforme estudos anteriores, a concentração é mais comum em países com menor proteção ao investidor.

Esses estudos lançam bases para futuras pesquisas sob um novo prisma sobre controle e estrutura de propriedade. Nesse novo cenário, o problema de separação entre propriedade e controle não ocorre entre gestor e acionista, mas entre acionista majoritário e acionista minoritário. Nesse caso, o acionista controlador é o gerente profissional, direcionado a monitorar a alta administração, da qual normalmente é o representante.

Assim, a expropriação ocorre em relação ao acionista minoritário, explicando por que os mercados de capitais são mais evoluídos em países com maior proteção legal aos acionistas minoritários. As empresas, nesse ambiente, têm mais segurança para buscar recursos dos investidores através da abertura de capital, e os próprios investidores se sentem mais seguros ao investir nessas empresas (Dargenidou et al., 2007; La Porta et al., 1998; Porta et al., 1999).

Com a perspectiva de uma nova configuração da relação de controle e propriedade, percebe-se que os mecanismos de proteção, no cenário em discussão, buscam garantir a proteção dos acionistas minoritários. A governança corporativa é um dos modelos através dos quais mercados e governos buscam equalizar as relações conflituosas entre as partes, cujos interesses são, muitas vezes, divergentes, em um contrato incompleto que não abrange todas as possibilidades da transação (Rajan & Zingales, 2000).

Nesse sentido, espera-se que os mecanismos de governança corporativa protejam os investidores externos — sejam acionistas, credores ou fornecedores — da expropriação pelos que controlam e conduzem os negócios (La Porta, Lopez-de-Silanes et al., 2000). Segundo Morck et al. (2005), a forte concentração de propriedade em famílias dominantes pode ter impactos macroeconômicos, como na taxa de inovação e no crescimento econômico, além de influenciar as políticas públicas de proteção aos direitos de propriedade.

O mercado brasileiro se insere na condição de país em desenvolvimento, onde existe uma baixa proteção ao investidor e alta concentração de ações nas mãos de poucos acionistas. Pesquisas têm verificado empiricamente a relação conflituosa entre acionistas majoritários e minoritários (Freitas et al., 2020; Marques et al., 2015; Silveira et al., 2008).

O mercado de F&A é influenciado pela estrutura de propriedade presente em determinado país, bem como pelos mecanismos que garantem proteção aos acionistas. Os instrumentos legais e de governança corporativa visam garantir a transparência das empresas, tanto em relação ao que é decidido internamente pelos gestores quanto ao que é divulgado ao público em geral. Do mesmo modo, espera-se que tais dispositivos ofereçam mais segurança aos acionistas quanto à possibilidade de perda de controle em aquisições "indesejadas"

(Aguilera & Crespi-Cladera, 2016; Anafiah et al., 2017; Gompers et al., 2003; Marques et al., 2015).

Apesar disso, os mesmos mecanismos utilizados para proteção podem conferir mais poder ao gestor ou ao acionista controlador, provocando um efeito contrário, conhecido como efeito "entrincheiramento". Estudos de Bebchuk et al. (2009), Elmagrhi et al. (2020) e Gompers et al. (2003) demonstram que certas regras nos modelos de governança corporativa visam garantir a manutenção da gestão atual da empresa, evitando prejuízos aos acionistas com a troca total de controle. Esse controle pode ser adquirido de forma negociada entre acionistas majoritários, prejudicando os minoritários (Antounian et al., 2021; Lambrecht & Myers, 2007). Esses mecanismos de governança, ao invés de protegerem os acionistas, podem reforçar o controle dos gestores ou acionistas majoritários, reduzindo a influência e os direitos dos minoritários. Assim, o efeito de entrincheiramento não apenas perpetua o controle, mas também pode prejudicar o valor da empresa e os interesses de acionistas menos influente.

2.3 O Ambiente Regulatório e a Questão da Estrutura de Propriedade no Brasil

As ondas de F&A são períodos em que se observa um aumento significativo no número de transações (Martynova & Renneboog, 2008). No mercado norte-americano, por exemplo, cinco ondas foram identificadas: a primeira, entre 1897 e 1904, foi caracterizada por fusões horizontais nos setores de aço, petróleo e transporte ferroviário; a segunda, entre 1916 e 1929, foi marcada por fusões verticais e conglomeradas nos setores automotivo, elétrico e alimentício; a terceira, entre 1965 e 1989, caracterizou-se por fusões conglomeradas nos setores de eletrônicos, aviação e energia; a quarta, entre 1992 e 2001, envolveu fusões horizontais nos setores de tecnologia da informação, telecomunicações e serviços financeiros; e a quinta, entre 2002 e 2007, foi marcada por fusões horizontais nos setores de energia, mineração e serviços públicos (Cho & Chung, 2022; Gugler et al., 2012; Guo et al., 2020; Martynova & Renneboog, 2008).

No contexto dessas ondas de F&A, observa-se que as empresas buscam aumentar seu potencial de produção, inovação, expansão e geração de valor para os acionistas (Berle, 1932; Coase, 1937; Knight, 2013; Zouboulakis, 2015; Williamson, 1973; Alchian & Demsetz, 1973). As variações que originam as ondas de F&A em um país podem ser fruto de condições econômicas, políticas e regulatórias, tratadas pela literatura científica como choques externos que influenciam os movimentos de F&A, criando oportunidades ou desafios. No Brasil, o movimento de F&A pode ser reflexo dessas variáveis que influenciam as decisões de

investimento (Dechow et al., 1996; Denis et al., 1999; Fama & Jensen, 1983b; Ince, 2024; Jensen & Meckling, 1976; Lambert, 1984; Miller & Sardais, 2011; Morck et al., 1990).

Dois cenários caracterizam esse relacionamento: em um deles, as ações da empresa são pulverizadas, fortalecendo o poder do gestor e caracterizando o conflito de agência. Espera-se um ambiente com alto nível de regulação voltada especialmente para a proteção do acionista, como verificado em países anglo-saxônicos, como Estados Unidos e Inglaterra, onde o controle pulverizado é disseminado, com regras que buscam maior transparência nas informações contábeis e maior rigor no controle das ações do gestor (Alchian & Demsetz, 1973; Bouvatier et al., 2014; Chung & Chan, 2012; Kadyrzhanova & Rhodes-Kropf, 2011; Margaritis & Psillaki, 2010; Porta et al., 1999; Sun et al., 2016).

Por outro lado, em mercados como os da América Latina, Europa Continental e Ásia, persiste a concentração acionária. Nesse caso, as ações estão em posse de poucos acionistas, geralmente famílias, o Estado e fundos de investimentos. O controle é exercido pelo acionista controlador, que detém a maioria das ações e maior presença nos negócios da empresa. Muitas vezes, o conflito de agência desloca-se do gestor e acionista para o acionista majoritário e minoritário. Verifica-se ainda uma fraca regulamentação de proteção ao acionista, que vê na concentração acionária uma forma de manter os propósitos da empresa com crescimento patrimonial e distante da atuação discricionária do gestor (Cascino et al., 2010; Holmen & Nivorozhkin, 2007; Kadyrzhanova & Rhodes-Kropf, 2011; La Porta, Lopez-de-Silanes et al., 2000; Porta et al., 1997; Shleifer & Vishny, 1986; Srinidhi & Liao, 2020).

Os mecanismos de governança corporativa também são moldados pelo nível de proteção ao investidor e pela estrutura de propriedade das empresas naquele mercado (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016; La Porta, Lopez-de-Silanes et al., 2000; Partyka & Lana, 2020; Rajan & Zingales, 2000). Em países como os Estados Unidos, com tradição de ações pulverizadas, espera-se mecanismos de proteção ao acionista mais firmes e impositivos, enquanto em países com concentração acionária, verifica-se um modelo mais flexível, visando o relacionamento entre acionistas majoritários e minoritários (La Porta, Lopez-de-Silanes et al., 2000; Pablo, 2009; Rossi & Volpin, 2004).

A relação entre F&A e o prêmio a ser pago ao acionista também é significativa. Segundo Marshall e Anderson (2009) e Rossi e Volpin (2009), em ambientes com menor proteção ao investidor, espera-se um valor menor a ser pago em um processo de F&A devido ao custo implícito de menor transparência das informações. Assim, países com concentração acionária tornam-se mais atraentes pelo prêmio na transação. Pablo (2009) confirma essa variação de

prêmio na América Latina, relacionando-a à forma como mecanismos de proteção garantem os direitos do investidor.

Em mercados com concentração acionária, geralmente com ações em posse de famílias e do Estado, há resistência em participar de transações de F&A que impliquem perda de controle. Estudos de Shim & Okamuro (2011) e Caprio et al. (2011) identificaram que empresas familiares buscam manter o controle nas F&A, aceitando essas transações apenas se mantiverem o controle. A probabilidade de envolvimento em F&A, onde o controle é reduzido, é menor em empresas familiares (Bauguess & Stegemoller, 2008; Holmen & Nivorozhkin, 2007; Renneboog & Vansteenkiste, 2019).

No Brasil, segundo Santos (2023), os percentuais de concentração acionária no maior acionista, nos três maiores e nos cinco maiores são respectivamente de 51,35%, 68,76% e 73,50%. Corroborando esses dados, Albanez e Schiozer (2022) identificaram uma concentração acionária de 69,13% para os três maiores acionistas. Freitas et al. (2020) indicam uma concentração acionária de 49,40% para um único acionista, 67,40% para até três acionistas e 70,7% para até cinco acionistas. Em média, a concentração no mercado brasileiro é de 70% quando considerado um número máximo de até cinco acionistas.

O Brasil pode ser inserido no grupo de países com alta concentração acionária, com propriedade concentrada especialmente em famílias e no Estado, e com baixa proteção ao acionista minoritário (Azevedo, 2018; Nogueira & Kabbach de Castro, 2020; Silva, 2017). Espera-se um mercado com transações de F&A sujeitas a normativos legais de proteção ao acionista minoritário, promovendo certa proteção contra ações discricionárias do gestor e preservando o poder familiar (Grillo et al., 2017; Partyka & Lana, 2020; Yoshizaki, 2018).

As transações de F&A podem ser impactadas pela evolução das empresas quanto à distribuição de ações no mercado. No contexto brasileiro, o cenário de F&A pode ser reflexo de variáveis como o segmento de participação na Bolsa de Valores Brasileira, onde níveis mais altos tendem a apresentar menor concentração acionária (Caixe & Krauter, 2013; Nogueira & Kabbach de Castro, 2020).

No quesito governança corporativa, Nogueira e Kabbach de Castro (2020) destacam algumas consequências de alta concentração acionária. Quanto maior a concentração, menores as chances de ocorrência de F&A, corroborando os achados de Shim e Okamuro (2011) e Caprio et al. (2011).

Os achados de Nogueira e Kabbach de Castro (2020) também indicam menor poder de participação nas decisões de F&A por parte dos acionistas minoritários, refletindo o menor

nível de proteção ao investidor, conforme apontado por Marshall e Anderson (2009) e Rossi e Volpin (2009). Esse fator aumenta a possibilidade de uma empresa brasileira se tornar alvo de uma F&A, considerando o valor menor do prêmio na transação.

Espera-se no modelo brasileiro um conflito entre a participação em F&A que implique perda de poder para os acionistas atuais (manutenção de poder) e a atração que suas empresas podem gerar, devido a preços mais baixos em comparação com empresas com modelo acionário pulverizado, sem a figura do acionista controlador.

2.4 Estudos Anteriores dos Determinantes das Empresas Alvos de F&A

O estudo da determinação de prováveis alvos de uma futura aquisição tem como um dos objetivos a obtenção de retornos anormais decorrentes da transação. A perspectiva de retornos anormais é fundamentada teoricamente e empiricamente nos estudos de Alexandridis et al. (2010); Barney (1988); Healy et al. (1992); Jensen e Ruback (1983); Moeller et al. (2004); Shleifer e Vishny (2003) e Yilmaz e Tanyeri (2016), com base na ideia de que a aquisição promove um aumento de sinergia e melhores resultados, principalmente na empresa alvo. Segundo esses autores, as possíveis melhorias se refletem na expectativa de uma F&A e se traduzem em retornos anormais no período próximo à efetiva aquisição ou fusão.

Com essa perspectiva, espera-se que identificar possíveis alvos de futuras F&A permita ao mercado obter ganhos ao incluir os ativos dessas empresas em suas carteiras. Destaca-se o estudo de Yilmaz e Tanyeri (2016), que, em uma abordagem global para uma amostra de 1992 a 2011, incluindo 47 países, identificou a presença de retornos anormais cumulativos (CAR) em transações de F&A. Os resultados desse estudo indicaram retornos médios de 6,9% para os alvos e 1,4% para os licitantes. Além disso, indicaram que as F&A que envolvem troca de controle geram maior valor, corroborando a função do mecanismo de governança exercido pela F&A sobre a má gestão de negócios (Claessens et al., 2002; Jensen, 1988).

O estudo seminal de Palepu (1986) investigou a probabilidade de uma empresa ser alvo de uma aquisição. O autor procurou avançar em estudos anteriores de Belkaoui (1978); Castagna e Matolcsy (1976); Dietrich e Sorensen (1984); Simkowitz e Monroe (1971) e Stevens (1973), utilizando novas metodologias, uma vez que esses estudos usavam principalmente a análise discriminante e informações financeiras como possíveis determinantes. Palepu (1986) verificou que os autores apontavam indicadores financeiros como melhores previsores de

empresas alvo e que esses proporcionavam retornos anormais com maior precisão do que o estimado pelo mercado de capitais através de estudos de eventos.

Em seu trabalho, Palepu (1986) fez uma análise mais profunda através do modelo logit binomial, buscando obter mais robustez nos resultados. Ele considerou que o mercado de ações não conseguia prever com precisão os retornos anormais esperados das empresas sujeitas a F&A, conforme os estudos anteriores. Assim, Palepu analisou e avançou nas metodologias empregadas anteriormente, avaliando o poder preditivo do modelo em relação à previsão do mercado acionário e utilizando os retornos anormais esperados, incorporando variáveis sugeridas na literatura.

A amostra de Palepu (1986) utilizou 163 alvos e 256 não-alvos de F&A listados na bolsa de Nova York. Apesar da validação do modelo, ele apresentou baixo poder explicativo. Verificou-se que as empresas previstas como possíveis alvos não reportaram os retornos anormais esperados quando inseridas em uma carteira de investimentos, não trazendo melhores resultados do que as previsões obtidas pelo mercado de capitais através da metodologia de estudo de eventos.

Palepu (1986) apontou como determinantes para uma empresa se tornar alvo de uma F&A: retorno excedente médio das ações e retorno sobre o patrimônio (indicadores da ineficiência da gestão), relação entre recursos e crescimento (representada pelas vendas, liquidez e alavancagem), setor, tamanho, market-to-book e a relação preço/lucro (P/E). Os resultados indicaram que o excesso de retorno médio, a relação recursos/crescimento em desequilíbrio e as empresas menores aumentam a probabilidade de uma empresa se tornar alvo de uma F&A. Por outro lado, as hipóteses de market-to-book e P/E não foram significativas, enquanto a hipótese setor foi negativa, sugerindo um modelo de F&A aleatório.

O estudo de Espahbodi & Espahbodi (2003) investigou a eficácia de diferentes procedimentos de classificação na previsão de aquisições corporativas, comparando vários modelos estatísticos para identificar possíveis alvos de aquisição. Os autores compararam quatro diferentes modelos de escolha binária: logit, probit, análise discriminante e particionamento recursivo (árvore de decisão) para prever quais empresas seriam alvos de aquisições. A pesquisa foi baseada em empresas listadas em bolsas de valores dos EUA, com dados coletados nos últimos meses de 1997 e validados com eventos ocorridos nos primeiros meses de 1998. O modelo de particionamento recursivo mostrou-se superior aos outros modelos na amostra de teste, embora sua acurácia tenha caído significativamente na validação. Apesar

do avanço, todos os modelos enfrentaram desafios em prever aquisições corporativas com alta precisão, ressaltando a complexidade desse tipo de análise preditiva.

Powell (2015) revisitou o artigo de Palepu (1986) e propôs uma nova abordagem na análise da probabilidade de uma empresa ser alvo de uma F&A. Segundo Powell, a previsão de aquisições antecipadamente só será útil se estas superarem os retornos anormais previstos pelo mercado. No entanto, estudos anteriores de Barney (1988); Dietrich e Sorensen (1984); Palepu (1986) e Powell (1997) não encontraram evidências de retornos anormais significativos, sugerindo que o mercado já incorporou a previsão nos preços das ações.

Com base nessas verificações, Powell (2015) realizou uma análise metodológica multinominal, separando as empresas alvo em aquisições amigáveis e indesejadas. Segundo Morck et al. (1988) e Powell (1997), a abordagem apropriada seria a separação em grupos: aquisições disciplinares (indesejadas) e sinérgicas (amigáveis). Para separar os grupos, Powell utilizou a premissa de que um alvo indesejado é aquele que rejeitou uma oferta inicial de aquisição. Outra forma de identificação foi a taxa de remoção da alta gestão após a F&A; quanto maior a rotatividade, mais próxima está uma aquisição de ser indesejada (Dahya & Powell, 1998).

Powell também ajustou o corte utilizado para separar as empresas que seriam incluídas em um portfólio de investimento como possíveis alvos, visando maximizar a proporção de empresas alvo na carteira. Ele mudou o benchmark para verificar o desempenho da carteira, não utilizando apenas o índice de mercado, mas considerando as empresas presentes em determinada bolsa.

Além dos determinantes usados por Palepu (1986), Powell (2015) acrescentou o fluxo de caixa livre (FCF), levantando a hipótese de que empresas com excelente desempenho e alto valor de caixa podem se tornar alvos de aquisições. Ele também considerou o percentual de ativos fixos tangíveis, uma proxy para maior endividamento, pois esses ativos servem como garantias e podem ser distribuídos entre os adquirentes.

Os resultados da pesquisa de Powell (2015) indicam que as aquisições indesejadas são mais direcionadas para empresas maiores e com menor liquidez, enquanto as aquisições amigáveis são direcionadas para empresas menores, com maior desequilíbrio entre crescimento e recursos. O modelo multinomial apresentou melhores níveis de significância e maior poder explicativo. Os determinantes capturados pelo modelo foram: menor liquidez e maior desequilíbrio entre crescimento e recursos, que aumentam a probabilidade de uma F&A. Com relação aos retornos anormais, as aquisições indesejadas demonstraram melhor performance

em relação às aquisições amigáveis, mas ambos foram significativos. De modo geral, os resultados demonstram melhor acurácia do modelo logit multinomial em relação ao binomial.

Sob o olhar do ambiente institucional e regulatório, verifica-se a presença de diferenças entre os mercados que podem ser determinantes na decisão estratégica de uma F&A. La Porta et al. (1998; 1999; 2000) postulam as diferenças legais e normativas entre países desenvolvidos e em desenvolvimento, sendo os primeiros mais maduros e com instituições mais fortalecidas na proteção ao investidor. Por outro lado, os mecanismos de proteção presentes em países em desenvolvimento são mais frágeis, o que contribui para um mercado de capitais menos desenvolvido. Ainda é possível verificar que um sistema legal de forte proteção ao investidor leva a um sistema de governança corporativa mais eficaz.

A partir das evidências de La Porta et al. (1998; 1999; 2000), o estudo de Rossi e Volpin (2004) investigou os determinantes das F&A no mundo, considerando uma amostra de 49 países com diferenças nas leis de proteção ao acionista. Os autores identificaram inicialmente um volume maior de transações do tipo F&A entre países com melhores padrões de contabilidade e maior proteção ao acionista, indicando que os ambientes mais propícios para a F&A são aqueles com melhor governança corporativa. Verificou-se, também, que as aquisições do tipo "indesejadas" são mais comuns em ambientes com maior proteção, o que é justificado pelo fato de que a tomada de controle é mais contestável e tem menos benefícios privados. Os níveis de maior proteção serão aqueles em que a liberdade discricionária do gestor é limitada, assim não haverá mecanismos que dificultem a retirada de controle, favorecendo a possibilidade de troca de uma gestão por outra de melhor qualidade. Isso é coerente com a dificuldade de aquisições indesejáveis em países com menor proteção ao investidor, que se utilizam da forte concentração acionária como forma de proteção.

Na análise das transações do tipo internacionais, Rossi e Volpin (2004) verificaram que as empresas alvo são normalmente provenientes de países com menores níveis de governança do que os países de seus adquirentes. Segundo os autores, isso se deve ao fato de que os valores a desembolsar (prêmios) são menores do que para aquisição de empresas com alto nível de proteção aos investidores. Os resultados indicam que os mecanismos de proteção ao acionista minoritário são determinantes para atenuar as práticas de aquisições do tipo "indesejadas", tendo em vista a expropriação de direitos.

Complementando os achados de Rossi e Volpin (2004), a pesquisa de Bris e Cabolis (2008) encontrou resultados positivos na ocorrência de uma aquisição cross-border em países com diferentes níveis de proteção ao investidor. Considerando uma amostra de 39 empresas de

41 países, no período de 1990 a 2001, os autores identificaram que os modelos de governança corporativa das empresas alvos são aprimorados aos níveis da adquirente, e que essas empresas são, então, valorizadas pelo mercado.

Pode-se destacar, com base nos resultados obtidos nas pesquisas anteriores sob a ótica do sistema de proteção legal, normalmente atribuído aos modelos de governança corporativa, que estes são determinantes na viabilização das F&A. Neste ponto, o destaque é para que os prêmios a serem pagos, inclusos nas ofertas dos adquirentes, serão maiores quando a proteção ao acionista minoritário for mais forte, conforme apontado por Rossi e Volpin (2004) e confirmado nos estudos de Martynova e Renneboog (2008), que verificaram que os acionistas-alvos recebem prêmios de aquisição mais altos nos países com regulamentações mais fortes – e nestes casos coerentes com os achados de La Porta et al. (1999; 2000), que afirmam que esses países são mais desenvolvidos.

Diante dos resultados expostos, espera-se, portanto, que, em países em desenvolvimento, a proteção ao investidor seja menos eficiente, e, ainda, que os mecanismos de governança não produzam maior confiança no investidor, o que leva, em última instância, a prêmios de aquisição mais baixos em relação aos países desenvolvidos. Com base nesta perspectiva, o estudo de Marshall e Anderson (2009) examina situação semelhante na Nova Zelândia e seus achados confirmam a expectativa da relação entre a regulamentação legal de proteção ao investidor e o prêmio a ser pago. Segundo os autores, houve naquele país uma melhora profunda na regulamentação sobre F&A, que era tida como mais fraca. Analisando o período de 1983 a 2006, em que houve três períodos de diferentes modelos regulatórios, atentou-se para os anúncios de F&A envolvendo a tomada de controle, ou seja, os adquirentes que detinham menos de 50% antes da transação e passaram a ter mais de 50% depois. Os resultados confirmam os achados de Rossi e Volpin (2004), de que uma melhor regulamentação de proteção ao acionista proporciona maiores valores de prêmios a serem ofertados, bem como proporciona maiores retornos dos anúncios de F&A, uma vez que se observou uma relação positiva entre estes com a evolução do modelo regulatório.

Ainda corroborando com as pesquisas de Rossi e Volpin (2004), o estudo de Pablo (2009) realiza a mesma investigação nos países da América Latina. Pablo (2009) caracteriza as F&A transfronteiriças como aquelas que envolvem dois países diferentes e neste ponto destaca as vantagens de expansão internacional e das alianças estratégicas, ressaltando a necessidade de pagamento de um prêmio para a obtenção do controle. Pablo aponta também para o fato de que a utilização de melhores práticas no ambiente de negócios, como mais respeito pelos

direitos de propriedade e investimento estrangeiro e menos intervenção estatal, aumentam as possibilidades de as empresas participarem de transações internacionais.

O estudo de Xie et al. (2017) destaca como o ambiente legal e regulatório pode influenciar as fusões e aquisições. Primeiramente, as empresas localizadas nos Estados Unidos e Reino Unido tendem a buscar parceiros de F&A em países com o mesmo nível de desenvolvimento institucional. Por outro lado, as empresas de outros países ocidentais expandiram-se para países em desenvolvimento. Os autores explicam que essa expansão está pautada no fato de que o menor rigor normativo e legal reduz os custos das transações de F&A, especialmente os custos tributários.

O estudo de Katsafados et al. (2023) investiga o papel das informações textuais na previsão de fusões e aquisições (M&As) de bancos nos Estados Unidos. Utilizando uma amostra de 9.207 observações anuais de bancos dos EUA entre 1994 e 2016, a pesquisa aplica modelos de machine learning para prever bancos adquirentes e alvos, combinando informações textuais extraídas de relatórios anuais dos bancos com variáveis financeiras. Os autores descobriram que a inclusão de informações textuais melhora significativamente o desempenho dos modelos, especialmente na previsão de futuros adquirentes, uma área pouco explorada na literatura existente.

Estudos anteriores, como os de Palepu (1986), focaram na identificação de características financeiras que poderiam prever M&As, utilizando variáveis como o valor de mercado do patrimônio líquido e a volatilidade dos retornos. Powell (2001) avançou nessa linha ao incorporar técnicas estatísticas para melhorar a previsão de alvos de aquisição. Em termos metodológicos, Katsafados et al. (2023) avançaram significativamente ao integrar análise textual e financeira, aplicando modelos de aprendizado de máquina mais sofisticados, como regressão logística regularizada e suporte vetorial de máquina, e métodos de processamento de linguagem natural para transformar informações textuais em características numéricas, melhorando a precisão preditiva.

Portanto, podem ser determinantes para uma empresa se tornar alvo de uma aquisição o fato de estar localizada em países em desenvolvimento e/ou possuir mercados de capitais incipientes, bem como instrumentos normativos e de governança corporativa menos eficazes. Outros fatores, como excesso de retorno médio, relação crescimento/recursos em desequilíbrio e tamanho menor, aumentam a probabilidade de uma empresa se tornar alvo de uma F&A. A disponibilidade de fluxo de caixa livre (FCF), percentual de ativos fixos tangíveis mais alto e endividamento também podem determinar um alvo de F&A. Espera-se, ainda, que a estrutura

de propriedade, no tocante à concentração acionária em poucos acionistas, bem como os tipos de acionistas majoritários, como o Estado e famílias, sejam determinantes na escolha de um alvo no processo de F&A.

Esses fatores podem fazer parte dos mecanismos que reduzem ou eliminam a possibilidade de uma empresa se tornar alvo de uma F&A. A necessidade de manutenção do poder pode ser o principal fator que impulsiona a gestão a criar ferramentas que afastem as chances de a empresa ser adquirida e seu controle substituído. Tais mecanismos, além de propiciar o afastamento da F&A "indesejada", podem refletir na blindagem do acionista-controlador ou gestor e, por fim, impactar nos resultados da empresa.

No tocante à utilização dos modelos na determinação das características de empresa alvo, a literatura tem evoluído com a incorporação de novas variáveis e na robustez dos modelos. Observa-se que a modernização dos modelos preditivos tem permitido obter resultados mais acurados e precisos. A evolução das empresas, a disponibilidade de informações e a padronização destas têm permitido avanços na construção de um compêndio de variáveis que realmente ajudam na predição de possíveis alvos de uma F&A.

2.5 Evolução dos Estudos de Aplicação dos Modelos de Determinantes de uma F&A

A partir do Quadro 1, observa-se a evolução dos estudos que trataram da identificação dos determinantes de F&A. É possível verificar a progressão do uso de modelos, desde o modelo estatístico de análise univariada (Taussig & Hayes, 1968), análise discriminante (Simkowitz & Monroe, 1971; Smyth et al., 1972; Wansley et al., 1983; Espahbodi & Espahbodi, 2003), modelo probit (Kuehn, 1975; Espahbodi & Espahbodi, 2003; Cremers et al., 2009), logit binomial e/ou multinomial (Palepu, 1986; Ambrose & Megginson, 1992; Powell, 1997; Danbolt et al., 2016; R. Powell, 2015b), cruzamento entre todos os modelos, redes neurais e aprendizado de máquina (Katsafados et al., 2024; Pasiouras & Tanna, 2010; Rodrigues & Stevenson, 2013). Com efeito, a evolução na utilização de modelos diferenciados buscava sempre aumentar a capacidade de identificar determinantes mais eficientes.

Neste contexto, esses trabalhos evidenciaram contribuições significativas para o estudo dos determinantes, a saber, Palepu (1986), Espahbodi e Espahbodi (2003), Stevenson e Rodrigues (2013), Powell (2015b), avançando no nível de eficiência dos determinantes em relação aos trabalhos anteriores. Em Palepu (1986), são apontadas as falhas de modelos anteriores. O estudo de Palepu (1986) forneceu insights significativos sobre as limitações dos modelos preditivos existentes para alvos de M&A e introduziu correções metodológicas, por

meio do modelo logit, que podem melhorar a confiabilidade de pesquisas futuras nesta área. Além disso, o estudo de Palepu promoveu melhorias no manuseio de distribuições enviesadas, na validação do modelo e na estimativa da taxa de erro. Apesar do avanço, Palepu (1986) identificou dificuldades na previsão de alvos de F&A.

Aliado à mudança dos modelos, observa-se a introdução de variáveis que poderiam ter um relacionamento direto com a chance de uma empresa se tornar alvo de uma F&A. Partiu-se, então, das variáveis tidas como financeiras, como o retorno sobre o patrimônio, dividendos, tamanho, alavancagem, lucratividade e liquidez. Foram consideradas, também, variáveis de mercado, como o setor de atuação, market-to-book, preço/lucro e Q de Tobin, de modo a analisar como essas variáveis se comportam nos casos de F&A. Por fim, verificou-se a introdução das variáveis que tratam dos mecanismos *anti-takeover* em Espahbodi e Espahbodi (2003), que utilizaram a maioria dos modelos citados anteriormente. Chegou-se, então, à análise obtida no trabalho de Powell (2015b), que revisitou seu próprio trabalho de 1997, incluindo a questão das F&A do tipo indesejadas.

Em Espahbodi e Espahbodi (2003), foram utilizados quatro modelos: logit, probit, análise discriminante e particionamento recursivo (árvore de decisão) para prever quais empresas seriam alvos de aquisições. A principal inovação do estudo foi a aplicação e comparação do particionamento recursivo, uma técnica não paramétrica que não requer suposições sobre a distribuição das variáveis. Isso representou um avanço significativo, especialmente considerando o desempenho superior desse modelo em relação às técnicas paramétricas tradicionais. Embora o modelo de particionamento recursivo tenha superado os demais em termos de precisão na amostra original, sua acurácia caiu significativamente no teste de validação. Segundo os autores, isso demonstrou a dificuldade de previsão de alvos de F&A com boa acurácia, mas também destacou que o modelo não paramétrico lidou melhor com a complexidade dos dados em comparação aos modelos paramétricos.

O Quadro 1 descreve de forma resumida a evolução histórica da modelagem utilizada para a detecção dos determinantes de uma F&A.

Quadro 1: **Evolução histórica da modelagem para previsão de alvos *takeovers***

Autor/Ano	Modelagem	Variáveis Determinantes
Taussig & Hayes (1968)	Análise univariada	Retorno sobre o patrimônio (ROE), dividendos.
Simkowitz & Monroe (1971)	Análise discriminante	P/E (*price*/*earnings*), dividendos e tamanho.

Quadro 1: **Evolução histórica da modelagem para previsão de alvos *takeovers* (continuação).**

Smyth *et al*. 1972)	**Análise discriminante**	**Alavancagem, Lucratividade, P/E (*price*/*earnings*), dividendos.**
Stevens (1973)	Análise fatorial e análises discriminantes múltiplas	Alavancagem e lucratividade e liquidez
Kuehn (1975)	Modelos lineares de probabilidade e probit	Lucratividade, liquidez e crescimento.
Wansley *et al*. (1983)	Análise discriminante	Lucratividade, tamanho, alavancagem, idade, liquidez, P/E (*price*/*earnings*), crescimento, dividendos.
Palepu (1986)	Logit binomial	Lucratividade, tamanho, alavancagem, idade, liquidez, P/E (*price*/*earnings*), crescimento, dividendos, retorno sobre o patrimônio (ROE), crescimento, setor, tamanho, *market-to-book.*
Ambrose & Megginson (1992)	Logit binomial	Ativos fixos.
Powell (1997)	Logit multinomial	Lucratividade, tamanho, alavancagem, idade, liquidez, P/E (*price*/*earnings*), crescimento, dividendos, retorno sobre o patrimônio (ROE), crescimento, setor, tamanho, *market-to-book* . Analisa F&A hostis x amigáveis.
Espahbodi & Espahbodi (2003)	Testes não paramétricos (particionamento recursivos) e paramétricos (análise discriminante, logit, probit)	Lucratividade, tamanho, alavancagem, idade, liquidez, P/E (*price*/*earnings*), crescimento, dividendos, retorno sobre o patrimônio (ROE), crescimento, setor, tamanho, *market-to-book*, mecanismos *anti-takeover* (*poison pills, golden parachutes*, direitos de propriedade, *golden parachutes), f*luxos de caixas livres e valor de mercado.
Ouzounis *et al*., 2009; Pasiouras *et al*., 2008; Pasiouras & Tanna (2010)	Testes não paramétricos de previsão utiliés additives discriminats (UTADIS), redes neurais e máquinas de vetores.	Lucratividade, tamanho, alavancagem, idade, liquidez, P/E (*price*/*earnings*), crescimento, dividendos, retorno sobre o patrimônio (ROE), crescimento, setor, tamanho, *market-to-book.*

Quadro 1: **Evolução histórica da modelagem para previsão de alvos *takeovers* (continuação).**

Cremers *et al*, (2009)	**Probit**	**Q. Tobin, ativos tangíveis, tamanho, alavancagem e retorno sobre o patrimônio (ROE).**
Stevenson e Rodrigues (2013)	Utiliza combinações de previsões provenientes de vários modelos de previsão não-lineares, como modelos logísticos e redes neurais, para reduzir o erro de classificação fora da amostra.	Retornos sobre ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio (ROE relação dívida/capital e cobertura de juros; rotatividade de ativos , EBIT; *market-to-book.,* liquidez, endividamento, crescimento e dividendos.
Danbolt *et al*., 2016; Powell (2015b)	Logit multinomial/binomial	Lucratividade, tamanho, alavancagem, idade, liquidez, P/E (*price*/*earnings*), crescimento, dividendos, retorno sobre o patrimônio (ROE), crescimento, setor, tamanho, *market-to-book.*
Katsafados *et al*. (2024)	Aplicaram-se vários modelos, como regressão logística, máquinas de vetor de suporte e redes neurais, para prever licitantes e alvos de fusões	Retornos sobre ativos (ROA), retorno sobre o patrimônio (ROE); endividamento; rotatividade de ativos , EBIT; *market-to-book.,* liquidez, endividamento, crescimento e dividendos.

Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

Em um avanço significativo em relação aos trabalhos anteriores, como os de Palepu (1986), Powell (1997) e Espahbodi e Espahbodi (2003), Stevenson e Rodrigues (2013) introduziram uma combinação de previsões em vez de confiar em um único modelo de previsão. Enquanto Palepu focou em correções metodológicas para melhorar a acurácia das previsões e Espahbodi e Espahbodi (2003) compararam diferentes modelos estatísticos para prever aquisições, o trabalho de Stevenson e Rodrigues (2013) utilizou uma abordagem multinomial para diferenciar tipos de aquisições, de modo semelhante ao que faz Powell, inovando com a combinação de previsões (modelos de previsão não lineares, como modelos logísticos e redes neurais) para melhorar a robustez e a precisão.

Comparando os estudos anteriores com uma abordagem mais atual, Katsafados et al. (2024) avançaram ao integrar informações textuais com variáveis financeiras e aplicar técnicas de aprendizado de máquina mais sofisticadas e múltiplas em comparação aos modelos

tradicionais usados nos outros estudos. Katsafados et al. abordaram a opacidade do setor bancário, um fator menos considerado explicitamente nos outros artigos.

Os estudos sobre previsão de fusões e aquisições (F&A) revelam uma evolução significativa nos métodos e variáveis utilizadas. Enquanto Palepu (1986) focou em correções metodológicas para abordar falhas em modelos anteriores, Espahbodi e Espahbodi (2003) compararam a eficácia de diferentes modelos estatísticos, destacando a superioridade do particionamento recursivo. Powell (2015) introduziu uma abordagem multinomial que distingue entre aquisições hostis e amigáveis, aumentando a precisão das previsões. Stevenson e Rodrigues (2013) avançaram ao combinar previsões de múltiplos modelos para melhorar a robustez e acurácia, enquanto Katsafados et al. (2024) inovaram ao integrar informações textuais com variáveis financeiras em modelos de aprendizado de máquina, abordando a opacidade no setor bancário. Esses avanços refletem uma tendência de incorporar novas tecnologias e tipos de dados para aprimorar a precisão na identificação de alvos de F&A, marcando um progresso significativo sobre os métodos mais tradicionais focados apenas em variáveis econômico-financeiras.

2.6 Estudos Anteriores de F&A no Brasil

O processo de F&A no Brasil se intensificou em meados dos anos 1991 e teve como principais marcos a abertura de mercado na década de 80, visando enfrentar a crise político-econômica, e a criação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), em 1994, com o objetivo de evitar a formação de conglomerados (Almada; Policarpo, 2016).

A produção científica no Brasil durante o período de 2000 até 2018 totalizou 72 publicações, concentradas especialmente nos últimos cinco anos desse intervalo (Calil et al., 2020). Segundo o estudo de Calil et al. (2020), notam-se quatro temas pesquisados: processo de F&A (antecedentes, implementação e fatores subsequentes); resultados de F&A (fracassos e impactos); F&A e o processo de gestão (aspectos organizacionais, culturais, interculturais, dimensão sentimental de gestores e funcionários, relações de poder e gênero); F&A em diferentes estruturas e modelos (a gestão familiar, a questão cross-border e estudos de pequenas e médias empresas); e pesquisa em F&A (estudos de casos múltiplos, recorte longitudinal, estudos comparados e abordagens críticas).

O estudo de Miranda & Martins (2000) traça um perfil das atividades de F&A nos primórdios dessas transações no Brasil. Analisando o período entre 1991 e 1999, identificou-se

que foi possível o ingresso de capital estrangeiro no país com a aquisição de empresas brasileiras por empresas e subsidiárias estrangeiras, representando um valor de US$ 23 milhões. Destaca-se também a venda de empresas estatais, que fizeram parte do processo de privatização, correspondendo a 95 das 663 realizadas no período.

Os resultados das F&A sob a ótica dos gestores e demais envolvidos foram obtidos por Vasconcellos e Kish (1997). Neste estudo, os autores utilizaram como amostra 54 F&A ocorridas até aquele momento: 20 do tipo internacional, 20 nacionais e 14 de empresas estrangeiras já operando no Brasil. Os resultados indicaram que boa parte do fracasso nas F&A estudadas refere-se ao reducionismo da prática a resultados financeiros e estratégicos de crescimento, sem considerar a percepção dos agentes envolvidos, levando a traumas pós-F&A que comprometem os resultados esperados.

Ainda sobre os resultados esperados nas transações de F&A, o estudo de Camargos e Barbosa (2009) propôs verificar se as F&A ocorridas no Brasil promoviam a criação de valor e sinergia para as partes envolvidas. A amostra consistiu em empresas brasileiras listadas na B3 que passaram por processos de F&A no período pós-plano real entre 1996 e 2004, totalizando 76 empresas e 74 transações. Os resultados mostraram melhorias nos indicadores das empresas adquirentes, bem como no potencial sinérgico de produção e na maximização de valor das partes envolvidas. Em contraponto ao estudo de Camargos e Barbosa (2009), o estudo de Motta et al. (2013) teve como objetivo verificar a criação de valor, porém com uma amostra de operações ocorridas entre 2005 e 2010, envolvendo 60 empresas e 30 operações. Os resultados não apontaram mudanças significativas nos mesmos indicadores, sugerindo que as F&A não surtiram os efeitos esperados no período analisado.

O desempenho pós-F&A também foi analisado em transações cross-border envolvendo empresas brasileiras no estudo de Bortoluzzo et al. (2014), que visou verificar se esse tipo de F&A proporcionava melhores resultados financeiros para as empresas. Além da questão da sinergia, foi analisado o fator aprendizado, em que uma série de aquisições pode trazer, no longo prazo, uma queda nos ganhos inicialmente obtidos. O fator ambiente institucional também foi inserido na análise, considerando os ganhos de F&A em países mais desenvolvidos e com a perspectiva de inserção em países com tecnologias e ativos específicos. Com uma amostra abrangendo o período de 1994 a 2008, sendo 57% das operações do tipo cross-border, com 67 negociações e 25 empresas, o resultado captou um melhor desempenho financeiro para as empresas envolvidas nas transações internacionais.

Corroborando a perspectiva da geração de valor e sinergia para as empresas, um estudo de Bomfim & Callado (2016) investigou uma amostra de F&A ocorridas entre 2008 e 2014, envolvendo 68 empresas e 120 operações. A pesquisa relacionou o melhor desempenho com o crescimento interno e o crescimento via F&A, indicando que o desempenho baseado no crescimento interno foi maior do que quando realizada a F&A. Segundo os autores, as sinergias operacionais e financeiras obtidas nas F&A compensaram o crescimento não obtido por meio dos ativos adquiridos. Pode-se concluir, ainda, que houve ganhos de sinergia em F&A de empresas do mesmo setor.

O fator empresa familiar e concentração acionária, presente no ambiente brasileiro, é visto como um empecilho para a participação em F&A, pois pressupõe-se tratar de uma operação de risco que pode impactar a perpetuação do patrimônio familiar, seja com a perda do controle ou com resultados negativos. Com base nesse aspecto, o estudo de Moura e Beuren (2017) investigou a relação da influência da estrutura e gestão familiar nas F&A. A amostra incluiu 338 empresas no período de 2007 a 2012. Os resultados indicaram menor participação de empresas familiares em eventos de F&A e que o percentual de empresas adquirentes era maior que o de empresas familiares, sendo o oposto no caso das adquiridas. Observou-se, portanto, um posicionamento ativo nas transações de F&A por parte das empresas familiares e uma resistência em se envolver nesses processos.

No quesito de mecanismos de governança, um trabalho de Toigo et al. (2018) abordou a questão do aprimoramento desses mecanismos nas transações de F&A para as empresas envolvidas. O estudo foi conduzido através de uma amostra de empresas envolvidas em F&A no período de 2006 a 2010, nas quais houve troca de controle. Trata-se de uma análise pré e pós-F&A, com reestruturação societária, sendo identificados 42 casos. Os resultados indicaram variação em alguns mecanismos, como a presença de membros externos no conselho, aumento dos membros e aumento do mandato do conselho fiscal. Os resultados também mostraram melhoria nos indicadores e nos resultados para os acionistas, sugerindo uma redução dos conflitos entre gestores e acionistas.

Corroborando com o estudo de Moura e Beuren (2018), outro trabalho realizado por Nogueira e Kabbach de Castro (2020) investigou o efeito da estrutura acionária nas decisões de F&A, considerando a concentração acionária característica do mercado brasileiro. A amostra foi constituída por 429 empresas listadas na B3 de 1998 a 2007. Os resultados confirmam a concentração acionária das empresas, sendo os principais acionistas controladores familiares ou o Estado. Verificou-se, ainda, uma relação negativa da probabilidade de participação dessas

empresas em transações de F&A, dada a relutância dos controladores em adotar mecanismos que reduzem seu controle.

2.7 O Efeito e o Índice de Entrincheiramento

As aquisições "indesejadas" ocorrem quando o controle de uma empresa é obtido pela aquisição da maioria das ações disponíveis no mercado, normalmente sem negociação entre os controladores atuais e os novos controladores (Jensen, 1988). Tais aquisições costumam acontecer quando os resultados da gestão atual da empresa-alvo são ruins ou quando os mecanismos de governança são fracos, incapazes de alinhar as ações dos gestores com as expectativas dos acionistas (Hasbrouck, 1985; Morck et al., 1990; Palepu, 1986).

Martynova e Renneboog (2008) estudaram a presença de ondas de F&A ao longo do último século e identificaram o aumento e declínio das F&A "indesejadas". Segundo os autores, o declínio ocorrido na década de 1980 nos mercados americano e inglês resultou de mudanças regulatórias com a utilização de medidas *anti-takeover*. Eles ressaltam a importância do avanço dos modelos de governança corporativa que incorporam medidas para afastar aquisições indesejadas. Esses mecanismos ajudam a evitar aquisições motivadas por má administração e perda de valor de mercado, fatores que atraem adquirentes.

Ainda segundo o mesmo estudo, a Europa Ocidental vivenciou dois momentos distintos em relação às F&A: um período com praticamente nenhuma aquisição "indesejada" na década de 1980 e um forte crescimento na década de 1990. Martynova e Renneboog (2008) atribuem essa situação às mudanças no sistema regulatório que promoveram maior dispersão acionária e no controle das empresas, além do incentivo à privatização, desregulamentação e criação de novos mercados.

Os resultados citados se alinham aos obtidos por Bauguess e Stegemoller (2008), Holmen e Nivorozhkin (2007), Shim e Okamuro (2011) e Caprio et al. (2011). Esses pesquisadores confirmam a relação entre a estrutura de propriedade e controle com as possibilidades de F&A. A presença de mecanismos *anti-takeover* pode dificultar ou inviabilizar aquisições "indesejadas". A legislação *anti-takeover* pode surgir de regulamentos legais dos países para aumentar a proteção aos acionistas, seja contra a expropriação por gestores em mercados com ações pulverizadas, seja contra a expropriação de acionistas minoritários por majoritários em mercados com alta concentração acionária (Aguilera; Crespi-Cladera, 2016; Anafiah et al., 2017; Claessens et al., 2002; Lundqvist et al., 2019).

Os regulamentos podem ser leis impositivas às empresas ou mecanismos de governança corporativa que promovam menor assimetria de informações entre os stakeholders. O tipo de distribuição das ações, se concentradas ou pulverizadas, será um determinante das práticas de governança corporativa. Os mecanismos *anti-takeover* têm como foco proteger a administração diante da possibilidade de uma F&A que implique em uma troca de poder (Karpoff et al., 2017). Com base nesse pressuposto, Tsang et al. (2021) verificam que a presença de listagens cruzadas em diferentes bolsas pode isolar as empresas de aquisições "indesejadas" ao aumentar os custos e barreiras para os adquirentes, confirmando os estudos de Kastiel e Libson (2019).

As listagens cruzadas referem-se à possibilidade de uma empresa listar suas ações em mercados diferentes. Segundo os autores, com a listagem em vários mercados, há a necessidade de sujeitar-se a diversos normativos que garantam forte proteção ao investidor. Nesse caso, uma possível aquisição obrigaria os potenciais adquirentes a incorrer em maiores custos nos processos de F&A, dificultando aquisições indesejadas.

Conclui-se que os mecanismos *anti-takeover* estão presentes no mercado de atuação das empresas em maior ou menor número, seja por determinação legal, seja por mecanismos de governança corporativa. Espera-se ainda um efeito desses mecanismos nas ações dos atores que detêm o controle e gestão dos negócios, uma vez que o objetivo é a manutenção desse controle. Essa manutenção visa resguardar os direitos dos acionistas, pois uma troca de gestão pode impactar os resultados futuros da organização. Nesse cenário, pode surgir o efeito entrincheiramento, que representa a blindagem do gestor ou acionista controlador, impactando os resultados esperados na empresa.

Recentes evidências indicam que a utilização de mecanismos *anti-takeover* como forma de proteção contra aquisições indesejadas aumenta o valor do prêmio pago na F&A (Cain et al., 2017; Cuñat et al., 2020). Nesse cenário, observa-se a probabilidade de redução do conflito de agência, e os gestores tendem a se envolver em ações e projetos que promovam o aumento da riqueza dos acionistas (Carline & Gogineni, 2021; Chemmanur; Tian, 2018; Johnson et al., 2015a; Malhotra et al., 2020).

A visão de que os mecanismos de proteção podem aumentar a riqueza dos acionistas está baseada na perspectiva pessoal de segurança do gestor. Os gestores enfrentam um dilema ao promover o aumento da rentabilidade do negócio por meio da expansão via F&A, o que gera maiores retornos, mas também traz maiores riscos (Cain et al., 2017). Assim, com a aversão ao risco de perder o emprego, os gestores podem optar por investimentos que garantam menores flutuações nos resultados, reduzindo as chances de resultados ruins (Wiseman & Gomez-Mejia,

1998). Mecanismos que permitam a manutenção do gestor podem levar a uma melhor alocação de recursos e afastar uma F&A "indesejada" (Becker-Blease, 2011; Stein, 1988).

Por outro lado, restringir a possibilidade de uma F&A pode provocar um efeito reverso na atuação do gestor, que se sentirá protegido ou "entrincheirado", tomando decisões que beneficiem seus interesses particulares, como se envolver em projetos de F&A que destroem valor ou construir impérios que aumentam seu poder (Antounian et al., 2021; Baulkaran, 2014; L. Bebchuk et al., 2009; Dah et al., 2020; Elmagrhi et al., 2020; Gompers et al., 2003; Harford et al., 2009; Jensen & Meckling, 1976; Masulis; Simsir, 2018; Morck et al., 1990; Shleifer; Vishny, 1986).

Um gestor entrincheirado é aquele que obtém tanto poder que utiliza a empresa para atender seus interesses particulares em detrimento dos interesses dos acionistas (Porta et al., 1999). O nível de entrincheiramento reflete até que ponto um gestor já não se submete à disciplina da governança corporativa e outros mecanismos de controle, bem como à atuação do conselho e às ameaças de demissão (Claessens et al., 2000). Pode ser definido ainda como aquele que ocorre quando um CEO permanece no cargo por muito tempo, mesmo que a empresa esteja obtendo resultados ruins, em contraste com outro CEO, de outra empresa equivalente (Baulkaran, 2014).

O nível de entrincheiramento é medido pela quantidade de mecanismos *anti-takeover* presentes na empresa, formando o índice de entrincheiramento. Esses mecanismos podem estar presentes nos estatutos das empresas ou serem orientados para garantir maior transparência por meio da governança corporativa. Espera-se que esse conjunto de mecanismos ofereça certa proteção e permita que a empresa não fique à mercê de trocas de propriedade que afetem seus negócios e o patrimônio dos acionistas, especialmente os minoritários, que têm menor poder de voto em empresas com alta concentração acionária.

O estudo de Gompers et al. (2003) apresenta os mecanismos *anti-takeover* promovendo um efeito entrincheiramento nos gestores. Esse estudo tornou-se referência, pois implementou uma análise abrangente nos Estados Unidos, com base em 1.500 empresas em 1990, utilizando dados do "Investor Responsibility Research Center" (IRRC). Os autores identificaram 24 mecanismos principais de proteção, modelando-os na forma de um índice, em que a quantidade de mecanismos determina o nível de proteção da empresa. Por exemplo, encontrar os 24 itens representa um índice igual a 1; a ausência de mecanismos resulta em um índice igual a 0.

Para a estimativa do índice, Gompers et al. (2003) definiram que empresas no decil mais baixo do índice tinham forte proteção ao acionista e menor entrincheiramento, enquanto aquelas

no decil mais alto tinham forte entrincheiramento e menor proteção ao acionista. Os resultados mostraram uma relação positiva entre empresas com menor índice de entrincheiramento e tamanho, lucros, valor da empresa e vendas, e uma relação negativa com despesas de capital e aquisições corporativas, confirmando estudos de Harford et al. (2009), Jensen & Meckling (1976), Masulis & Simsir (2018), Morck et al. (1990) e Shleifer & Vishny (1986) sobre a atuação discricionária do gestor.

O índice, conhecido como índice de entrincheiramento de GIM, sigla das iniciais dos autores, trata do gestor entrincheirado que toma decisões em benefício próprio. Apesar disso, o mesmo índice pode ser usado para medir o nível de mecanismos anti-takeover, indicando o nível de proteção contra aquisições indesejadas. O índice GIM contribui para identificar mecanismos anti-takeover em empresas americanas, permitindo a construção de outros índices derivados.

A atuação do gestor alinhada ao aumento do valor da empresa pode ser observada mesmo na presença de mecanismos anti-takeover. Em Belchuk et al. (2009), foi construído um índice com base no GIM, focando nos mecanismos com relação negativa ao valor da empresa ou retornos anormais negativos. O índice de Belchuk, Cohen e Ferrel (BCF) confirmou a relação de seis mecanismos com o efeito negativo no valor da empresa. A metodologia segue a métrica do índice GIM, onde mais mecanismos na empresa resultam em um índice maior.

Considerando o mercado brasileiro, foram incorporados dois novos mecanismos: t*ag along* e a presença do acionista majoritário no conselho. Segundo Fernandes et al. (2014) e Grossert et al. (2022), a presença do *tag along* dificulta a formalização de uma F&A devido à necessidade de mais recursos na proposta, que deve ser estendida aos acionistas minoritários na mesma proporção. A participação do acionista controlador no conselho pode influenciar decisões, especialmente em F&A, como apontam Ahmad Rajab Jwailes (2021), Emanuele Teti et al. (2017) e Geraldo Figueiredo Filho et al. (2017). Quando há necessidade de manutenção de poder e aspecto familiar, pode haver resistência do acionista controlador à participação em F&A, inclusive promovendo cláusulas estatutárias que dificultem a ocorrência.

O Quadro 2 apresenta os mecanismos utilizados: os seis previstos no índice original e os dois incluídos nesta pesquisa.

Quadro 2: **Mecanismos *anti-takeover* componentes do índice de Belchuk et al. (2009)**

Mecanismo	Significado e Implicações	Referências
Insider Ownership	Neste caso, o gestor possui poder decisório significativo devido à sua participação acionária. Isso proporciona uma zona de segurança quanto à manutenção de seu cargo em caso de uma aquisição indesejada.	(L. Bebchuk *et al*., 2009; Dah *et al*., 2020; Demsetz; Lehn, 1985; Elmagrhi *et al*., 2020; Frattaroli, 2020; Gompers *et al*., 2003)
Dual Class Recapitalizations	A presença de duas classes de ações (com direito a voto e com direito a fluxos de caixa) fortalece o acionista controlador, conferindo-lhe maior poder sobre as decisões corporativas.	(Amoako-Adu; Smith, 2001; Baulkaran, 2014; Cao *et al*., 2020; Elmagrhi *et al*., 2020; Frattaroli, 2020; Gompers *et al*., 2003; Mbanyele, 2021)
Golden Parachutes	Conhecidos como "paraquedas dourados", são cláusulas estatutárias que garantem indenizações à alta administração em caso de demissão após uma aquisição.	(Choi, 2004; Elmagrhi *et al*., 2020; Evans; Hefner, 2009; Fabel; Kolmar, 2012; Fich *et al*., 2013; Frattaroli, 2020; Gompers *et al*., 2003; Machlin *et al*., 1993; Pela, 2008)
Dualidade do CEO	Dualidade do CEO refere-se à acumulação de cargos de CEO e *chairman,* o que pode concentrar decisões estratégicas em uma única figura, mensura portanto o acúmulo de poder.	(L. Bebchuk *et al*., 2009; Dah *et al*., 2020; Gompers *et al*., 2003; Jackling; Johl, 2009; Mbanyele, 2021)
Staggered Boards	Conselhos de administração escalonados são divididos em três classes de diretores, com prazos de mandato diferentes, o que impede uma renovação completa do conselho em menos de três anos após uma aquisição.	(Bates *et al*., 2008; L. Bebchuk *et al*., 2009, 2009; L. A. Bebchuk *et al*., 2002; Cohen; Wang, 2013; Dah *et al*., 2020; Gompers *et al*., 2003; Masulis *et al*., 2007; Mbanyele, 2021)
Poison Pills	Conhecidas como "pílulas de veneno", permitem aos acionistas existentes comprar ações adicionais a um preço com desconto, diluindo a participação do adquirente e tornando a aquisição mais cara. São acionadas quando uma determinada porcentagem de ações é comprada sem o consentimento da administração atual.	(Ambrozini *et al*., 2015; L. Bebchuk *et al*., 2009; Caton; Goh, 2008; Dah *et al*., 2020; Gompers *et al*., 2003; Heron; Lie, 2015; Mbanyele, 2021; Portulhak *et al*., 2017; Sikes *et al*., 2014)

Quadro 2 - **Mecanismos *anti-takeover* componentes do índice de Belchuk et al. (2009) (Continuação)**

Tag along	Direito assegurado aos acionistas minoritários em transferências de controle, garantindo-lhes uma oferta pública para adquirir suas ações a pelo menos 80% do valor pago pelas ações do bloco de controle. Visa proteger acionistas minoritários durante mudanças no controle acionário.	(Fernandes *et al*., 2014; Grossert *et al*., 2022; Hoffmann-Burchardi; Hoffmann-Burchardi, 1999; Neumann; Neumann, 2003; Saito *et al*., 2010).
Acionista controlador presente no conselho.	A participação do acionista controlador nas decisões do conselho de administração pode influenciar decisões que favoreçam o fortalecimento de seu poder. Mensura neste a influência do acionista controlador.	(Ahmad Rajab Jwailes, 2021; Emanuele Teti *et al*., 2017; Geraldo Figueiredo Filho *et al*., 2017; Kreuzberg *et al*., 2015; Marilbeth Carolina Rodríguez Reyes *et al*., 2018; Robert W. Rutledge *et al*., 2016; Sandra Alves; Alves, 2021; Silva *et al*., 2021; Tariq Tawfeeq *et al*., 2023)

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas científicas.

Em um estudo mais recente, Dah, Michael e Dixon (2017) replicaram o E-INDEX, um índice reduzido do índice GIM, focando nos itens que realmente promovem o entrincheiramento. Para isso, foi utilizada uma amostra maior e mais diversificada de empresas norte-americanas, abrangendo o período de 1992 a 2015. Nesse estudo, os autores separaram os indicadores que geravam benefícios financeiros ao gestor daqueles que não geravam. Os resultados apontaram uma relação negativa entre o efeito de entrincheiramento e o valor da empresa. Além disso, a pesquisa indicou que a dualidade do gestor (presidência do conselho e gestão) influencia a adoção de mecanismos que proporcionam remuneração, além daqueles que não geram maiores remunerações e benefícios aos gestores em casos de aquisições. Embora ambas mensurem concentração de poder, a primeira avalia acúmulo de funções executivas e de supervisão, enquanto a segunda analisa a presença direta de controladores no conselho de administração.

Apesar da expectativa de um efeito negativo no valor da empresa devido à atuação entrincheirada do gestor, estudos recentes têm verificado uma relação contrária. Em um estudo realizado na Inglaterra, Elmagrhi, Ntim, Wang, Abdou e Zalata (2018) criaram um índice baseado nas regras de governança do mercado inglês e observaram uma relação positiva entre o desempenho da firma e o aumento da remuneração aos gestores nas empresas com melhores

índices. Verifica-se, nesse caso, que os mecanismos presentes no modelo de governança inglês que promovem a defesa contra a perda de controle também aumentaram o valor aos acionistas.

Corroborando esses resultados, o estudo de Carline e Gogineni (2021) inova ao aprofundar a relação causal positiva entre a presença de mecanismos anti-takeover e o aumento de retornos aos acionistas. Utilizando uma amostra de 21.382 observações de 4.361 empresas americanas, os autores replicaram o estudo de Gompers et al. (2003) utilizando o índice GIM. Com a aplicação de variáveis instrumentais para problemas de endogeneidade, os resultados mostraram que os investimentos em F&A, cujos gestores estão entrincheirados, tendem a ser mais arriscados e geradores de maior valor aos acionistas, contrariando os resultados de Cain et al. (2017) e Wiseman & Gomez-Mejia (1998).

O efeito de entrincheiramento encontra respaldo em pesquisas que discutem se os mecanismos anti-takeover levam os gestores ou acionistas controladores a adotar um comportamento discricionário e à expropriação dos acionistas (Elmagrhi et al., 2020; Antounian et al., 2021; Baulkaran, 2014; Bebchuk et al., 2009; Dah et al., 2020; Gompers et al., 2003; Harford et al., 2009; Jensen & Meckling, 1976; Masulis & Simsir, 2018; Morck et al., 1990; Shleifer & Vishny, 1986). Por outro lado, pesquisas recentes confirmam que ações que afastam a possibilidade de aquisição "indesejada" e, portanto, as possíveis trocas de controle, levam os gestores a refletir sua proteção na geração de valor para os acionistas (Cain et al., 2017; Cuñat et al., 2020; Elmagrhi et al., 2020; Carline & Gogineni, 2021; Chemmanur & Tian, 2018; Johnson et al., 2015a; Malhotra et al., 2020).

Diante dos resultados que apontam para possibilidades divergentes, este estudo pretende avançar no sentido de oferecer novas evidências com base em uma amostra de empresas que sejam alvos de F&A no cenário brasileiro.

2.8 Hipóteses de Pesquisa

As F&A podem ocorrer em formatos verticais, horizontais e conglomerados. No formato vertical, o objetivo é gerar mais retornos com base na criação de valor através de gastos em pesquisa e desenvolvimento (P&D) para capturar mercados-alvos, obter ganhos de produtividade e maximizar as economias de escala (Natocheeva et al., 2017; Suzuki, 2009). No caso das F&A horizontais e conglomeradas, busca-se a diversificação e, portanto, a redução do risco no mercado competitivo, com duas partes unindo-se para a produção de produtos ou serviços semelhantes (Avinadav et al., 2017). As aquisições do tipo *cross-border* inserem-se

em um contexto de globalização, onde as empresas buscam expandir seus negócios em novos mercados e aumentar sua competitividade.

As pesquisas sobre fusões e aquisições (F&A) destacam diversos benefícios, como melhora na lucratividade, diversificação de riscos, sinergias operacionais e maior competitividade, além de aumento da riqueza dos acionistas e redução de conflitos de agência (Anthony, 2019; Sujud & Hachem, 2018). No entanto, a resistência a F&A pode ser explicada pela perda de controle gerencial por acionistas e gestores, especialmente quando a empresa se torna alvo de aquisições indesejadas. Segundo a teoria do mercado para controle corporativo, aquisições indesejadas atuam como um mecanismo disciplinador, substituindo gestores ineficientes e alinhando interesses entre acionistas e administração (Tunyi, 2021; Jensen, 1988).

Estudos ainda apontam que empresas com baixo desempenho frequentemente se tornam alvos de F&A, pois representam oportunidades de melhoria de gestão e otimização financeira (Lundqvist et al., 2019; Palepu, 1986). Essas transações permitem alinhar interesses dos acionistas enquanto corrigem ineficiências. Com base nessa perspectiva, levanta-se a seguinte hipótese a ser testada nesta pesquisa:

H1: Empresas subavaliadas têm maior probabilidade de serem alvos de uma F&A.

Embora aquisições indesejadas sejam mecanismos para substituir ou melhorar a gestão, empresas familiares frequentemente resistem a essas transações devido à forte ênfase na preservação do controle e da propriedade familiar. Esse comportamento é comum em mercados emergentes, onde há menor proteção ao investidor e governança menos eficaz, conforme apontado por La Porta et al. (1999; 2000) e Volpi (2004). Empresas familiares tendem a manter o controle entre membros da família, minimizando a probabilidade de se tornarem alvos de fusões ou aquisições.

Estudos como os de Shim e Okamuro (2011) e Caprio et al. (2011) corroboram essa resistência. No Japão, empresas familiares mostram aversão a fusões, enquanto as não familiares apresentam maior ganho de desempenho pós-fusão. Na Europa Continental, empresas familiares, especialmente com participação acionária superior a 50%, têm menor propensão a serem adquiridas, demonstrando o impacto da concentração de controle na aversão a F&A. Pesquisas adicionais, como Bauguess e Stegemoller (2008), reforçam que a preservação do controle acionário em empresas familiares é um fator determinante na redução de movimentos de F&A. Essas evidências fundamentam a hipótese de que empresas com alto controle acionário familiar têm menor probabilidade de serem alvos de aquisições.

H2: Empresas familiares têm menor probabilidade de se tornarem alvos de F&A.

A estrutura de propriedade e controle desempenha um papel central em determinar se uma empresa se torna alvo de F&A e sua capacidade de resistir a aquisições indesejadas. No Brasil, a forte concentração de controle, frequentemente nas mãos de famílias ou do Estado, reflete características comuns em países com baixa proteção ao investidor, como apontado por La Porta et al. (1998, 1999, 2000) e corroborado por Nogueira e Kabbach de Castro (2020). Essa concentração é uma estratégia de preservação do poder em mercados com governança corporativa menos robusta.

Estudos como os de Bauguess e Stegemoller (2008) e Caprio et al. (2011) indicam que a menor proteção legal aos acionistas minoritários e o desenvolvimento limitado dos mercados de capitais estão associados a maior concentração acionária. Em contrapartida, estruturas de governança mais robustas oferecem melhores instrumentos de proteção, promovendo maior equilíbrio entre investidores majoritários e minoritários. Nesse contexto, verifica-se que a estrutura de propriedade, especialmente em ambientes de controle concentrado, é um determinante crítico nas dinâmicas de F&A. Assim, busca-se também verificar a seguinte hipótese ligada ao papel da estrutura de propriedade como determinante das F&A de empresas:

H3: Empresas com alta concentração acionária têm menor probabilidade de se tornar alvos de F&A.

O nível de proteção aos acionistas minoritários influencia diretamente o poder do acionista controlador ou gestor, sendo um fator decisivo para determinar se uma empresa se torna alvo de F&A (Gompers et al., 2003). Mecanismos de governança corporativa que protegem contra aquisições indesejadas, como aqueles observados globalmente por Rossi e Volpin (2004), na América Latina por Pablo (2009), e na Nova Zelândia por Marshall e Anderson (2009), têm um papel significativo em reduzir a probabilidade de empresas se tornarem alvos. Esses mecanismos fortalecem a governança e protegem o controle acionário, especialmente em mercados com maior vulnerabilidade regulatória.

Por outro lado, empresas com níveis elevados de governança podem se tornar mais atrativas como alvos devido à percepção de maior transparência e segurança, embora essa atratividade seja condicionada a fatores como custo e estratégia dos adquirentes (Jwailes, 2021; Teti et al., 2017). Empresas com baixa governança frequentemente buscam parcerias com empresas em níveis mais avançados para melhorar sua posição no mercado. Essa dinâmica reflete a complexidade da relação entre governança corporativa e F&A, onde níveis mais altos de governança aumentam o valor percebido, enquanto níveis mais baixos motivam aquisições

para ganhos estruturais (Figueiredo Filho et al., 2017; Tawfeeq et al., 2023). Com base nesse pressuposto, levanta-se a seguinte hipótese:

H4: Empresas com maiores níveis de governança corporativa têm maior probabilidade de serem alvos de F&A.

A relação entre governança corporativa e atratividade para fusões e aquisições (F&A) está ligada à implementação de mecanismos anti-takeover, que buscam proteger empresas contra aquisições hostis. Esses mecanismos, como o *tag along* no Brasil, encarecem transações ao garantir aos acionistas minoritários os mesmos direitos em caso de troca de controle, dificultando a aquisição por partes externas (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016; Lundqvist et al., 2019). Essa estrutura regulatória reflete o papel das leis e práticas de governança em mercados emergentes, onde a proteção acionária visa equilibrar o poder entre investidores majoritários e minoritários.

A estrutura de propriedade e controle também impacta o nível de entrincheiramento, reduzindo a probabilidade de F&A. A concentração de poder em acionistas controladores, especialmente quando estes exercem funções no conselho de administração, fortalece o controle interno e desestimula tentativas externas de aquisição (Shim & Okamuro, 2011; Caprio et al., 2011). O índice de entrincheiramento, conforme Elmagrhi et al. (2020) e Bebchuk et al. (2009), mensura estratégias como conselhos escalonados, cláusulas de indenização, que aumentam a segurança dos gestores contra aquisições indesejadas. Embora esses mecanismos reduzam a vulnerabilidade a F&A, promovem a estabilidade gerencial ao custo potencial de limitar a renovação estratégica e a competitividade da empresa. Diante do exposto, levanta-se a seguinte hipótese:

H5: Empresas com maiores índices de entrincheiramento têm menor probabilidade de serem alvos de F&A.

Os benefícios associados às fusões e aquisições (F&A), como aumento de sinergias, redução de custos, ganhos de escala e inserção em mercados específicos, geralmente estimulam o interesse das partes envolvidas (Kling et al., 2014; Luo, 2020; Renneboog et al., 2017). No entanto, algumas empresas, particularmente aquelas com estrutura acionária concentrada ou controladas por famílias, podem não desejar participar de F&A, priorizando a preservação do controle sobre a organização (Bauguess & Stegemoller, 2008; Nogueira & Kabbach de Castro, 2020).

Quando uma aquisição amigável não é possível, adquirentes podem recorrer a estratégias consideradas indesejadas, como a compra da maioria das ações disponíveis no mercado, sem negociar com os controladores (Jensen, 1988; Morck et al., 1990). Para evitar essas situações, empresas adotam mecanismos anti-takeover que aumentam o custo de aquisição e desestimulam potenciais adquirentes indesejados (Gompers et al., 2003; Elmagrhi et al., 2020). Esses mecanismos são particularmente presentes em empresas com estrutura acionária concentrada, onde o controle pelos acionistas é mais valorizado. Com base nisso, levanta-se a hipótese de que empresas com maior concentração acionária e mecanismos anti-takeover têm menor probabilidade de se tornarem alvos de F&A.Diante disso, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H6: Empresas com estrutura de propriedade concentrada possuem maior índice de uso de mecanismos anti-takeover.

Os mecanismos adotados pelas empresas para afastar aquisições indesejadas podem gerar o efeito entrincheiramento, no qual gestores ou acionistas controladores se posicionam de forma confortável e protegida contra tentativas externas de tomada de controle. Esse efeito reduz a probabilidade de mudanças na gestão, mantendo a liderança existente, mesmo quando seria benéfica a substituição (Carline & Gogineni, 2021; Chemmanur & Tian, 2018; Johnson et al., 2015a).

À medida que as empresas implementam mais mecanismos anti-takeover, o nível de entrincheiramento tende a aumentar, dificultando a realização de aquisições, especialmente em casos de tentativas hostis (Bennedsen & Nielsen, 2010; Borochin & Knopf, 2021). Em situações onde a empresa se torna alvo, fatores como alavancagem, rentabilidade, tamanho e concentração acionária podem influenciar a adoção desses mecanismos. Se não houver interesse em negociar, o entrincheiramento e os custos de aquisição aumentam, reforçando o controle interno, mas potencialmente limitando a competitividade e a renovação gerencial (Ambrose & Megginson, 1992; Lundqvist et al., 2019; Tunyi, 2021). Com base no exposto, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H7: Empresas alvo de uma F&A indesejada possui alto índice de entrincheiramento.

O efeito de entrincheiramento pode gerar dois caminhos distintos no comportamento do gestor. No primeiro, o gestor entrincheirado utiliza a estabilidade proporcionada pelos mecanismos anti-takeover para agir de forma discricionária, priorizando projetos que aumentem sua riqueza pessoal, muitas vezes em detrimento do valor da empresa e dos interesses

dos acionistas (Antounian et al., 2021; Baulkaran, 2014; Bebchuk et al., 2009; Elmagrhi et al., 2020). Esse comportamento é associado à ineficiência gerencial e à perda de competitividade.

No segundo caminho, o gestor entrincheirado pode aproveitar a estabilidade para fortalecer sua relação com a empresa, promovendo resultados positivos e alinhando interesses com os acionistas. Nesse cenário, o entrincheiramento permite o planejamento estratégico de longo prazo, incentivando uma gestão eficiente e geradora de valor (Cain et al., 2017; Chemmanur & Tian, 2018; Cuñat et al., 2020). Diante dessa dualidade no impacto do entrincheiramento sobre a gestão e o desempenho corporativo, propõe-se a hipótese de que o efeito de entrincheiramento em sua essência tende a reduzir o valor das empresas. Tendo em vista este contexto levanta-se a seguinte questão de pesquisa.

H8: Empresas com maior nível de entrincheiramento geram menor valor ao acionista.

3. METODOLOGIA

3.1 Definição da Amostra

Este estudo caracterizou-se por ser documental, descritivo e quantitativo, utilizando uma amostra de empresas localizadas no Brasil. Conforme Rossi e Volpin (2004), Pablo (2009), Martynova e Renneboog (2008) e Xie et al. (2017), países emergentes ou em desenvolvimento tendem a receber um volume maior de eventos de F&A do tipo internacional, principalmente de países mais desenvolvidos. Xie et al. (2017) destacaram que o Brasil figurou entre os 20 principais alvos de F&A no período de 2005-2014, ocupando a 19ª posição.

O período da amostra foi de 2010 a 2022, período identificado por Fonseca e Almeida (2023) como uma fase de onda de F&A no mercado brasileiro, iniciando-se em 2007 e estendendo-se até 2017. Conforme o relatório de perspectivas da base Refinitiv (2021), as últimas duas décadas, entre 2000 e 2021, experimentaram um forte crescimento em volume e número de anúncios de F&A a nível mundial. Já no terceiro trimestre de 2021, o valor em volume de anúncios superava 4,4 trilhões de transações em mais de 40.000 transações.

A base amostral foi constituída por empresas de capital aberto listadas na B3, que possuíam todos os dados relativos ao período da análise. Inicialmente, a amostra totalizava 380 empresas e as informações obtidas foram anuais. Foram excluídas 77 empresas que apresentavam pelo menos um dado relevante faltante para o avanço da pesquisa. Foram excluídos também um total de 1.109 observações que eram dos anos posteriores a evento de

F&A, para evitar que os determinantes fossem influenciados em um período pós F&A. Além disso, dados de empresas que iniciaram ou finalizaram suas operações durante o período da análise foram tratados como missings (645 observações) e excluídos da amostra, resultando em 303 empresas para análise. Ao final, obteve-se um total de 2.830 observações empresa/ano considerando assim empresas que foram alvos de uma F&A (período anterior ao evento) e todos os dados disponíveis das empresas que não foram alvos de uma F&A durante todo o período.

No quesito F&A, a plataforma de dados Refinitiv foi utilizado para a obtenção dos dados das empresas que foram alvos durante o período analisado. Foram registradas como participantes de uma F&A aquelas empresas listadas na B3 e que de fato foram concretizadas no período. Foram consideradas todas as possibilidades de F&A em qualquer nível de percentual de aquisição por parte de qualquer tipo de adquirente e todas as formas de pagamento da transação, seja em dinheiro ou via ações. Foram coletadas informações de um total de 64 empresas envolvidas em algum tipo de F&A ocorrido no período da amostra.

Com base nos dados das demonstrações contábeis disponibilizados na base Refinitiv, foram obtidas as informações financeiras. Essas informações incluíam variação da receita, endividamento, tamanho (ativo), ativo fixo, bem como índices de rentabilidade, lucratividade, liquidez, *price-to-book*, valor de mercado e dividendos. Esses dados foram tratados via Excel e alinhados aos dados relativos à governança corporativa.

As informações de governança corporativa, como tamanho e independência do conselho, tipo de auditoria (se big four ou não), nível de concentração acionária, tipo de acionista majoritário, e se o controlador atua como participante e/ou presidente do conselho foram obtidas por meio dos formulários de referência das empresas no site da Comissão de Valores Imobiliários (CVM) e nos sites das próprias empresas, na seção de relacionamento com o investidor (RI). Além disso, foi utilizada a base de dados consolidada por Perlin (2020) especialmente para as variáveis de governança corporativa, a base desenvolvida e de acesso público permite a obtenção de tais variáveis já organizadas em planilhas obtidas junto ao sistema CVM de informações cadastrais das empresas listadas.

Foram verificados os conselheiros classificados como independentes, além da participação do acionista controlador no conselho, seja como membro, seja como presidente. Para definir o nível de concentração, foram filtrados os cinco principais acionistas e, com base na quantidade acionária, foi estimada a proporção em relação ao total de ações da empresa. Essas variações foram analisadas ao longo dos anos da pesquisa, incluindo o ano em que as empresas foram possivelmente alvos de F&A.

Para a determinação da variável que caracteriza a empresa como do tipo familiar também foi utilizada a base Perlin (2020). Nesta base encontram-se o rol dos acionistas das empresas indicando a sua condição seja como acionista majoritário e controlador. Além disto é possível verificar o relacionamento parental entre o acionista majoritário e a família fundadora da empresa. Estes dados tratam de uma compilação dos dados constantes nos formulários de referência, disponível no site da CVM que tem as informações cadastrais das empresas de capital aberto listadas na B3.

No presente estudo, optou-se pela utilização da técnica de winsorização para mitigar o impacto de outliers nas variáveis contínuas presentes na análise. A winsorização foi aplicada a um nível de 5% e 95%, o que significa que os valores extremos abaixo do 5º percentil foram ajustados para o valor correspondente ao 5º percentil, enquanto os valores acima do 95º percentil foram ajustados para o valor correspondente ao 95º percentil. Essa abordagem foi escolhida devido à presença de outliers que poderiam distorcer os resultados da análise estatística, especialmente em variáveis onde a distribuição apresentou assimetria significativa.

O tratamento foi aplicado às variáveis contínuas identificadas com a presença de outliers, garantindo que os resultados refletissem uma análise mais robusta e menos suscetível a valores extremos. A escolha dos percentis de 5% e 95% foi feita com base na distribuição dos dados e na relevância de preservar a maior parte da variabilidade observada, ao mesmo tempo em que se reduzia o impacto de valores anômalos que poderiam influenciar de maneira desproporcional as estimativas dos modelos.

Essa técnica contribuiu para uma maior confiabilidade dos resultados, preservando a integridade dos dados e evitando a exclusão completa de observações que poderiam conter informações importantes, mas que, sem o devido tratamento, introduziriam viés nas estimativas dos parâmetros.

3.2 O Índice de Entrincheiramento

No âmbito das fusões e aquisições (F&As), a prática de entrincheiramento dos gestores e a eficácia da governança corporativa são aspectos críticos que influenciaram tanto a participação das empresas nesses processos quanto seu desempenho subsequente. O fenômeno de entrincheiramento ocorre quando os gestores consolidam seu poder na empresa, muitas vezes em detrimento dos interesses dos acionistas. Essa consolidação de poder pode levar a decisões

de F&A que não necessariamente se alinham com a maximização de valor para os acionistas, mas sim com a preservação do status e controle dos gestores (Jensen & Meckling, 1976; Morck, Shleifer & Vishny, 1988).

Entretanto, em outros contextos, o entrincheiramento pode ter um efeito positivo ao permitir que gestores seguros em suas posições assumissem riscos estratégicos maiores, que poderiam ser evitados devido à pressão por resultados de curto prazo. Esse tipo de entrincheiramento, quando alinhado com os interesses dos acionistas, pode levar a aquisições estratégicas que resultam em crescimento a longo prazo e criação de valor (Bebchuk, Cohen & Ferrell, 2009). A chave para garantir que o entrincheiramento seja benéfico reside na implementação de uma governança corporativa robusta, que equilibre a autonomia do gestor com a responsabilidade perante os acionistas.

A governança corporativa de alta qualidade foi crucial para mitigar os efeitos negativos do entrincheiramento e orientar as F&As de modo a maximizar o retorno para os acionistas. Práticas como a independência do conselho, transparência nas operações e alinhamento de incentivos entre gestores e acionistas foram fundamentais para regular as atividades de F&A. Esses mecanismos asseguraram que as decisões tomadas refletissem os melhores interesses da empresa e seus investidores, não apenas os dos gestores (Gompers, Ishii & Metrick, 2003). Ao explorar o impacto da governança corporativa e do entrincheiramento nas F&As, esta pesquisa buscou fornecer insights valiosos sobre como as empresas podem melhor estruturar suas políticas e práticas para alcançar resultados ótimos em contextos de fusões e aquisições.

Os mecanismos utilizados por Gompers et al. (2003) na construção do índice de GIM com 24 itens foram aprimorados nos estudos de Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009) e Dah, Michael e Dixon (2017), que consideraram apenas os seis itens mais relevantes. Nesta pesquisa, foram acrescentados mais dois itens: o *tag along* e a presença do acionista controlador no conselho da empresa, totalizando oito mecanismos. A presença do *tag along* aumenta a complexidade nas propostas de F&A, exigindo mais recursos e estendendo condições iguais aos acionistas minoritários (Fernandes et al., 2014; Grossert et al., 2022). Além disso, a participação do acionista controlador no conselho impacta significativamente as decisões de F&A (Ahmad Rajab Jwailes, 2021; Emanuele Teti et al., 2017; Geraldo Figueiredo Filho et al., 2017).

A metodologia para a construção do índice seguiu o modelo utilizado no índice de GIM. Com base nas informações disponíveis das empresas sobre os mecanismos de governança utilizados, foi identificada a presença ou ausência dos itens descritos na Tabela 1.

Tabela 1: Descrição dos mecanismos anti-takeover

Mecanismo	Pontuação	%
Acionista majoritário como acionista controlador	0-1	12,50
Acionista majoritário como presidente do conselho	0-1	12,50
Acionista controlador como membro do conselho	0-1	12,50
Presença de cláusula tipo *poison pills/tag along*	0-1	12,50
Presença da cláusula de *golden parachutes*	0-1	12,50
Presença da cláusula de *insider ownership*	0-1	12,50
Presença de *dual class recapitalizations*	0-1	12,50
Presença de cláusula de *staggered boards*	0-1	12,50
Total	0-8	100,00

Fonte: elaborado pelo autor com base nas pesquisas científicas sobre o tema.

As pontuações das empresas variaram de 0 (nenhum dos mecanismos presentes) a 8 (presença de todos os mecanismos). O índice foi medido em forma percentual para identificar o nível de entrincheiramento de cada empresa. Cada item correspondeu a um percentual de 12,5%, resultante da divisão de cada item pelo total de oito.

3.3 Determinantes de F&A

3.3.1 Metodologia para Análise dos Determinantes de F&A

Para o desenvolvimento desta pesquisa, foi utilizada a Regressão Logística binomial para analisar a probabilidade de uma empresa tornar-se um alvo de F&A. Em sua essência, o modelo logístico se diferencia de uma função de regressão usual em detrimento da variável dependente, que, neste caso, é qualitativa. Portanto, o modelo logit binomial utiliza o ajuste por meio da máxima verossimilhança e se constitui de uma variável dependente que assume dois valores distintos e exclusivamente independentes: 0 e 1 (Fávero & Belfiore, 2024).

O modelo logit, em seu formato binomial, de uso mais frequente, permite obter a probabilidade de que uma empresa será alvo de uma F&A a partir de variáveis independentes presentes e validadas na literatura. O modelo foi aplicado por Powell (2015), obtendo resultados mais robustos em relação aos modelos anteriormente utilizados, como o de Palepu (1986). Este modelo atende à prerrogativa de que a variável dependente é dicotômica. Nestes casos, o modelo logit permite investigar o quanto cada variável explicativa pode influenciar a possibilidade de a variável dependente assumir o valor de 1 ou 0 (Fávero & Belfiore, 2024).

A variável Y assumiu o valor 0 para empresas que não foram alvo de F&A e 1 para aquelas que foram alvos durante o período analisado (Norman, 2014). A amostra foi dividida em dois grupos de empresas, permitindo identificar quais variáveis contribuíram para o aumento ou redução das chances de uma empresa ser alvo de F&A e estimar a probabilidade de tal evento ocorrer.

O modelo de classificação binária é amplamente aceito e utilizado em estudos econômicos e financeiros para modelar decisões de investimento e eventos corporativos, como F&As (Palepu, 1986; Ambrose & Megginson, 1992; Powell, 1997; Espahbodi & Espahbodi, 2003; Ouzounis et al., 2009; Pasiouras et al., 2008; Pasiouras & Tanna, 2010; Cremers et al., 2009; Stevenson & Rodrigues, 2013; Danbolt et al., 2016; Powell, 2015b; Katsafados et al., 2024). Esta abordagem permite a utilização de modelos logit ou probit, adequados para lidar com variáveis dependentes dicotômicas e oferecer estimativas claras de como as variáveis independentes alteram a probabilidade de um evento ocorrer.

Neste estudo utilizou-se a metodologia adotada para atribuir o valor 1 a empresas que foram alvo de F&A no ano na ocorrência da transação, bem como de 2 anos imediatamente anteriores ao evento. As informações (variáveis preditoras) das empresas alvo então consistem no máximo 03 períodos (anos). Para as demais empresas que não foram alvo de uma F&A no período analisado foi atribuído o valor 0, que incluiu todos os anos da amostra (2010 a 2022). Este procedimento permite alcançar um volume maior de transações, bem como evita o viés de utilizar informações o período posterior a transação e F&A. Neste caso aquelas empresas alvos, durante o período em análise, indicaram os possíveis determinantes ao longo de toda a amostra, assumindo também os impactos externos que podem refletir na decisão de aquisição de um possível alvo.

Esta abordagem binária, que simplifica a análise temporal de F&A, está em consonância com métodos utilizados em estudos anteriores na área de finanças corporativas relacionadas a F&A, garantindo comparabilidade aos resultados obtidos. A utilização de uma classificação binária em estudos como o de Palepu (1986) e em pesquisas subsequentes de Ambrose e Megginson (1992), Powell (1997), Espahbodi e Espahbodi (2003), Danbolt et al. (2016) , é uma prática consolidada. Todos estes estudos empregaram longos períodos de análise de dados e a classificação binária para determinar o status de alvo de F&A das empresas, evidenciando a utilidade deste método em captar complexidades do mercado de fusões e aquisições.

3.3.2 Variáveis do Modelo Logit

A variável dependente, conforme descrito no item 3.3.2, foi estimada com base na ocorrência ou não de F&A nas empresas alvo presentes na amostra da pesquisa. As informações foram obtidas na base Refinitiv, que forneceu dados suficientes para determinar as duas condições necessárias para estimar o modelo binomial: 0 quando a empresa não foi alvo de F&A; 1 empresa foi alvo de uma F&A. A variável dependente é, portanto, dicotômica, pois assume dois estados das empresas ao longo do período da amostra e foi explicada com base nos determinantes já explorados na literatura sobre o tema (Palepu, 1986; Ambrose & Megginson, 1992; Powell, 1997; Espahbodi & Espahbodi, 2003; Ouzounis et al., 2009; Pasiouras & Tanna, 2010; Cremers et al., 2009; Stevenson & Rodrigues, 2013; Danbolt et al., 2016; R. Powell, 2015b; Katsafados et al., 2024).

Com as informações necessárias para estimar a variável dependente, foram obtidas as variáveis-alvo que responderam às hipóteses desta pesquisa, incluindo desempenho, concentração acionária, tipo de acionista majoritário, nível de governança corporativa e nível de concentração acionária. Além dessas variáveis, foram utilizadas como variáveis de controle aquelas já estabelecidas na literatura como possíveis determinantes.

A eficiência da gestão foi medida por meio de indicadores como ROE, ROA e enterprise value (EV). O ROE e ROA refletiram a habilidade da gestão de gerar lucros a partir dos recursos disponíveis, sendo indicativos da capacidade operacional e eficiência. Empresas com altos valores em ROE e ROA foram vistas como alvos atrativos de F&A devido à percepção de que são geridas eficientemente, sendo capazes de gerar lucros sustentáveis. O EV adicionou uma camada de análise ao considerar dívida e caixa, fornecendo uma visão mais completa do valor de mercado da empresa (Palepu, 1986; Powell, 1997; Espahbodi & Espahbodi, 2003; Ouzounis et al., 2009; Pasiouras et al., 2008; Pasiouras & Tanna, 2010; Stevenson & Rodrigues, 2013; Danbolt et al., 2016; R. Powell, 2015b; Katsafados et al., 2024).

A distribuição acionária também foi avaliada para se analisar a probabilidade de uma F&A. Empresas com uma alta concentração de ações em poucas mãos foram menos suscetíveis a aquisições, já que o controle concentrado pode resistir a ofertas externas (La Porta et al., 1998; Shim & Okamuro, 2011; Marshall & Anderson, 2009; Pablo, 2009; Rossi & Volpin, 2004).

A presença de um acionista majoritário familiar foi um fator crítico avaliado que influenciou a probabilidade de uma F&A. Empresas familiares tendem a ser mais resistentes a se tornarem alvo devido à preferência por manter o controle dentro da família e à possível aversão ao risco de perder o legado familiar (Gompers et al., 2003; Bauguess & Stegemoller,

2008; Holmen & Nivorozhkin, 2007; Shim & Okamuro, 2011; Moura & Beuren, 2018; Nogueira & Kabbach de Castro, 2020).

O nível de governança, como indicado pelo número de membros e independência no conselho, e pela auditoria ser feita ou não por uma das big four, refletiu a transparência e eficiência na gestão. Empresas com altos níveis de governança foram atraentes para aquisições devido à percepção de menor risco e melhor gestão (Marshall & Anderson, 2009; Rossi & Volpin, 2004). Por outro lado, empresas com menores níveis de transparência podem apresentar valores de prêmios menores e, portanto, se tornarem mais viáveis financeiramente. Após a F&A, ocorreu uma sensível melhora nos indicadores de governança (Espahbodi & Espahbodi, 2003; Gompers et al., 2003).

O tamanho da empresa pode ter um efeito duplo. Empresas maiores podem ter menos probabilidade de serem alvos devido aos maiores custos de transação e complexidades envolvidas. No entanto, no contexto brasileiro, o efeito observado na literatura foi contrário; empresas maiores foram mais prováveis de serem alvos devido à sua atratividade e recursos disponíveis (Ambrose & Megginson, 1992; Cremers et al., 2009; Espahbodi & Espahbodi, 2003; Ouzounis et al., 2009; Palepu, 1986; Pasiouras & Tanna, 2010; R. Powell, 2015a; Powell, 1997; Wansley et al., 1983).

A liquidez, alavancagem e crescimento, em conjunto, demonstraram o equilíbrio ou desequilíbrio de recursos. Empresas adquirentes buscaram empresas em desequilíbrios opostos. Assim, adquirentes com baixo crescimento e alto nível de recursos buscaram empresas com alto crescimento e menor disponibilidade de recursos (Ambrose & Megginson, 1992; Kuehn, 1975; Palepu, 1986; R. Powell, 2015; Powell, 1997; Stevens, 1973; Wansley et al., 1983).

Uma baixa relação *price-to-book* indicou uma empresa subvalorizada, tornando-a um alvo atraente para aquisições. Uma alta relação *price-to-book*, por sua vez, reduziu as chances de uma F&A devido ao custo de aquisição (Ambrose & Megginson, 1992; Cremers et al., 2009; Espahbodi & Espahbodi, 2003; Ouzounis et al., 2009; Palepu, 1986; Pasiouras & Tanna, 2010; R. Powell, 2015).

Empresas com uma maior proporção de ativos físicos em relação ao total de seus ativos tendiam a ser mais visadas em operações de fusões e aquisições. Isso ocorreu porque os ativos tangíveis podem ser utilizados como colaterais eficazes pelos adquirentes, especialmente se eles precisassem se endividar para financiar a aquisição. Portanto, um maior nível dessa variável aumentou a probabilidade de ocorrência de uma F&A (Ambrose & Megginson, 1992; Cremers

et al., 2009; Espahbodi & Espahbodi, 2003; Ouzounis et al., 2009; Palepu, 1986; Pasiouras & Tanna, 2010; R. Powell, 2015a; Powell, 1997; Wansley et al., 1983).

No tocante aos dividendos verifica-se uma extensa literatura sobre o tema, com efeito, ligadas principalmente a teoria da agência e a teoria da evidenciação/divulgação. No primeiro caso (agência) verifica-se que os dividendos refletem um mecanismo de redução do conflito de interesses. Segundo Jensen (1986), o pagamento de dividendos conferem menos recursos nas mãos de gestores, evitando a má utilização destes em projetos de interesses particulares e ainda possibilita o monitoramento do desempenho da organização (Easterbrook, 1984). Os resultados de Rahman et al. (2018) apontam também para uma relação com a teoria da divulgação em que, pressionados pelo ambiente externo gestores e controladores "exigem" dividendos maiores como forma de reduzir os impactos em ambientes com alto grau de assimetria da informação (La Porta et al., 2000; Yusuf, 2019)

Ainda, considerando o efeito entrincheiramento, espera-se que os controladores poderão pagar menores valores de dividendos com o objetivo de direcionar os recursos a projetos que privilegiam seus interesses, caracterizando uma expropriação de acionistas minoritários (Feito-Ruiz et al., 2020). Nestes cenários espera-se uma relação negativa entre o pagamento de dividendo e a possibilidade de uma F&A com a tomada de controle, tendo em vista que esta última além de sujeitar o controlador a uma possibilidade de ser substituindo em uma eventual troca de gestão e ou redução de privilégios de comando na empresa.

Considerando ainda a perspectiva dos dividendos, agora sob a ótica do investimento nos projetos da empresa. O pagamento de dividendos, apesar de beneficiar a redução do conflito de agência, poderá impactar a capacidade de investimento e crescimento da empresa. Segundo Rodrigues e Stevenson (2013), menores taxas de pagamentos refletem maiores valor de mercado da empresa, tendo em vista que a retenção de valores implica em maiores investimentos na própria empresa. Espera-se neste caso que empresas que pagam menos dividendos tem a possibilidade maior de ser alvo de uma F&A. Os resultado de Rahman et al. (2018) apontam para uma relação com a teoria da divulgação em que, pressionados pelo ambiente externo gestores e controladores "exigem" dividendos maiores como forma de reduzir os impactos em ambientes com alto grau de assimetria da informação (La Porta et al., 2000; Yusuf, 2019)

Finalmente, a variável entrincheiramento foi uma variável testada de forma inovadora. Quanto mais entrincheirado estiver o acionista-controlador, menores seriam as chances de a empresa se tornar alvo de uma F&A. Estudos como os de Elmagrhi et al. (2020), Antounian et

al. (2021), Bebchuk et al. (2009) e Gompers et al. (2003) mostraram que o entrincheiramento pode agir como um mecanismo de defesa contra aquisições hostis, reduzindo a probabilidade de ocorrência de F&A. Esse fator estava intimamente ligado à concentração acionária e ao poder do acionista familiar. A presença desses fatores contribuiu para a utilização de um maior nível de mecanismos anti-takeover.

Além disso, a inclusão de variáveis dummy para cada ano do estudo visa capturar efeitos específicos temporais que podem influenciar as ondas de F&A, conforme apoiado por Harford (2005), que investiga como as condições econômicas afetam as atividades de F&A. Essas variáveis permitem uma análise diferenciada para cada período, reconhecendo que fatores macroeconômicos e específicos do setor podem desempenhar papéis críticos nos movimentos de F&A observados em diferentes anos.

O Quadro 3 apresenta um resumo das variáveis tratadas na pesquisa, suas formas estimadas, resultados esperados e a literatura científica que corrobora sua utilização neste contexto.

Quadro 3:**Variáveis incluídas no modelo logístico**

Sigla	Nome	Cálculo/Estimação	+-	Referência
Variável Dependente				
D_FEA	Tipo de F&A	Variável dicotômica que receberá o valor 0 no caso de não haver F&A, e 1 quando da sua existência.		(Ambrose; Megginson, 1992; Cremers et al., 2009; Espahbodi & Espahbodi, 2003; Palepu, 1986; R. Powell, 2015b; Taussig; Hayes, 1968)
ROA_EB ROA_LUCRO ETP_VALUE	Eficiência da Gestão e Valor da Empresa	Variável indicadora da capacidade da gestão, medida pelos seguintes indicadores: ROA_EB (retorno sobre o ativo com base no EBIT), estimado no quociente entre o EBIT (earnings before interest and taxes) e o ativo; ROA_LUCRO (retorno sobre o ativo com base no lucro), estimado entre o quociente entre lucro e ativo - Enterprise value (EV), medido pela equação: (quantidade de ações x preço) + dívida – caixa e equivalentes.	-	(Ambrose; Megginson, 1992; Cremers et al., 2009; Espahbodi; Espahbodi, 2003; Fama & Jensen, 1983a; Hasbrouck, 1985; Hernando et al., 2009; Jensen, 1988; Khurana; Wang, 2019; Lundqvist et al., 2019; Manne, 1965; Palepu, 1986; R. Powell, 2015a; Powell, 1997; Taussig; Hayes, 1968; Tunyi, 2021)

Quadro 3: **Variáveis incluídas no modelo logístico (continuação).**

ESACIO	Estrutura acionária	Variável que indica a distribuição acionária da empresa, estimada pelo percentual das ações em posse dos cinco maiores acionistas.	-	(La Porta et al., 1998; Marshall; Anderson, 2009; Pablo, 2009; Porta et al., 1997, 1999, 1999; Rossi; Volpin, 2004; Shleifer; Vishny, 1986)
EMP_FAM	Tipo de acionista majoritário	Variável *dummy* que indica se a empresa tem como acionista majoritário a família. Assume valor 1 quando a maioria das ações está em posse de um familiar e 0 caso contrário.	-	(Bauguess; Stegemoller, 2008; Holmen; Nivorozhkin, 2007; Shim; Okamuro, 2011)
TAM_BOARD IND_BOARD AUDIT_BIG	Nível de governança	Conjunto de variáveis que indicam o nível de governança corporativa da empresa, medido pelos seguintes itens: número de integrantes do conselho, independência do conselho e utilização de uma das empresas big four para a realização da auditoria externa.	- +	(Espahbodi; Espahbodi, 2003; Gompers et al., 2003; La Porta et al., 1998; La Porta, Lopez-de-Silanes, et al., 2000; Porta et al., 1997, 1999; Shleifer; Vishny, 1986; Ahmad Rajab Jwailes, 2021; Emanuele Teti et al., 2017; Geraldo Figueiredo Filho et al., 2017; Kreuzberg et al., 2015; Marilbeth Carolina Rodríguez Reyes et al., 2018; Robert W. Rutledge et al., 2016; Sandra Alves; Alves, 2021; A. I. V. Silva et al., 2021; Tariq Tawfeeq et al., 2023)
Variáveis de Determinantes de Controle				
TAM	Tamanho	Variável que indica o tamanho da empresa, estimada pelo total do ativo, tratado pelo logaritmo natural (LN) do valor apresentado nas demonstrações contábeis.	-	(Ambrose; Megginson, 1992; Cremers et al., 2009; Espahbodi; Espahbodi, 2003; Ouzounis et al., 2009; Palepu, 1986; Pasiouras et al., 2008; Pasiouras; Tanna, 2010; R. Powell, 2015a; Powell, 1997; Wansley et al., 1983)
PRICE_TO_BOOK	Market -to- book	Variável que determina a relação entre o valor de mercado da empresa e o valor patrimonial registrado.	-	(Ambrose; Megginson, 1992; Cremers et al., 2009; Espahbodi; Espahbodi, 2003; Ouzounis et al., 2009; Palepu, 1986; Pasiouras et al., 2008;

Quadro 3: **Variáveis incluídas no modelo logístico (continuação).**

LEV_TER	Alavancagem	Variável que determina o nível de endividamento da empresa. Estimada com base na relação entre o valor da dívida (passivo oneroso) e o ativo.	-	(Ambrose; Megginson, 1992; Espahbodi; Espahbodi, 2003; Kuehn, 1975; Ouzounis *et al*., 2009; Palepu, 1986; Pasiouras *et al*., 2008; Pasiouras; Tanna, 2010; R. Powell, 2015a; Powell, 1997; Smyth *et al*., 1972; Stevens, 1973; Wansley *et al*., 1983)
CRES_RECEC	Crescimento	Variável que indica o nível de crescimento da empresa. É estimada com base na variação percentual de crescimento da receita líquida.	-	(Cremers *et al*., 2009; Kuehn, 1975; Ouzounis *et al*., 2009; Palepu, 1986; Pasiouras *et al*., 2008; Pasiouras; Tanna, 2010; R. Powell, 2015b; Powell, 1997; Simkowitz; Monroe, 1971; Wansley *et al*., 1983)
ATIVO_FIXO	Ativo fixo tangível	Variável que indica o nível percentual da tangibilidade do ativo em relação ao ativo total.	+	(Ambrose; Megginson, 1992; Cremers *et al*., 2009; Espahbodi; Espahbodi, 2003; Ouzounis *et al*., 2009; Palepu, 1986; Pasiouras *et al*., 2008; Pasiouras; Tanna, 2010; R. Powell, 2015a; Powell, 1997; Wansley *et al*., 1983)
I_ENT	Indice de entrincheiramento	Variável que indica o nível de entrincheiramento.	-	Elmagrhi *et al*., 2020; Antounian *et al*., 2021; Baulkaran, 2014; Bebchuk *et al*., 2009; Dah *et al*., 2020; Gompers *et al*., 2003
DIV_YELD	Dividendos por Ação	Variável que reflete os rendimentos dos dividendos pagos aos acionistas. É estimada pela relação entre o valor pago dos dividendos com pelo preço da ação antes da distribuição.	+ -	(Jensen, 1986; Easterbrook, 1984; Feito-Ruiz et al., 2020; Rodrigues e Stevenson, 2013; La Porta et al., 2000; Yusuf, 2019)

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

Para estimar a probabilidade de uma empresa tornar-se alvo de uma F&A foi utilizado o modelo Logit conforme equação 10:

$$ln\left[\frac{\pi_{i1}}{\pi_{i0}}\right] = \beta_0 + \beta_1 GES_{S_i} + \beta_2 EST_ACIO_I + \beta_3 EMP_FAM_i + \beta_4 TAM_BOARD_i + \beta_5 TAM_i + \beta_6 IND_BOARD_i + \beta_7 LIQUIDEZ_i + \beta_8 LEV_TER_i + \beta_9 CRESC_RECEC_i + \beta_{10} ATIVO_FIXO_i + \beta_{11} I_ENT_i + \beta_{12} PRICE_TO_BOOK_i + \beta_{13} AUDIT_BIG_i + \beta_{14} DIV_YELD_i + \beta_{15} D_ANO + \beta_{16} D_SETOR \quad (10)$$

Onde:

FA_i: $ln\left[\frac{\pi_{i1}}{\pi_{i0}}\right]$: indicador do tipo de F&A (0 ou 1) sendo:

0 – sem F&A / 1 – F&A (com F&A)

GES_i: ROE; ROA (LUCRO); ROA (EBIT) e ETP_VALUE (foram estimados 5 modelos em função das variáveis explicativas da gestão: 1 – todas as variáveis; 2 – variável ETP_VALUE, 3 – variável ROA (EBIT); 4 – variável ROA (LUCRO); 5 – variável ROE

EST_ACIO_i: estrutura de acionária;

EMP_FAM_i: *dummy* tipo do acionista majoritário;

TAM_BOARD_i: governança corporativa – tamanho do conselho;

IND_BOARD: governança corporativa – independência do conselho;

AUDIT_BIG: *dummy* governança corporativa – auditoria externa do tipo *big four*

TAM_i: tamanho da empresa;

$PRICE_TO_BOOK_i$: valor da ação dividido pelos eu valor contábil;

$LIQUIDEZ_i$: liquidez;

LEV_TER_i: alavancagem;

$CRES_RECEC_i$: crescimento – variação da receita.

$ATIVO_FIXO_i$: ativo fixo tangível;

I_ENT: Índice de Entrincheiramento

DIV_YELD: dividendos

D_ANO: Ano (2010 – 2022) sendo a referência o ano de 2010

D_SETOR: Todos os setores da B3 sendo o Setor de Tecnologia da Informação a referência.

Para a avaliação dos modelos, foram executados os testes de validação, indicados no Quadro 4:

Quadro 4: **Descrição da validação logarítmica realizada pelo Software R® e Python®**

Teste	**Descrição**	**Autores**
Accuracy (Acurácia)	Proporção de predições corretas (tanto positivas quanto negativas) em relação ao total de predições.	Fávero e Belfiore (2024); Kleinbaum (2010)
Precision (Precisão)	Proporção de predições positivas corretas em relação ao total de predições positivas do modelo.	Fávero e Belfiore (2024);
Recall	É a proporção de positivos reais que foram identificados corretamente.	Christensen (1997)
F1-Score	É a média harmônica entre *precision* e *recall*; busca encontrar um equilíbrio entre estes indicadores	Kleinbaum (2010)
AUC (Área abaixo da Curva ROC)	Área sob a curva ROC, capacidade do modelo de distinguir entre as classes positivas e negativas. A curva de *Receiver Operating Characteristic* (ROC) relaciona a sensibilidade versus a especificidade do modelo. Assim, um modelo com nenhum poder preditivo teria a curva ROC como uma linha de 45 graus. Quanto maior o poder preditivo do modelo, maior a curva, e a área sob a curva é utilizada como uma medida de capacidade preditiva do modelo.	Fávero e Belfiore (2024); Kleinbaum (2010)
Corte	Estimado pelo próprio software indica valor do limiar correspondente ao maior AUC encontrado,	Christensen (1997); Fávero e Belfiore (2024);
AIC	Métrica que indica o melhor modelo, sendo aquele que obtiver menor valor.	Fávero e Belfiore (2024); Kleinbaum (2010)
Pseudo R^2	Trata-se de uma extensão do logaritmo natural da verossimilhança, sendo uma medida relativa da qualidade do ajuste de um modelo estimado. Se o modelo ajustado explicar melhor os dados do que o modelo nulo, o denominador será maior que o numerador, e a razão e verossimilhança será menor que 1. Assim, quanto menor a razão, melhor é o modelo; quanto maior o AIC, pior é o ajustamento do modelo.	Fávero e Belfiore (2024);

3.4 Mecanismos Anti-Takeover e Efeito Entrincheiramento

3.4.1 Modelo para análise dos dados em Painel

Para alcançar o objetivo de investigar a presença ou não do efeito entrincheiramento, bem como atender ao proposto na hipótese de que esta presença impacta o valor da empresa e o desempenho da gestão, foi utilizado o modelo de dados em painel. As variáveis dependentes que representaram o desempenho da gestão foram o retorno sobre o patrimônio (ROE), neste caso estimado pelo lucro e pelo EBIT. A variável que mediu o valor de mercado da empresa foi o *price-to-book*. Tais variáveis aplicadas no modelo em painel permitiram visualizar o impacto que o entrincheiramento teve na eficiência com que uma empresa utiliza seus ativos para gerar lucro, na rentabilidade do patrimônio dos acionistas e na percepção de mercado quanto a evolução do seu desempenho.

Neste estudo, o modelo de regressão foi utilizado valendo-se do modelo de dados em painel, que permitiu uma análise mais robusta de dados do tipo *cross-section* e de séries temporais. Foram efetuados os devidos testes para verificação do melhor modelo a ser utilizado, considerando as seguintes possibilidades: tipo *pooled,* efeitos fixos, efeitos aleatórios, e GLS e GMM sistêmico. A descrição de cada um dos testes, bem como a análise das hipóteses previstas, está apresentada no Apêndice B.

Ao abordar a discussão dos modelos de dados em painel, é fundamental considerar as diferentes técnicas utilizadas para lidar com a heterogeneidade e endogeneidade nos dados, as quais incluem o modelo agregado (*pooled*), efeitos fixos, efeitos aleatórios e o Método dos Momentos Generalizados (GMM) sistemático. Cada um desses modelos possui características distintas que os tornam apropriados para diferentes cenários de pesquisa.

No modelo agregado, assume-se que não há heterogeneidade entre os indivíduos ou entidades analisadas, tratando todos os dados como se proviessem de uma mesma população homogênea. Esse modelo é útil em situações em que se considera que as diferenças individuais entre os elementos da amostra são irrelevantes ou inexistentes para a análise em questão (Badi H.; Baltagi, 2021; Jeffrey M. Wooldridge, 2002; Regis *et al*., 2022; Yonghui Zhang *et al*., 2021).

O modelo de efeitos fixos considera que as diferenças individuais entre os elementos podem influenciar os resultados, incorporando uma constante única para cada entidade. Isso permite controlar a heterogeneidade invariável ao longo do tempo, assumindo que as diferenças não observadas entre as entidades são fixas. Esse modelo, por sua vez, é apropriado quando os

dados apresentam variações internas significantes e quando é possível assumir que as variáveis omitidas são constantes ao longo do tempo e correlacionadas com as variáveis independentes (Badi H. Baltagi; Baltagi, 2021; Jeffrey M. Wooldridge, 2002; Regis *et al*., 2022; Yonghui Zhang *et al*., 2021).

Diferente dos efeitos fixos, o modelo de efeitos aleatórios supõe que a variação entre os indivíduos é aleatória e não correlacionada com as variáveis independentes no modelo. Esse método é menos restritivo do que o de efeitos fixos e é geralmente utilizado quando as diferenças individuais não são o foco principal do estudo, mas, ainda assim, são consideradas na estimação do modelo (Badi H. Baltagi, 2021; Jeffrey M. Wooldridge, 2002; Regis *et al*., 2022; Yonghui Zhang *et al*., 2021).

O Método dos Momentos Generalizados (GMM) sistemático é particularmente útil em modelos de dados em painel dinâmicos, em que a endogeneidade das variáveis independentes pode ser um problema. O GMM utiliza instrumentos para os regressores endógenos baseados em defasagens das variáveis dependentes e diferenças. Esse método é robusto em presença de variáveis instrumentais fracas e proporciona estimativas consistentes mesmo quando as variáveis independentes são correlacionadas com o termo do erro (Badi H. Baltagi, 2021; Woodbridge, 2002; Manuel Arellano *et al*., 1991; Richard Blundell *et al*., 1999; Ruth Judson *et al*., 1999).

Ao comparar esses modelos, observa-se que a escolha entre eles depende fundamentalmente da natureza dos dados e dos objetivos específicos da pesquisa. Enquanto o modelo agregado é mais simplista e ignora as heterogeneidades entre indivíduos, os modelos de efeitos fixos e aleatórios proporcionam formas de lidar com essa heterogeneidade. Por sua vez, o GMM é especialmente valorizado em contextos em que a endogeneidade das variáveis é uma preocupação significativa, oferecendo uma abordagem robusta para a obtenção de estimadores consistentes.

Para tanto, foram realizados testes de identificação do melhor modelo de estimação. Os testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman indicarão o melhor modelo a ser estimado. O teste de Wooldridge será utilizado para a identificação de problemas de autocorrelação dos resíduos, e o teste de Wald foi utilizado para a verificação de problemas de heterocedasticidade. Ainda em relação à utilização do modelo GMM sistêmico, serão abordados os testes de raiz unitária de Dickey-FullerExpandido (ADF) e de Phillips–Perron (PP), que permitem verificar se a série de dados é estacionária, essencial para o modelo. Também foram utilizados os testes de Sargan ou Hansen, que verificam a exogeneidade dos instrumentos, e o teste de Arellano e Bond, em

que se verifica a autocorrelação. Todos esses testes apontam para o melhor modelo utilizado (Badi H., 2021; Barros *et al*., 2020, 2020; Woodbridge, 2002; Manuel Arellano *et al*., 1991, 1991; Regis *et al*., 2022; Richard Blundell *et al*., 1999; Stephen Bond; Bond, 2002).

Para testar as hipóteses levantadas ao longo da pesquisa, foram utilizados painéis desbalanceados e testados para a obtenção do modelo mais robusto em termos estatísticos. Assim, foram verificadas a possibilidade de aplicação do modelo *pooled*, efeitos fixos e efeitos aleatórios. Ainda, foi realizado o teste para a verificação da presença de autocorrelação e heterocedasticidade do modelo – neste caso, tendo sido o resultado positivo, foi aplicado o ajuste estimado pelo próprio software R para correção. Foram aplicados os testes de endogeneidade, que implicariam na utilização do modelo GMM.

Na sequência, foram ajustados modelos de regressão para dados em painel, objetivando-se explicar as variáveis de interesse em função de variáveis explicativas, tendo-se reportado apenas o modelo com melhor desempenho. Foram ajustados modelos de regressão usual *(pooled* model), modelo com efeitos fixos (*twoways* para efeitos de ambos, tempo e individual) e com efeitos aleatórios *(twoways* para efeitos de ambos, tempo e individual) e GMM. Em cada abordagem, o melhor modelo foi escolhido após seleção de variáveis usando o método *backward*, considerando 5% de significância.

3.4.2 Variáveis do Modelo em Painel

O modelo em painel permitiu verificar a hipótese 8, no tocante à possibilidade de uma empresa com presença do efeito entrincheiramento possuir menor valor de mercado; permitiu, ainda, observar se um alto nível de entrincheiramento leva as empresas a serem menos rentáveis. As variáveis dependentes que medem o valor da empresa e atuação da gestão, nesta pesquisa, foram respectivamente o valor *price-to-book* (P/B) , ROA estimado pelos lucros, ROA estimado pelo EBIT e o ROE.

O *price-to-book* (P/B) O P/B é calculado dividindo-se o preço de mercado atual de uma ação pelo valor contábil por ação da empresa. Essa métrica proporciona uma visão sobre como o mercado está avaliando a empresa em relação ao seu valor contábil. O valor contábil por ação representa o valor dos ativos de uma empresa que seria teoricamente devolvido aos acionistas se a empresa fosse liquidada, ou seja, após todos os passivos serem pagos. Portanto, o P/B compara o valor que os investidores estão dispostos a pagar pela ação em relação ao valor contábil da empresa. Uma gestão eficiente deve maximizar o retorno sobre os ativos da

empresa. Se a empresa está gerando retornos altos com seus ativos, o valor contábil deve aumentar ao longo do tempo. Um aumento consistente no valor contábil por ação (P/B) indica uma gestão que está gerando valor a partir dos ativos existentes. (Ambrose; Megginson, 1992; Cremers *et al*., 2009; Espahbodi; Espahbodi, 2003; Fama; Jensen, 1983a; Hasbrouck, 1985; Hernando *et al*., 2009; Jensen, 1988; Khurana; Wang, 2019; Lundqvist *et al*., 2019; Manne, 1965; Palepu, 1986; R. Powell, 2015a; Powell, 1997; Taussig; Hayes, 1968; Tunyi, 2021).

O valor da empresa guarda significativa relação com sua capacidade de crescimento e com a possibilidade de criação de valor ao acionista no médio e longo prazo da sua existência, perspectivas que se traduzem com seu desempenho. Este desempenho se relaciona com a capacidade de utilização do ativo de forma a obter melhores retornos futuros (ROA). Verifica-se ainda o relacionamento da gestão em obter melhores resultados (lucros) que possibilitem acionistas obterem por meio dos dividendos os retornos esperados, o que é estimado com base no patrimônio (ROE). A expectativa do mercado é de bons níveis de retornos futuros, expectativa esta que é mensurada pela valorização das ações no mercado. Neste sentido, os indicadores de rentabilidade buscam espelhar a atuação do gestor na capacidade de obter melhores resultados com o ativo e com as aplicações de recursos de forma eficiente (Al Dah *et al*., 2017; Baulkaran, 2014; L. A. Bebchuk *et al*., 2002; Claessens; Fan 2002); Caixe; Krauter, 2013).

Em síntese o ROA , ROE e P/B se complementam na análise da capacidade da gestão em gerar ou destruir valor ao acionista. O ROA mede a eficiência da gestão em utilizar seus ativos para gerar lucro, indicando se a empresa está criando valor a partir de seus recursos. O ROE avalia a habilidade da gestão em gerar retornos sobre o patrimônio dos acionistas, revelando se o capital próprio está sendo empregado de maneira lucrativa. O P/B compara o valor de mercado da empresa com seu valor contábil, refletindo a percepção do mercado sobre a criação ou destruição de valor pela gestão. Quando o ROA e o ROE são altos, e o P/B está acima de 1, sugere-se que a gestão está eficazmente gerando valor. Em contrapartida, baixos ROA e ROE, combinados com um P/B abaixo de 1, podem indicar destruição de valor.

As variáveis explicativas refletem a estrutura de propriedade, tamanho do conselho e independência do conselho, bem como a utilização de uma das *big four* para auditoria externa, variáveis relacionadas à capacidade de gerar valor para o acionista, uma vez que estão sob o monitoramento do gestor. Ainda foram utilizadas as variáveis contábeis, como tamanho e endividamento, que também guardam relação com a capacidade de gerar resultados no negócio

No caso da variável de concentração de propriedade, verifica-se uma relação com o poder que o acionista-controlador obtém na empresa. À medida que se torna possuidor de maior número de ações, espera-se um comportamento que favoreça seus interesses em detrimento dos demais acionistas. Esse comportamento poderá ser refletido nas decisões futuras, inclusive aquelas que determinam a presença de mecanismos de proteção. Observa-se, ainda, a perspectiva de que, em países com baixa proteção ao investidor, como os em desenvolvimento, a atuação do acionista controlador tende a propiciar uma expropriação do acionista minoritário, o que é corroborado pelos mecanismos de governança menos eficientes. Espera-se, portanto, uma relação negativa entre a concentração de propriedade e o valor da empresa (Claessens *et al*., 2002; Coelho *et al*., 2017; Dalmácio *et al*., 2013; Sánchez-Ballesta; García-Meca, 2007; Silveira *et al*, 2019; Freitas *et al*., 2020b; Caixe; Krauter, 2013).

A variável família indica a presença de um membro familiar no controle acionário da empresa. O controle familiar segundo Shim e Okamuro (2011) desempenha um papel de destaque na condução dos negócios e especialmente nas transações de F&A. Segundo os autores é possível que a necessidade de manutenção do controle na família e ainda a perpetuação do negócio, levem os acionistas controladores, enquanto membros da família, a evitar a participação em transações de F&A que coloquem em risco o patrimônio. Neste sentido a variável poderá promover o aumento do valor da empresa, com reduzindo riscos e o aumento patrimonial familiar.

O relacionamento do conselho de administração com a gestão da empresa é percebido como forma de controle e guarda dos interesses dos acionistas. Em mercados com ações do tipo pulverizada, espera-se um conselho que assegure decisões que privilegiem os acionistas, que de forma geral estão longe da condução dos negócios. Em países como o Brasil, com uma estrutura acionária do tipo concentrada e com a presença do acionista-controlador à frente dos negócios, o conselho busca defender os interesses do acionista-controlador. Em ambos os casos, pretende o conselho atuar como um dos "guardiões" da boa conduta da gestão, levando a um comportamento mais comprometido com a geração de valor para a empresa — proporcionando, consequentemente, melhores resultados aos acionistas. Nestes casos, espera-se uma relação positiva entre a presença e o tamanho de um conselho com o valor da empresa (Al Dah *et al*., 2017; L. Bebchuk *et al*., 2009; Borges *et al*., 2020; Caldwell-Harris; Morris, 2008; Michael e Dixon, 2017; Freitas *et al*., 2020a; Santos *et al*., 2019).

Os estudos relacionam o tamanho da empresa com sua capacidade de gerar resultados; assim, empresas maiores poderão garantir ganhos mais consistentes e, possivelmente, aumento

do valor patrimonial aos acionistas. Sob esse mesmo olhar, espera-se de maiores empresas uma maior transparência e maior comprometimento com a qualidade das informações levadas ao mercado e, por fim, menores níveis de assimetria, tendo em vista sua visibilidade e protagonismo no mercado em que se inserem. Todo este contexto corrobora para uma relação positiva entre o desempenho da empresa e seu tamanho (Baulkaran, 2014; Florackis; Ozkan, 2009; Handoo; Sharma, 2014; Ji *et al*., 2019; Konraht *et al*., 2020; Lewellyn; Muller-Kahle, 2012, 2012; Zhao, 2013).

Por outro lado, o nível de endividamento guarda uma relação negativa com o valor da empresa, uma vez que seu aumento poderá levar a uma percepção de risco quanto à capacidade de pagamento dos compromissos da empresa a seus credores. Apesar disso, poderá também representar, por meio da alavancagem, uma possibilidade de retornos acima dos juros a serem pagos aos credores. Neste último caso, verifica-se um relacionamento positivo até determinado grau de endividamento por parte das empresas que ainda têm a seu favor, neste caso, a redução tributária propiciada pela redução dos impostos devidos sobre o lucro (Baulkaran, 2014; Florackis; Ozkan, 2009; Handoo; Sharma, 2014; Ji *et al*., 2019; Konraht *et al*., 2020; Lewellyn & Muller-Kahle, 2012, 2012; Zhao, 2013).

A variável que trata dos dividendos expressa a relação entre o valor pago com o valor da ação antes do seu pagamento. No contexto do valor de mercado das empresas observa-se esta perspectiva de forma similar aquela tratada quando da possibilidade de uma empresa ser alvo o não de uma F&A. Sob o olhar de investidores e acionistas e com vistas a uma redução da possibilidade da atuação discricionária do controlador em relação aos acionistas minoritários, espera o pagamento de altos valores de dividendos. Portanto uma empresa será percebida como bem gerida quando existir o pagamento de dividendos de forma consistente (Jensen, 1986; Rahman et al, 2018; Yusuf, 2019)

Em outro contexto o valor de mercado ou mesmo a atuação da gestão poderá ser questionada quando os pagamentos de dividendos comprometerem o crescimento da empresa. Neste caso a retenção dos lucros reflete e poderá sinalizar uma gestão alinhada aos interesses de aumentar o valor patrimonial dos acionistas (Feito-Ruiz et al., 2020; Rodrigues e Stevenson, 2013)

O Quadro 5 apresenta um resumo das variáveis a serem utilizadas no modelo em painel, para avaliar o impacto do efeito entrincheiramento no valor de mercado e na gestão das empresas.

Quadro 5: **Variáveis do modelo em painel para análise do efeito entrincheiramento**

Sigla	Nome	Mensuração	Sinal	Referência
Variáveis Dependentes				
PRICE-TO-BOOK	Valor de mercado	Variável indicadora do valor de mercado, neste caso definida pela relação entre o valor de mercado das ações e o seu valor contábil (valor patrimonial dividido pela quantidade de ações)	+	(Ambrose; Megginson, 1992; Cremers *et al*., 2009; Espahbodi; Espahbodi, 2003; Fama; Jensen, 1983a; Hasbrouck, 1985; Hernando *et al*., 2009; Jensen, 1988; Khurana; Wang, 2019; Lundqvist *et al*., 2019; Manne, 1965; Palepu, 1986; R. Powell, 2015a; Powell, 1997; Taussig; Hayes, 1968; Tunyi, 2021)
ROA_EB	Desempenho	Variável indicadora do desempenho financeiro da empresa, aqui representado pela eficiência da utilização dos ativos para a obtenção dos lucros tendo por quociente o EBIT, definida por: ROA (retorno sob o ativo) sendo estimado no quociente entre o EBIT (earnings before interest and taxas) e o ativo.	+	(Ambrose; Megginson, 1992; Cremers *et al*., 2009; Espahbodi; Espahbodi, 2003; Fama; Jensen, 1983a; Hasbrouck, 1985; Hernando *et al*., 2009; Jensen, 1988; Khurana; Wang, 2019; Lundqvist *et al*., 2019; Manne, 1965; Palepu, 1986; R. Powell, 2015a; Powell, 1997; Taussig; Hayes, 1968; Tunyi, 2021)
ROA_LUCRO	Desempenho	Variável indicadora do desempenho financeiro da empresa, aqui representado pela eficiência da utilização dos ativos para a obtenção dos lucros tendo por quociente o LUCRO, neste caso definida por: ROA (retorno sob o ativo) sendo estimado como base no quociente entre o lucro líquido e o ativo.	+	(Ambrose; Megginson, 1992; Cremers *et al*., 2009; Espahbodi & Espahbodi, 2003; Fama & Jensen, 1983a; Hasbrouck, 1985; Hernando *et al*., 2009; Jensen, 1988; Khurana; Wang, 2019; Lundqvist *et al*., 2019; Manne, 1965; Palepu, 1986; R. Powell, 2015a; Powell, 1997; Taussig; Hayes, 1968; Tunyi, 2021)

Quadro 5: **Variáveis do modelo em painel para análise do efeito entrincheiramento (continuação).**

ROE	Desempenho	Variável do desempenho da empresa em gerar rentabilidade aos seus acionistas, neste caso definida por: ROE (retorno sob o patrimônio) sendo o quociente entre o lucro e o patrimônio líquido;		(Ambrose; Megginson, 1992; Cremers *et al*., 2009; Espahbodi; Espahbodi, 2003; Fama & Jensen, 1983a; Hasbrouck, 1985; Hernando *et al*., 2009; Jensen, 1988; Khurana; Wang, 2019; Lundqvist *et al*., 2019; Manne, 1965; Palepu, 1986; R. Powell, 2015a; Powell, 1997; Taussig; Hayes, 1968; Tunyi, 2021)
Variáveis Explicativas a serem testadas				
I_ENT	Indice de entrincheiramento	Variável a ser testada quanto ao impacto na criação de valor da empresa. Será construída com base nos mecanismos *anti-takeover* presentes nas empresas.	+ -	(Elmagrhi *et al*., 2020; Antounian *et al*., 2021; Baulkaran, 2014; Bebchuk *et al*., 2009; Dah *et al*., 2020; Gompers *et al*., 2003)
D_FEA	Fusão e aquisição	Variável *dummy* que indicará a situação da empresa quanto a condição na F&A sendo: 0 para empresa não envolvida em nenhuma transação de F&A 1 para a empresa envolvida como alvo de uma F&A do tipo indesejada.	+ -	

Quadro 5: **Variáveis do modelo em painel para análise do efeito entrincheiramento (continuação).**

Variáveis Independentes (controle)				
EST_ACIO	Concentração de propriedade	Variável que mede a relação entre a participação acionária dos cinco maiores acionistas.	-	(Claessens *et al*., 2002; Coelho *et al*., 2017; Dalmácio *et al*., 2013; Sánchez-Ballesta; García-Meca, 2007)
TAM_BOARD	Tamanho do conselho	Número de membros do conselho de administração.	+	(Al Dah *et al*., 2017; L. Bebchuk *et al*., 2009; Borges *et al*., 2020; Caldwell-Harris; Morris, 2008)
IND_BOARD	Independência do conselho	Percentual de membros independentes no conselho de administração.	+	(Al Dah *et al*., 2017; L. Bebchuk *et al*., 2009; Borges *et al*., 2020; Caldwell-Harris; Morris, 2008)
AUD_IBIG	Tipo de auditoria externa	Variável dummy que indica a utilização para uma das *big four* como empresa de auditoria externa: sendo 1 para sim, e 0 para não.	-	(Baulkaran, 2014; Florackis; Ozkan, 2009; Handoo; Sharma, 2014; Ji *et al*., 2019; Konraht *et al*., 2020; Lewellyn; Muller-Kahle, 2012, 2012; Zhao, 2013)
EMP_FAM	Tipo de acionista majoritário	Variável dummy que indicará se a empresa tem como acionista majoritário a família. Portanto assumirá valor 1 para os casos em que a maioria das ações estejam de posse de um familiar e 0 caso contrário.	-	(Bauguess; Stegemoller, 2008; Holmen; Nivorozhkin, 2007; Shim; Okamuro, 2011)

Quadro 5: **Variáveis do modelo em painel para análise do efeito entrincheiramento (continuação).**

TAM	Tamanho	Valor total dos ativos.	+	(Baulkaran, 2014; Florackis; Ozkan, 2009; Handoo; Sharma, 2014; Ji *et al*., 2019; Konraht *et al*., 2020; Lewellyn; Muller-Kahle, 2012, 2012; Zhao, 2013)
LEV_TER	Endividamento	Variável que indica o valor entre as dívidas da empresa e o total do ativo.	+ -	(Baulkaran, 2014; Florackis; Ozkan, 2009; Handoo; Sharma, 2014; Ji *et al*., 2019; Konraht *et al*., 2020; Lewellyn; Muller-Kahle, 2012, 2012; Zhao, 2013).
DIV_YELD	Dividendos por Ação	Variável que reflete os rendimentos dos dividendos pagos aos acionistas. É estimada pela relação entre o valor pago dos dividendos com pelo preço da ação antes da distribuição.	+ -	(Jensen, 1986; Easterbrook, 1984; Feito-Ruiz et al., 2020; Rodrigues e Stevenson, 2013; La Porta et al., 2000; Yusuf, 2019)

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados obtido nos relatórios contábeis e financeiros das empresas

A equação 11 apresenta a regressão para dados em painel que será oriunda dos testes realizados para o modelo a ser utilizado (Al Dah *et al*., 2017; L. Bebchuk *et al*., 2009; Caixe; Krauter, 2013; Gompers *et al*., 2003).

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 Y_LAG_{it} + \beta_2 I_ENT_{it} + \beta_2 EST_ACIO_{it} + \beta_3 LEV_TER_{it} + \beta_4 D_FEA + \beta_5 AUDIT_BIG_{it} + \beta_6 TAM_BOARD_{it} + \beta_7 IND_BOARD_{it} + \beta_8 TAM_{it} + \beta_9 EMP_FAM_{it} + \beta_{10} DIV_YELD_{it} + \beta_m D_ANO_{it} + \beta_n D_SETOR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

Onde:

Y_{it} = *PRICE-TO-BOOK*; ROA_EB; ROA_LUCRO; ROA_LUCRO: *variáveis dependentes*

PRICE-TO-BOOK _LAG1: variável defasada do price-to-book

ROA_EB_LAG1: variável defasada do roa (ebit)

ROA_LUCRO_LAG1: variável defasada do roa (lucro)

ROE_LAG1: variável defasada do roe

I_ENT_{it}: *variável que mede o nível de entrincheiramento*

EST_ACIO_{it}: *variável que mede o nível de concentração acionária*

LEV_TER_{it}*: variável indicadora do nível de Endividamento;*

TAM_BOARD_{it}*: variável medidora do nível de GC – tamanho do conselho*

IND_BOARD_{it}*: variável medidora do nível de GC – independência do conselho*

TAM_{it} *: ativo total;*

D_FEA: variável dummy indicadora de uma F&A

$AUDIT_BIG_{it}$: *variável dummy indicadora de empresa auditada por uma big four*

EMP_FAM_{it}: *variável dummy indicadora da situação da empresa se empresa familiar ou não.*

D_ANO_{it}*: variável dummy dos anos na amostra de 2010 a 2022 (sendo 2010 a referência)*

D_SETOR_{it} *: variável dummy indicadora os setores da amostra (sendo a referência o consumo de bens não essenciais)*

DIV_YELD : variável que indica o valor dos dividendos pagos pela empresa.

Observa-se que a variável de valor da empresa/desempenho, neste estudo, está sendo abordada em três vertentes: uma delas considerando o valor de mercado (sob a ótica da valorização medida pelo *price-to-book)*, e outra pelo ROA (medido pelo EBIT e pelo lucro) medido a gestão sob o aspecto da boa utilização dos recursos, e a terceira pelo ROE (retorno sobre o patrimônio) medindo a gestão na geração de valor ao acionista.

No que diz respeito ao ROA, optou-se por estimar em relação ao EBIT, que traz uma perspectiva com o lucro operacional e com o lucro líquido em uma perspectiva com relação ao resultado após as destinações após o lucro bruto. Com essas variáveis, foi possível obter um panorama geral do valor da empresa para o mercado, para a própria gestão e para os investidores e acionistas. Foi possível, ainda, estudar o relacionamento dessas variáveis com o nível do entrincheiramento (alvo da pesquisa) e com fatores relacionados à transparência e governança

corporativa; foi possível, ainda, observar a relação das variáveis com o fato de a empresa ter sido (ou não) alvo de uma F&A.

Ainda tratando das variáveis que medem, de alguma forma, o valor da empresa — reflexo também da atuação da gestão , tem se observado a presença de endogenia. Trata-se, por exemplo, do fato de que os reflexos de valor de mercado e/ou dos resultados das empresas não serão contemporâneos de seus motivadores ou do que estes resultados motivam, conhecidos como casualidade reversa, conforme apontam Barros *et al*. (2018). Os autores indicam, em seus resultados, que os modelos mínimos quadrados ordinários (MQO), efeitos fixos (EF) e efeitos aleatórios (EA) serão inconsistentes na presença da endogeneidade (Barros *et al*., 2020; Dhankar, 2019; Leslie Rodríguez-Valencia; Prosper Lamothe Fernández, 2023; Palia, 2001; Tien Dat Dang *et al*., 2021; Wintoki *et al*., 2012).

Por outro lado, uma forma de obter melhor resultados no contexto a endogeneidade é a utilização de variáveis instrumentais (Barros *et al*., 2018). Para tanto os modelos em painel avançam no sentido de reduzir a heterogeneidade não observada nas empresas, que não varia ao longo do tempo. Mas os modelos EA e EF poderão esbarrar no quesito correlação entre erros e regressores, não atendendo à suposição da exogeneidade estrita, e é neste ponto que se insere a possibilidade de eventos anteriores poderem ter influenciado a situação atual. Isto se verifica em questões relacionadas ao valor da empresa (Barros *et al*., 2020; Jeffrey M. Wooldridge; Wooldridge, 2002; Richard Blundell *et al*., 1998).

Assim, a utilização de regressores que constituem as próprias variáveis envolvidas, mas defasadas, permitem reduzir e endogeneidade, uma vez que são exógenos e não correlacionados com os erros – a chamada exogeneidade sequencial dos regressos. Modelos como GMM-Dif, de Manuel Arellano *et al*.(1991), ou GMM-Sis, de Richard Blundell *et al*. (1998), aplicam estas últimas condições obtendo resultado mais eficientes. Para a aplicação desses modelos será necessário o atendimento do pressuposto da não existência de autocorrelação de segunda ordem, verificada em teste proposto pelos próprios autores.

No caso da variável de concentração de propriedade, verifica-se uma relação com o poder que o acionista-controlador obtém na empresa. À medida que se torna possuidor de maior número de ações, espera-se um comportamento que favoreça seus interesses em detrimento dos demais acionistas. Esse comportamento poderá ser refletido nas decisões que serão tomadas, inclusive naquelas que determinam a presença de mecanismos de proteção. Observa-se, ainda, a perspectiva de que, em países com baixa proteção ao investidor, como os países em desenvolvimento, a atuação do acionista controlador tende a propiciar uma expropriação do

acionista minoritário, o que é corroborado por mecanismos de governança menos eficientes. Espera-se, portanto, uma relação negativa entre a concentração de propriedade e o valor da empresa (Claessens *et al*., 2002; Coelho *et al*., 2017; Dalmácio *et al*., 2013; Sánchez-Ballesta; García-Meca, 2007; Silveira *et al*, 2019; Freitas *et al*., 2020b; Caixe; Krauter, 2013).

No modelo Brasileiro, para os casos de uma oferta pública de aquisição (OPA), observa-se um comportamento distinto para as chamadas *poison-pills*. Diferente do modelo Estadunidense, no Brasil o adquirente deverá efetuar a proposta de compra para todos os acionistas da empresa por um preço superior ao preço justo ou de mercado. Surge nesta situação uma espécie de prêmio, previsto em cláusula do estatuto da empresa. Essa cláusula poderá ser acionada mediante um "gatilho", um ponto limite para o percentual de ações adquirido por algum comprador no mercado. Pode-se relacionar a presença de tais fatores com o possível aumento do efeito entrincheiramento – e consequente impacto na redução do valor da empresa (Ambrozini *et al*., 2015; Hall, 2016; Handoo; Sharma, 2014; Portulhak *et al*., 2017; Santos; Almeida, 2019; Sikes *et al*., 2014).

O relacionamento do conselho de administração com a gestão da empresa é tido como de controle e guarda dos interesses dos acionistas. Em mercados com ações do tipo pulverizadas, espera-se um conselho que assegure decisões que privilegiem os acionistas, que de forma geral estão longe da condução dos negócios. Em países como o Brasil, com uma estrutura acionária do tipo concentrada e com a presença do acionista-controlador à frente dos negócios, o conselho busca defender os interesses do acionista-controlador. Em ambos os casos, a atuação visa atuar como um dos "guardiões" da boa conduta da gestão, levando a um comportamento mais comprometido com a geração de valor para a empresa, proporcionando, na sequência, melhores resultados aos acionistas. Nestes casos, espera-se uma relação positiva entre a presença e o tamanho de um conselho com o valor da empresa (Al Dah *et al*., 2017; L. Bebchuk *et al*., 2009; Borges *et al*., 2020; Caldwell-Harris; Morris, 2008; Michael; Dixon, 2017; Freitas *et al*., 2020a; Santos *et al*., 2019).

Os estudos citados relacionam o tamanho da empresa com sua capacidade de gerar resultados; assim, empresas maiores poderão garantir ganhos mais consistentes e, possivelmente, aumento do valor patrimonial dos acionistas. Sob esse mesmo olhar, espera-se de empresas maiores uma maior transparência e maior comprometimento com a qualidade das informações levadas ao mercado e, por fim, menores níveis de assimetria, tendo em vista sua visibilidade e protagonismo no mercado em que se inserem.

Todo este contexto corrobora para uma relação positiva entre o desempenho da empresa e seu tamanho. Por outro lado, o nível de endividamento guarda uma relação negativa com o valor da empresa, uma vez que seu aumento poderá levar a uma percepção de risco quanto à capacidade de pagamento dos compromissos da empresa a seus credores. Apesar disso, poderá também representar, por meio da alavancagem, uma possibilidade de retornos acima dos juros a serem pagos aos credores. Neste último caso, verifica-se um relacionamento positivo até determinado grau de endividamento por parte das empresas que ainda têm a seu favor, neste caso, a redução tributária propiciada pela redução dos impostos devidos sobre o lucro (Baulkaran, 2014; Florackis; Ozkan, 2009; Handoo; Sharma, 2014; Ji *et al*., 2019; Konraht *et al*., 2020; Lewellyn; Muller-Kahle, 2012; Zhao, 2013).

O Apêndice A apresenta um resumo dos testes que foram executados e permitiram avaliar os modelos, bem com definir o modelo que apresente os resultados com maior robustez e que também se alinhem ao proposto na literatura sobre o tema.

3.5 Relacionamento entre as hipóteses testadas e a metodologia aplicada.

Nesta seção, são apresentadas as ferramentas metodológicas utilizadas para testar as hipóteses propostas na seção 2.8. As hipóteses 1 a 5 tratam da probabilidade de uma empresa ser alvo de uma fusão ou aquisição (F&A) por meio da aplicação do modelo Logit. As hipóteses 6 a 8, por sua vez, visam identificar o impacto do efeito de entrincheiramento no valor de mercado e no desempenho das empresas da amostra.

A hipótese 1 busca verificar se empresas subavaliadas possuem maior probabilidade de serem alvos de F&A. Para tanto, será utilizado o modelo Logit, tendo como variável explicativa o Enterprise Value (ETP_VALUE), que mede o valor de mercado percebido da empresa. Além disso, as variáveis ROA_EB, ROA_Lucro e ROE serão empregadas para avaliar o desempenho da gestão em termos de retorno sobre ativos e patrimônio. Essas variáveis têm como objetivo captar se uma empresa está sendo percebida como apresentando resultados abaixo do esperado, tanto em termos de valor de mercado quanto de desempenho operacional.

A hipótese 2 testará a influência de ser uma empresa familiar, medida pela variável explicativa EMP_FAM, na redução das chances de ser alvo de F&A. Também utilizando o modelo Logit, será possível identificar o impacto dessa característica sobre a probabilidade de uma empresa

ser alvo de fusões e aquisições. De maneira semelhante, o modelo Logit será utilizado para testar a hipótese 3, na qual a variável explicativa EST_ACIO medirá o nível de concentração acionária, definido pelo percentual de ações em posse de até cinco acionistas.

A hipótese 4 analisará o impacto de diferentes níveis de governança corporativa sobre a probabilidade de uma empresa ser alvo de F&A. As variáveis explicativas incluem o tamanho do conselho (TAM_BOARD), a independência do conselho (IND_BOARD) e a utilização de uma auditoria de uma das *big four* (AUDIT_BIG). Esse conjunto de variáveis será utilizado no modelo Logit para verificar se maiores níveis de governança aumentam as chances de a empresa ser alvo de F&A.

A hipótese 5 explora o relacionamento entre o efeito entrincheiramento (I_ENT) e a probabilidade de uma empresa ser alvo ou não de F&A (D_FEA). A variável explicativa foi construída com base no cálculo do índice de entrincheiramento, fundamentado nos mecanismos anti-takeover utilizados pelas empresas da amostra. Após o cálculo do índice, foi possível investigar se maiores níveis de entrincheiramento estão associados a uma menor probabilidade de a empresa ser alvo de F&A.

As hipóteses 6 e 7 examinam o relacionamento entre o índice de entrincheiramento, a concentração de propriedade e o fato de a empresa ser ou não alvo de F&A. Para a hipótese 6, foi analisada a correlação de Spearman entre a variável concentração acionária e o índice de entrincheiramento. Já a hipótese 7 consistiu em verificar se ser alvo de uma F&A indesejada aumentaria o índice de entrincheiramento. Para isso, foi realizada uma análise descritiva, por meio de testes de variância, entre os grupos de empresas alvos e não alvos de F&A.

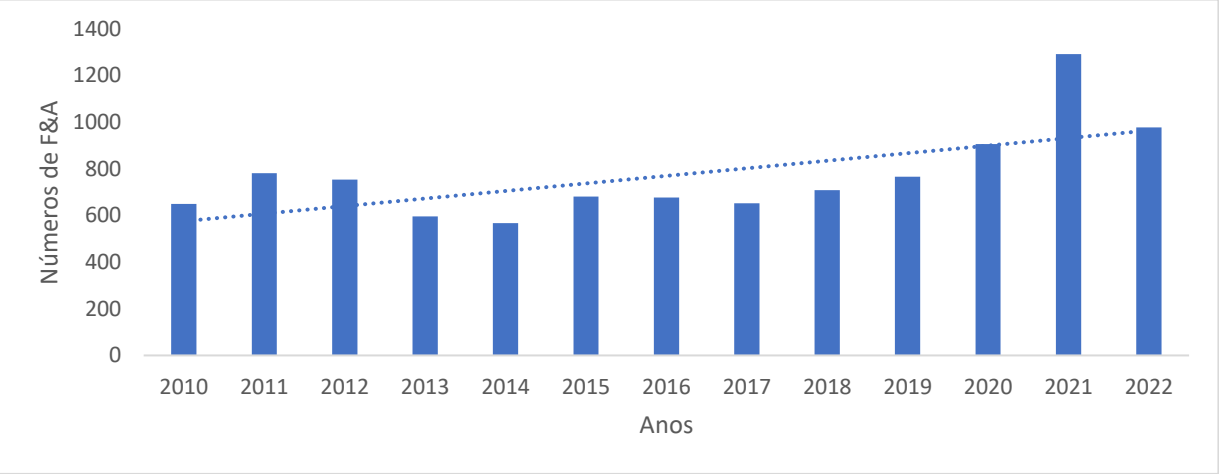
Por fim, a hipótese 8 foi testada por meio da estimação de modelos com dados em painel. O modelo FGLS foi utilizado para a variável dependente Price-to-book, que mede o valor de mercado das empresas, enquanto o modelo GMM foi aplicado para as variáveis ROA_EBIT, ROA_Lucro e ROE, que avaliam o desempenho das empresas da amostra. A variável explicativa índice de entrincheiramento foi utilizada para captar o impacto do entrincheiramento na criação de valor para os acionistas, tanto em termos de valor de mercado quanto de desempenho operacional.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise Descritiva da Amostra

O Gráfico 1 apresenta a evolução das F&A no Brasil durante o período da pesquisa. Neste gráfico, são incluídas todas as F&As cujo alvo tenha sido uma empresa brasileira, seja de capital aberto ou fechado, com base em dados fornecidos pela Refinitiv. Diferente dos dados analisados na amostra deste trabalho, o gráfico apresenta a evolução das F&As de todas as empresas brasileiras, , incluindo, além das públicas, as privadas, subsidiárias e estatais, evidenciando o processo global de evolução de F&A no mercado brasileiro.

Gráfico 1: Evolução das F&A no Brasil entre 2010 e 2022



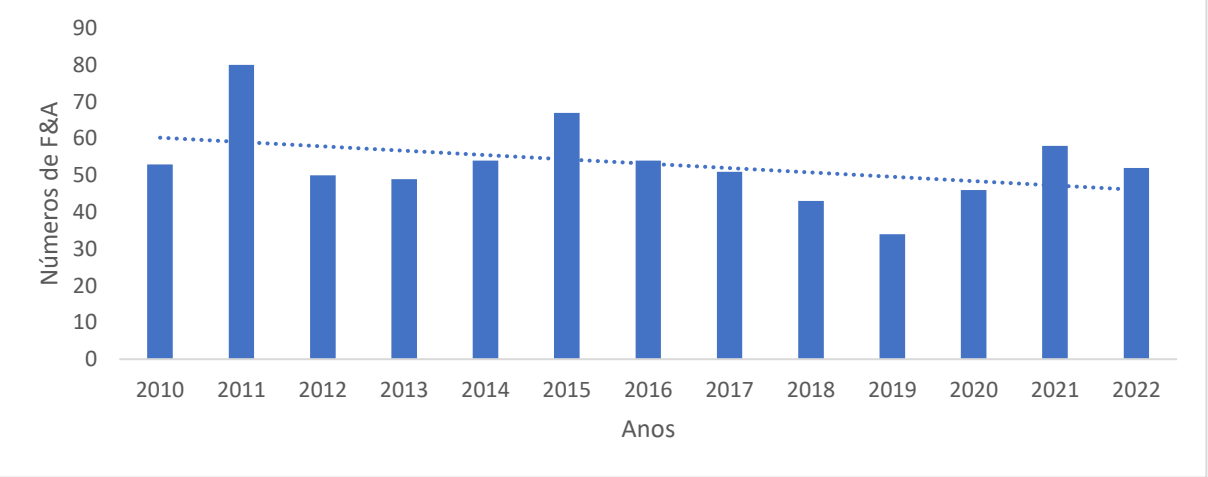
Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da Refinitiv

.

A análise dos dados sobre fusões e aquisições (F&A) no Brasil revela uma tendência de crescimento no número de transações ao longo do período estudado, de 2010 a 2022. Esse aumento é mais notável a partir de 2017, alcançando um pico em 2021, antes da leve queda apresentada em 2022. Neste estudo, a análise dos alvos de fusões e aquisições (F&A) no Brasil parte dos resultados de Fonseca & Almeida (2023), que identificaram uma onda significativa de F&A de 2007 a 2017. Períodos de maior atividade de F&A podem estar associados a fatores como otimismo econômico, disponibilidade de capital e políticas favoráveis que incentivam as corporações a buscar expansão através de fusões ou aquisições. A redução observada em 2022 pode ser um indicativo de ajustes de mercado ou mudanças nas condições econômicas que impactam as decisões estratégicas das empresas.

A variabilidade dos dados exemplifica como as dinâmicas de F&A no Brasil são influenciadas por uma combinação de fatores internos e externos que afetam o apetite e a capacidade das empresas de se engajar em tais operações. Compreender essas tendências permite prever futuras movimentações no mercado auxiliando na tomada de decisões estratégicas por parte das empresas e investidores. No Gráfico 2, por sua vez, pode-se verificar a evolução das F&A considerando apenas as empresas de capital aberto, ou seja, aquelas constantes na amostra da presente pesquisa.

Gráfico 2: Evolução das F&A no Brasil entre 2010 e 2022 – Empresas de Capital Aberto



Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

Com base no Gráfico 2, observa-se uma tendência de queda no volume de F&A no Brasil ao se considerar apenas as empresas que foram alvos e que estão listadas na B3 com capital aberto. O aumento geral nas fusões e aquisições no Brasil, observado no Gráfico 1, pode estar sendo impulsionado por transações entre empresas privadas, subsidiárias ou estatais. Essas entidades, por não estarem sujeitas às mesmas regulamentações rígidas aplicadas às empresas de capital aberto, possuem maior flexibilidade em suas negociações e na estruturação de acordos. Além disso, as empresas privadas enfrentam menos exigências em termos de transparência e governança corporativa, o que facilita a agilidade dos processos de F&A. Destaca-se uma queda nos anos de 2019 e 2020 como resultados do impacto de mudanças estruturais provocadas pela crise sanitária da COVID19 que refletiu-se nos cenário macroeconômico no ano de 2020 e seguintes.

A base deste estudo foi composta por empresas de capital aberto listadas na B3 entre 2010 e 2022. Foram identificadas transações de F&A, foram consideradas todas as transações

independentes da forma de liquidação (ações e ou dinheiro), mas somente aquelas que efetivamente foram concretizadas, sendo a data de aquisição aquela em que a F&A foi finalizada. A Tabela 2 descreve a quantidade de empresas e observações constantes na amostra:

Tabela 2: Descrição das empresas componentes da amostra

Quantidade de Empresas	Especificação
380	Todas as empresas da amostra
(-) 77	Exclusão das empresas com pelo menos uma variável não disponível
303	Empresas na amostra
Observações	303 (empresas) x 13 (anos) = 3.939
(-) missings	645
(-)informações dos períodos subsequentes ao ano de aquisição	1.109
Total final de observações	**2.830**

Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa

É importante ressaltar que a base de dados inclui informações financeiras de empresas, independentemente de terem passado por processos de F&A. No entanto, a ocorrência de F&A reduz a amostra, devido à baixa frequência desse evento. Para evitar o viés pós-F&A, foram considerados apenas o ano de ocorrência do F&A e os dois anos anteriores. A Tabela 3 apresenta a distribuição das transações de F&A ocorridas nas empresas e no período compreendido na amostra:

Tabela 3: Distribuição setorial das transações de F&A entre 2010 e 2022

	Intra Setorial (%)				**Total da Amostra (%)**		
Setor	**Tipo 1**	**Tipo 0**	**Total**	**Emp.**	**Tipo 1**	**Tipo 0**	**Total**
Bens de Consumo não essenciais	16.18	83.82	100.00	68	3.63	18.81	22.44
Bens de consumos essenciais	23.08	76.92	100.00	26	1.98	6.60	8.58
Energia	25.00	75.00	100.00	12	0.99	2.97	3.96
Financeiro	18.52	81.48	100.00	27	1.65	7.26	8.91
Imóveis	20.00	80.00	100.00	20	1.32	5.28	6.60
Industriais	18.37	81.63	100.00	49	2.97	13.20	16.17
Materiais	15.38	84.62	100.00	26	1.32	7.26	8.58
Saúde	50.00	50.00	100.00	16	2.64	2.64	5.28
Tecnologia da Informação	28.57	71.43	100.00	7	0.66	1.65	2.31
Utilidades	23.68	76.32	100.00	38	2.97	9.57	12.54
Total				**303**	**21.12**	**78.88**	**100.00**

Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa

Legenda: 0 – empresa em que não houve transação de F&A; 1 – empresa em que houve transação de F&A;

A tabela apresentada detalha a distribuição percentual de empresas que passaram por Fusões e Aquisições F&A (Tipo 1) e as que não passaram por tais processos (Tipo 0) dentro de diferentes setores econômicos. A tabela foi separada em duas seções (intra setorial e total da amostra) a primeira apresenta a distribuição das F&A dentro dos setores. Neste caso, foram verificados os números de transações ocorridas no período de 2010 a 2022 e comparando a quantidade de empresas que foram ou não alvos naquele setor específico. Na segunda seção, foram comparados o número de transações relativamente ao total das empresas constantes da amostra, neste caso portanto comparando os setores entre si.

A partir dos dados da Tabela 3, verifica-se que a maioria das empresas constantes na amostra não foi alvo de nenhum tipo de F&A. Um olhar setorial permite inferir que, nos setores de consumo de bens não essenciais, seguidos pelo setor industrial e de utilidades, houve maior ocorrência de eventos relacionados com a F&A. Os três setores, quando somados, representam quase 50% do total das ocorrências no período analisado. Esses setores também representam a maior parte da amostra, com um total de 53,22% das ocorrências. Tem-se, portanto, que a alta ocorrência de eventos de F&A nesses setores é proporcional à sua maior presença na amostra, explicitando uma participação significativa tanto em termos de quantidade de eventos quanto de representatividade na amostra analisada. Por outro lado, o setor com menor número de F&A foi o setor de tecnologia da informação, representando cerca de 0,66% do total da amostra.

No cenário das empresas participantes da amostra, obteve-se o índice de entrincheiramento, que constitui uma das variáveis independentes analisadas tanto para estimar a probabilidade de uma empresa se tornar alvo de uma F&A quanto para medir o impacto disso no valor de mercado das empresas. A Tabela 4 descreve os componentes do índice de entrincheiramento.

Tabela 4:Análise dos componentes do índice de entrincheiramento

Mecanismo	**Participação no Índice**	**Frequência**		**Frequência Total (%)**
		Tipo - 0 (%)	**Tipo - 1 (%)**	
Tag Along	0.1250	70.50	66.67	**55.75**
Dual Class	0.1250	27.22	15.72	**21.08**
Sataggered_board	0.1250	1.24	3.14	**1.07**
Insider Owership	0.1250	6.96	11.32	**5.72**
Maior Acio = Contr	0.1250	27.78	18.24	**21.61**
Golden Parachute	0.1250	0.97	0.00	**0.76**
Maior Acio = PC (duality)	0.1250	6.14	10.06	**5.04**
Controlador = Membro Cons	0.1250	9.70	10.06	**7.71**
Indice de Entrincheiramento - Média	**1.0000**	**18.81**	**16.90**	

Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa

Observa-se que foram encontrados na amostra componentes que, de alguma forma, contribuem para dificultar a ocorrência de um processo de F&A, mas que também podem influenciar o comportamento do gestor, resultando em maiores poderes e influência nas decisões tomadas durante sua gestão. Cada componente contribui com o mesmo peso percentual na construção geral do índice, esta abordagem foi utilizada nos trabalhos de Gompers et al. (2003), Bebchuk et al. (2009) e Dah et al. (2020).

Segundo Bebchuk et al. (2009), apesar de ser uma abordagem mais simples, reflete de forma geral a equivalência do impacto de cada mecanismo na possível redução do valor da empresa. Esta perspectiva também é reforçada por Dah et al. (2020) que segue o mesmo critério sob a justificativa de que isto reflete a relevância uniforme de cada fator no entrincheiramento gerencial. No trabalho pioneiro sobre o tema de Gompers et al. (2003), a mesma abordagem foi adotada sob a perspectiva de simplificar a medição da governança corporativa e captar o impacto individual dos mecanismos. A atribuição de pesos iguais a cada componente do índice de entrincheiramento permite uma análise equitativa das dimensões que contribuem para o entrincheiramento gerencial nas empresas. Espera-se que, quanto maior for o índice, mais segurança e estabilidade terá o gestor.

O componente mais presente foi o *tag along*, (55,75% da amostra) é uma estratégia corporativa projetada para proteger os interesses dos acionistas e manter a estabilidade da empresa em situações de mudança de controle acionário. O *tag along* assegura aos acionistas minoritários o direito de vender suas ações nas mesmas condições oferecidas ao acionista majoritário em caso de venda. Portanto, a cláusula *tag along* pode dificultar aquisições indesejadas, pois o potencial adquirente deve considerar a necessidade de comprar todas as ações, incluindo as dos minoritários. O *tag along* explicita sua importância, dada as peculiaridades do mercado brasileiro, oferecendo uma proteção adicional para os minoritários nas empresas abertas.

A prática de ter o controlador como maior acionista também foi observada em 21,61% dos casos, situação em que a gestão é daquele que possui maior participação. Ainda com certa relevância dentro da amostra, o fato de possuir dois tipos de ações faz parte do modelo das empresas na B3, com a divisão entre ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN), divisão essa que influencia a prática da F&A, principalmente em função do seu relacionamento com o *tag along*.

A cláusula de *tag along* determina que, em caso de venda de controle da empresa, os acionistas minoritários com ações ordinárias têm o direito de vender suas ações pelo menos

80% do preço pago aos acionistas controladores. Conforme aponta Fernandes et al. (2014) e Grossert et al. (2022) Essa determinação não só influencia o prêmio pago em transações de F&A, garantindo tratamento justo aos minoritários, como também afeta a liquidez e a atratividade das ações no mercado. Empresas que oferecem melhores condições de *tag along* para PNs podem ser percebidas como possuidoras de governança superior, o que pode elevar sua valorização durante tais processos.

O *tag along* para ações ordinárias incentiva a negociação justa e transparente, pois garante que os acionistas minoritários possam participar dos prêmios pagos em uma venda de controle. Isso pode tornar as F&A mais atrativas para os investidores, uma vez que têm garantia de que seus direitos serão resguardados. Embora as ações do tipo PN não ofereçam o mesmo nível de proteção que as ações ON com o *tag along*, a presença de direitos econômicos preferenciais pode torná-las atraentes sob outras condições. No entanto, a diferença no *tag along* pode influenciar o prêmio que os compradores estão dispostos a pagar pelas PNs em uma F&A, afetando assim a estruturação e o financiamento das ofertas.

Por outro lado, em menos de 1% dos casos foram detectados mecanismos como o *golden parachutes* e, em torno de 5% , o fato de o controlador ser presidente do conselho. Este último caso pode ser percebido como uma prática nociva assumida pelas empresas, proporcionando maior risco aos acionistas minoritários O mecanismo de *golden parachutes*, apesar de ser uma prática comum em mercados de capitais mais avançados e de capital pulverizado, como o norte-americano, não encontra ambiente ideal no Brasil. Isso ocorre devido ao modelo de concentração e familiar das companhias abertas brasileiras. Conforme apontado por Santos (2023), Albanez e Schiozer (2022) e Freitas et al. (2020), a concentração acionária reduz a necessidade de mecanismos de proteção para executivos, já que os controladores têm maior influência direta sobre as decisões corporativas. Além disso, a participação familiar, como destacado por Moura e Beuren (2018) e Nogueira e Kabbach de Castro (2020), faz com que os interesses dos gestores estejam mais alinhados aos dos acionistas majoritários, diminuindo a relevância de incentivos adicionais como os *golden parachutes*.

Ao analisar a utilização de práticas de entrincheiramento, sob ótica de uma F&A, observa-se que a frequência é similar para as empresas que foram (Tipo 1) ou não foram (Tipo 0) alvos de uma fusão ou aquisição (F&A). Isso é um indício inicial de que não existe uma relação clara entre ser um alvo e a presença de mecanismos de defesa. Portanto, isso sugere que os adquirentes podem não considerar a existência desses mecanismos como um impedimento significativo ao decidir por uma aquisição.

Sob um olhar individual, destaca-se a utilização do mecanismo *tag along*, o que é esperado devido ao caráter legal para as ações ordinárias, garantindo os direitos dos minoritários em casos de F&A com troca de controle. Verifica-se que quase 28% das empresas do Tipo 0 da amostra emite dois tipos de ações (ordinárias e preferenciais), assim 72% emitem somente ações ordinárias. Enquanto no Tipo 1 são cerca de 15%, portando 85% emitem somente ações ordinárias.

Isso indica um percentual mais alto de ações ordinárias em empresas que foram alvo de uma F&A, portanto com menor nível de utilização de dois tipos de ações, o que se relaciona com um maior custo do adquirente na F&A, baseado nos critérios de *tag along.* É mais caro adquirir empresas que emitem um maior número de ações ordinárias, tendo em vista que no caso de empresas que emitem mais ações preferenciais não são impactadas pela obrigatoriedade imposta pelo *tag along.* Pode se afirmar que não se espera uma influência negativa deste mecanismo nas decisões de F&A.

A amostra permite analisar em que nível percentual as empresas utilizam os mecanismos que compõem o índice de entrincheiramento. A Tabela 5 oferece uma visão detalhada do índice de entrincheiramento distribuído entre diferentes tipos de empresas: aquelas que não foram alvos de F&A (Tipo 0), as que foram alvos de F&A amigável (Tipo 1). Essa categorização permite uma investigação sobre a possível associação entre o nível de entrincheiramento e a probabilidade de ser alvo de uma F&A.

Tabela 5: Análise descritiva do índice de entrincheiramento

Índice de entrincheiramento	**Tipo – 0**			**Tipo – 1**			**Total**	
	Obs.	**FR (%)**	**FRA (%)**	**Obs.**	**FR (%)**	**FRA (%)**	**Obs.**	**%**
0.0000	436	**16.32**	16.32	30.00	**18.87**	18.87	**466**	**16.47**
0.1250	1090	**40.81**	57.13	66.00	**41.51**	60.38	**1.156**	**40.85**
0.2500	695	**26.02**	83.15	49.00	**30.82**	91.19	**744**	**26.29**
0.3750	323	**12.09**	95.25	9.00	**5.66**	96.86	**332**	**11.73**
0.5000	64	**2.40**	97.64	1.00	**0.63**	97.48	**65**	**2.30**
0.6250	63	**2.36**	100.00	4.00	**2.52**	100.00	**67**	**2.37**
Total Geral	**2671**	**100.00**	**100.00**	**159**	**100**	**100**	**2.830**	**100.00**

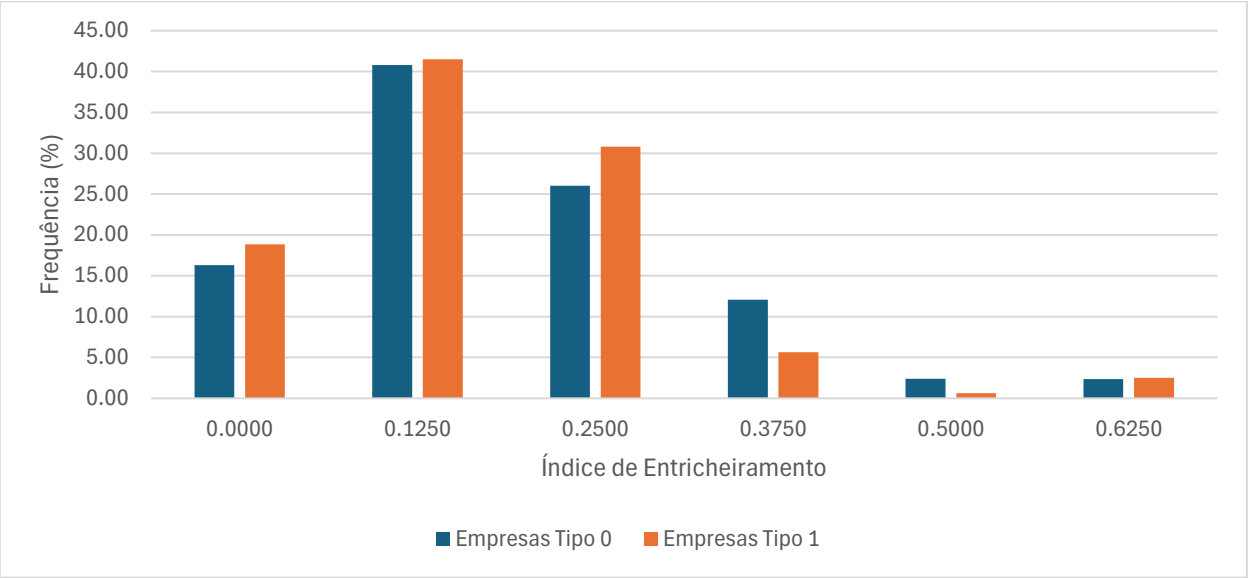
Indice de Entrincheiramento	**Média Tipo 0**	**Média Tipo 1**	**Mediana Tipo 0**	**Mediana Tipo 1**	**Teste Mediana Mann-Whitney (p-valor)**	**Normal Tipo 0**	**Normal Tipo 1**
	16,90%	18,81%	0.1250	0.1250	0.1200	0.00***	0.00***

Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

Legenda: Tipo 0 – não alvos; Tipo 1 – alvos; FR – Frequência relativa e FRA – frequência relativa acumula; Normal – teste de normalidade.

A seguir é apresentado o Gráfico 3 que representa os dados da Tabela 5 , para uma visualização direta do comportamento da distribuição do índice de entrincheiramento na amostra utilizada.

Gráfico 3: Distribuição da frequência do índice de entrincheiramento



Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

Com base na Tabela 5 e no Gráfico 3, pode-se perceber que o índice de entrincheiramento varia substancialmente entre os grupos. Nota-se que as empresas do Tipo 0 e Tipo 1 apresentam percentuais mais elevados nos níveis intermediários de entrincheiramento 12,50% e 25%), com 83,15% da amostra de empresas Tipo 0 utilizando até dois tipos de mecanismos. No caso das empresas que foram alvos de uma F&A, 91,19% utilizam até dois mecanismos de proteção. Os níveis mais altos de entrincheiramento (acima de 50,00%) são menos comuns. Os dados sugerem que os mecanismos de proteção, representados pelo índice de entrincheiramento, não garantem imunidade contra fusões e aquisições. De fato, as empresas do Tipo 1, que foram alvos de F&A, apresentam níveis consideráveis de entrincheiramento, o que contraria a ideia inicial de que apenas empresas ameaçadas por aquisições não desejadas e ou não alvos adotariam tais medidas de defesa.

Destaca-se a possibilidade de empresas não desejarem se tornar alvo de uma F&A, independentemente do tipo "amigável" ou "indesejada", pode se dever a motivos relacionados à manutenção de poder, conforme apontado por Shim e Okamuro (2011) e Caprio et al. (2011). Esta característica é comum em empresas com concentração acionária e do tipo familiar, cujo controlador é o maior acionista, um modelo típico do mercado brasileiro (Moura & Beuren, 2018; Nogueira & Kabbach, 2020).

As estatísticas de teste indicam que não há diferenças significativas nas médias e medianas entre os grupos, sugerindo que o nível de entrincheiramento é semelhante, independentemente de as empresas terem sido alvos de F&A. Assim, essa medida, no nível de

análise inicial, não permite inferir que o entrincheiramento seja preponderante em um grupo específico.

Embora as empresas do Tipo 0 tenham uma distribuição ligeiramente maior nas faixas intermediárias de entrincheiramento (0.1250 a 0.2500) em comparação com as do Tipo 1, a diferença entre os dois grupos não é suficientemente acentuada, o que indica que, os dados não suportam uma distinção clara na eficácia desses mecanismos em prevenir fusões e aquisições. Portanto, a presença de mecanismos de entrincheiramento não parece alterar significativamente a probabilidade de uma empresa ser alvo de F&A.

A Tabela 6 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis analisadas, considerando as 2.830 observações de empresa/ano do período de 2010 a 2022, sendo 2.671 observações de empresas não sujeitas a F&A e 159 de empresas sujeitas. Os dados apresentados são o resultado das observações efetivamente obtidas, conforme mostrado no Apêndice B. O logaritmo natural foi aplicado em variáveis específicas (tamanho, ativo fixo e etp_value) para ajustar a escala dos dados. Para tratar a presença de outliers, os dados foram submetidos à winsorização em todas as variáveis contínuas. A winsorização foi utilizada para minimizar o impacto de valores extremos e garantir uma representação mais precisa do comportamento típico das variáveis contínuas e com a presença de outliers. Nesta pesquisa foi utilizado mais rigoroso de 5% e 95% tendo em vista a alta dispersão dos valores, conforme abordado na seção de metodologia.

Tabela 6: Estatísticas descritivas pós-tratamento das variáveis

2.830 - Observações	Média	Mediana	DP	CV	Min.	1º Quartil	3º Quartil	Max.
roa_eb	6.0003	5.9669	7.7721	1.2953	-10.9729	1.6530	10.8083	20.4924
roa_lucro	2.3026	3.3844	9.0390	3.9256	-21.9173	-0.2853	7.7631	16.2824
ges_roe	12.1773	11.6129	22.7568	1.8688	-41.6034	3.0689	20.8495	68.1036
tam	7.9412	7.9506	1.7997	0.2266	4.5797	6.6654	9.2970	11.0321
cres_recec	0.1130	0.0704	0.2487	2.2020	-0.3275	-0.0056	0.2121	0.7762
ativo_fixo	5.2543	5.4125	2.7877	0.5305	-1.5362	3.6438	7.2558	9.6589
lev_ter	29.5181	29.1713	19.3989	0.6572	0.0540	14.4234	42.6345	70.0321
liquidez	0.0716	0.0489	0.0712	0.9938	0.0012	0.0139	0.1097	0.2512
price_to_book	1.3788	0.7843	1.7030	1.2351	0.0000	0.2079	1.7379	6.4354
etp_value	5.4880	7.4938	6.6903	1.2191	-13.8155	5.4817	8.9948	10.7860
est_acio	66.9569	76.5800	33.9800	0.5075	0.0000	50.8208	96.5200	100.0000
tam_board	5.0587	5.0000	3.1732	0.6273	0.0000	3.0000	7.0000	10.0000
ind_board	0.1938	0.0000	0.2324	1.1991	0.0000	0.0000	0.3636	0.7000
div_yeld	10.5408	4.2200	13.7972	1.3089	0.0000	0.0000	17.6481	46.4345
i.ent	0.1871	0.1390	0.7430	0.0000	0.1250	0.1250	0.2500	0.6250

Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

Tabela 6 **:** Estatísticas descritivas pós-tratamento das variáveis (Continuação)

Nota 1 – variáveis:

etp_value	Enterprise value: valor de mercado (logaritmo natural)
roa_eb	ROA: Retorno sobre o ativo (mensurado pelo EBIT)
roa_lucro	ROA: Retorno sobre o ativo (mensurado pelo lucro líquido)
ges_roe	ROE: Retorno sobre o patrimônio líquido
tam	Tamanho: total do ativo (logaritmo natural)
cres_recec	Crescimento: Variação da receita líquida
ativo_fixo	Ativo fixo: total do ativo tangível (logaritmo natural)
lev_ter	Endividamento: Indicador da relação entre dívida e total do ativo
liquidez	Liquidez: indicador da capacidade de pagamento em curto prazo.
price_to_book	*Price-to-book*: indicador da relação entre o valor de mercado e valor patrimonial
est_acio	Estrutura acionária: indicador do nível e concentração acionária.
tam_board	Tamanho do conselho: número de membros do conselho.
ind_board	Independência do conselho: indicador do nível da independência.
div_yeld	Dividendos por ação
i.ent	Índice de entrincheiramento

Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

A análise das estatísticas descritivas pós-tratamento das variáveis revela padrões distintos e insights importantes sobre os aspectos financeiros e de governança das empresas estudadas. Os indicadores de retorno sobre o ativo, tanto medido pelo EBIT quanto pelo lucro líquido, mostram variações consideráveis, indicando a influência de fatores externos ou políticas contábeis das empresas na rentabilidade reportada, refletindo diferentes cenários econômicos ao longo desse período.

Deve-se levar em conta também o impacto causado pela própria atividade operacional da empresa que se relaciona com o seu tamanho e setor de atuação. Portanto além de fatores econômicos externos e práticas contábeis, o desempenho operacional da empresa – como a eficiência na utilização dos ativos, a capacidade de geração de receita e o controle de custos – pode impactar diretamente os resultados. O retorno sobre o ativo medido pelo lucro líquido apresenta uma variabilidade substancial, destacando-se pela sua volatilidade em relação à média, conforme indicado pelo coeficiente de variação (CV) de 392%. O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) também reflete variação extrema, com um CV de 186%, sinalizando diferenças significativas na rentabilidade das empresas.

Quanto ao tamanho das empresas, medido pelo logaritmo natural do total do ativo, e o seu crescimento, medido pela variação da receita líquida, ambos exibem dispersão significativa. O crescimento, em particular, mostra uma variabilidade elevada em relação à média, apontando para a instabilidade no crescimento das receitas entre as empresas analisadas. Os indicadores financeiros, como a relação entre dívida e total do ativo e a capacidade de pagamento em curto prazo, apontam variações que refletem as diferenças importantes no nível de endividamento e liquidez entre as empresas. A relação entre o valor de mercado e valor patrimonial também

mostra variações moderadas, o que pode indicar diferentes avaliações de mercado em relação aos ativos contábeis das empresas.

Em relação à governança corporativa, tamanho do conselho e independência do conselho têm amplas variações nos dados. Isso indica diferentes níveis de controle e barreiras à entrada de novos acionistas, além de variabilidade nas práticas de governança, as quais podem influenciar a direção estratégica das empresas.

As estatísticas descritivas da estrutura acionária das empresas brasileiras de capital aberto, considerando os cinco maiores acionistas, revelam uma concentração média de 66,96%, com um desvio padrão de 33,98%, evidenciando uma significativa variação entre as empresas. A mediana de 76,58% sugere que a maioria das empresas apresenta uma concentração acionária elevada. Esses resultados estão em linha com os dados da literatura, que indicam percentuais de concentração para os cinco maiores acionistas de 73,50% (Santos, 2023) e 70,7% (Freitas et al., 2020), confirmando que o mercado brasileiro apresenta uma estrutura de controle bastante concentrada. Dessa forma, a concentração acionária no Brasil se mantém alta e consistente com a média de 70% mencionada na literatura.

Esses resultados demonstram uma diversidade considerável nas características financeiras, operacionais e de governança das empresas no contexto brasileiro, oferecendo uma compreensão profunda das estruturas e desempenhos empresariais, que serve como base para futuras investigações sobre os determinantes e impactos das práticas empresariais.

A análise do *price-to-book* (P/B) das empresas, com uma média de 1.3788 , sugere que o mercado geralmente valoriza as empresas acima do seu valor contábil, indicando expectativas positivas de crescimento. No entanto, a alta variabilidade, evidenciada pelo desvio padrão de 1.7030 e um coeficiente de variação de 123%, aponta para uma diversidade significativa na forma como diferentes empresas são avaliadas. Esse alto desvio se correlaciona com a variabilidade em métricas como ROA (Return on Assets) e ROE (Return on Equity), que indicam diferentes níveis de eficiência e rentabilidade entre as empresas. A dispersão nos P/B também reflete nas variações no crescimento da receita e alavancagem das empresas.

Para identificar com maior precisão as diferenças entre as variáveis das empresas do Tipo 0 e do Tipo 1, foi realizado um teste de médias a fim de verificar a existência de diferenças estatisticamente significativas. Para isso, foi analisada a distribuição dos dados na amostra por meio do teste de Shapiro-Wilk. Esse teste permite analisar a normalidade dos dados, sendo a hipótese alternativa de que os dados não seguem uma distribuição norma. Uma vez realizado o teste, verificou-se que, para todas as variáveis do modelo — tanto no subgrupo 0 (sem F&A)

quanto no subgrupo 1 (com F&A) , o teste de normalidade apresentou estatísticas significativas, com p-valor menor que 0,05, indicando que não foi possível confirmar a normalidade na distribuição dos dados.

Na sequência, é apresentado o teste de média e mediana das variáveis para uma análise comparativa inicial entre os grupos. Para a realização do teste de médias em uma base de dados que não está normalmente distribuída (teste Shapiro-Wilk), foi utilizado o teste de Mann-Whitney U, ou Wilcoxon. Nesse teste, a hipótese nula é a de que as médias e as medianas são iguais; caso contrário, verifica-se uma diferença significativa entre as variáveis nos dois grupos. A Tabela 7 apresenta os resultados dos testes efetuados em relação à média e à mediana.

Tabela 7: Teste de Médias/Medianas das variáveis

Variável	Empresas Não Alvos (Tipo 0) N=2.671			Empresas Alvos (Tipo 1) N= 159			Teste Mann-Whitney U/ Wilcoxon
	Média	Mediana	Normalidade	Média	Mediana	Normalidade	Diferença
roa_eb	6.01	5.99	***	5.75	5.22	***	0.65
roa_lucro	2.36	3.41	***	1.22	2.68	***	0.13
ges_roe	12.16	11.51	***	12.36	13.02	***	0.79
tam	**7.95**	**7.94**	***	**7.67**	**7.95**	***	*
cres_recec	0.11	0.07	***	0.09	0.01	***	0.14
ativo_fixo	5.29	5.42	***	4.54	4.91	***	***
lev_ter	**29.09**	**28.57**	***	**36.59**	**37.31**	***	***
liquidez	**0.07**	**0.04**	***	**0.08**	**0.06**	***	**
pb	1.37	0.77	***	1.40	0.87	***	0.7917
etp_value	**5.60**	**7.49**	***	**3.55**	**7.51**	***	**
est_acio	**67.45**	**76.82**	***	**58.59**	**73.68**	***	**
tam_board	5.08	5.00	***	4.68	5.00	***	0.1951
ind_board	0.19	0.00	***	0.19	0.00	***	0.9139
div_yeld	**10.77**	**4.47**	***	**6.65**	**0.18**	***	***

Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

Legenda: (1) – Empresa sem F&A: Tipo 0; (2) – Empresa com F&A: Tipo 1; (1-2) Diferença de Médias

Nota 1 – variáveis:

etp_value	Enterprise value: valor de mercado (logaritmo natural)
roa_eb	ROA: Retorno sobre o ativo (mensurado pelo EBIT)
roa_lucro	ROA: Retorno sobre o ativo (mensurado pelo lucro líquido)
ges_roe	ROE: Retorno sobre o patrimônio líquido
tam	Tamanho: total do ativo (logaritmo natural)
cres_recec	Crescimento: Variação da receita líquida
ativo_fixo	Ativo fixo: total do ativo tangível (logaritmo natural)
lev_ter	Endividamento: Indicador da relação entre dívida e total do ativo
liquidez	Liquidez: indicador da capacidade de pagamento em curto prazo.
pb	*Price-to-book*: indicador da relação entre o valor de mercado e valor patrimonial
est_acio	Estrutura acionária: indicador do nível e concentração acionária.
tam_board	Tamanho do conselho: número de membros do conselho.
ind_board	Independência do conselho: indicador do nível da independência.
div_yeld	Dividendos por ação

Os resultados das diferenças de médias das variáveis contínuas nos permitem ter uma visão preliminar das variáveis que compõem a amostra, seja das empresas Tipo 0, que não foram alvos de F&A, seja do Tipo 1, que foram alvos de uma F&A. Com base no teste de Mann-Whitney, não foram encontradas diferenças estatisticamente significativas nas medianas das variáveis de desempenho (roa_eb, roa_lucro, ges_roe) entre as empresas que foram alvos de F&A e aquelas que não foram. Não se pode, neste momento, verificar que existe um desempenho inferior daquelas empresas que foram alvos de uma F&A conforme os resultados das pesquisas de Fama & Jensen (1983), Hasbrouck (1985), Jensen (1988), Khurana e Wang (2019), Lundqvist et al. (2019), Powell (2015) e Tunyi (2021), que apontam as F&As atuam como forma de troca de uma gestão ineficiente, como se houvesse uma penalização da gestão que não efetua um bom trabalho.

No caso do índice de entrincheiramento, conforme abordado nesta seção no item anterior, os valores médios são próximos, prevalecendo o maior valor naquelas empresas que não foram alvos de F&A. As estatísticas de teste indicam que não há diferenças significativas nas medianas entre os grupos, sugerindo que o nível de entrincheiramento é semelhante, independentemente de as empresas terem sido alvos de F&A. Assim, essa medida, no nível de análise inicial, não permite inferir que o entrincheiramento seja preponderante em um grupo específico.

Empresas envolvidas em F&A tendem a ser maiores, como indicado pelas médias e medianas significativamente superior. Isso sugere que empresas maiores são mais visadas para processos de F&A, contrariando estudos como os de Ambrose & Megginson (1992), Cremers et al. (2009), Palepu (1986) e Powell (2015), que apontam empresas menores como alvos preferenciais.

O nível de endividamento foi significativamente maior em empresas que passaram por F&A, indicando que empresas com maior alavancagem podem ser alvos mais frequentes ou que F&A pode ser uma estratégia para gerenciar dívidas. Este resultado diverge das pesquisas de Ambrose e Megginson (1992), Espahbodi (2003), Kuehn (1975), Ouzounis et al. (2009), Palepu (1986), Pasiouras et al. (2008), Pasiouras e Tanna (2010) e Powell (2015), que sugerem que empresas com menores níveis de endividamento são mais visadas nas transações de F&A.

Ainda no contexto da liquidez, observa-se que empresas com maiores valores de liquidez, em termos de média e mediana, tornam-se mais atrativas para F&A. Este achado se alinha com os estudos de Ambrose e Megginson (1992), , Palepu (1986), Powell (2015), Pasiouras & Tanna (2010) , Espahbodi & Espahbodi (2003) e Ouzounis et al., 2009 que indicam

que a liquidez, juntamente com o endividamento e crescimento, configura um cenário de equilíbrio ou desequilíbrio de recursos, atraindo adquirentes em situação oposta. No entanto, Stevenson e Rodrigues (2013), Danbolt et al. (2016), Powell (2015b) e Katsafados et al. (2024) apontam que, para F&A "amigáveis", como no Brasil, buscam-se empresas com menores liquidez.

O ativo fixo também desempenha um papel importante nas transações de F&A. Estudos de Ambrose e Megginson (1992), Cremers et al. (2009), Espahbodi e Espahbodi (2003), Ouzounis et al. (2009), Palepu (1986), Pasiouras e Tanna (2010) e Powell (2015b) indicam que o ativo fixo configura possibilidade de negociação durante o processo, gerando garantia e formas de pagamentos. Nas empresas constantes da amostra de forma contrária, maiores médias e medianas de ativo fixo são identificadas nas empresas não alvos de F&A. Assim não se espera que seja um dos determinantes para tornar uma empresa alvo.

No quesito avaliação do valor da empresa, a variável *enterprise value* indica que empresas com uma pior avaliação no mercado estão no radar de outras empresas. Este resultado vai ao encontro dos estudos de Ambrose e Megginson (1992), Powell (2015) e Wansley et al. (1983), que sugerem a busca de empresas alvo com menores valores de mercado comparado com o valor patrimonial, visando oportunidades de menor custo.

Quanto à governança corporativa, a literatura discute se empresas com melhores níveis de governança são alvos preferenciais. Enquanto Espahbodi e Espahbodi (2003) e Gompers et al. (2003) sugerem que menores níveis de governança podem tornar as empresas alvos devido à redução do prêmio a ser pago, outros autores como Marshall e Anderson (2009) e Rossi e Volpin (2004) afirmam que melhores níveis de governança proporcionam melhores retornos após as F&A. No caso da amostra analisada, variáveis como tamanho e independência do conselho não apresentaram médias estatisticamente diferentes. Não se pode afirmar preliminarmente, um interesse em empresas alvo mais bem posicionadas em termos de governança.

A concentração acionária se apresenta como um fator de diferenciação entre os grupos, considerando que existe uma diferença significativa e cujo maior valor é justamente das empresas que não foram alvos de uma F&A. Esta evidência é apoiada pelos achados de Shim e Okamuro (2011), Marshall e Anderson (2009), Pablo (2009) e Rossi e Volpin (2004). Segundo os autores destacam que níveis de concentração em percentuais altos, dificultam os processos de F&A, devido a resistência a ofertas externas, por parte do grupo controlador, especialmente se aliado ao controle familiar.

Ao contrário da expectativa de que apenas empresas menores e ágeis sejam alvos devido à sua capacidade de inovação, no Brasil, empresas maiores também se destacam pela inovação tecnológica. Investimentos significativos em novas tecnologias tornam essas empresas alvos preferenciais, desafiando a noção de que a agilidade é prerrogativa exclusiva das pequenas empresas.

No cenário brasileiro, fatores como o tamanho da empresa, capacidade de lidar com regulamentações, acesso a capital e redes de influência são decisivos para a dinâmica de F&A, demonstrando que o Brasil possui particularidades que devem ser consideradas ao aplicar teorias de F&A desenvolvidas em contextos internacionais. Isto reflete a singularidade do mercado brasileiro, onde grandes empresas não apenas dominam o cenário econômico, mas também moldam as estratégias de crescimento e expansão através de fusões e aquisições.

A Tabela 8 apresenta uma análise das variáveis dicotômicas, visto que as estatísticas descritivas como média, mediana e desvio-padrão não são adequadas.

Tabela 8: Análise da proporção das variáveis dicotômicas

Variável	Sem F&A	Com F&A	Estatística do teste de proporções	p-valor
emp_fam	0.6960	0.7421	1.2319	0.2180
audibig	0.6713	0.6164	-1.4291	0.1530

Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

Legenda: emp_fam: variável que avalia se a empresa é do tipo familiar; audibig: variável que avalia se a empresa foi auditada por uma das quatro maiores empresas de auditoria no mercado brasileiro.

O valor-p de 0.2180 indica que não há uma diferença estatisticamente significativa nas proporções de empresas familiares entre grupos de empresas com e sem F&A, com um nível de confiança de 95%.

A ausência de diferenças significativas pode oferecer insights práticos, como a alta prevalência de empresas familiares tanto em empresas com F&A quanto sem. Isso pode sugerir que a natureza familiar das empresas provavelmente não é um fator determinante para realizar ou não F&A. Verifica-se, portanto, a confirmação da característica familiar das empresas constantes da amostra, conforme apontado nos estudos de Moura e Beuren (2018) e de Nogueira e Kabbach de Castro (2020).

Na mesma direção o p-valor de 0.1530 indica que as diferenças observadas nas proporções de empresas que utilizam auditorias "*big four*" entre os grupos com e sem F&A não são estatisticamente significativas. As proporções estimadas mostram que independente de ser alvo ou não a contratação de uma empresa do tipo “big-four” gira em torno do percentual médio de 65,00%. Os resultados não confirmam os achados de Toigo et al. (2018), que empresas

envolvidas em F&A na condição de alvo tendem a preferir ou requerem o prestígio e a segurança percebida que firmas de auditoria renomadas proporcionam.

Uma vez analisadas as estatísticas e proporções das variáveis da amostra, foi estimada também a correlação de Spearman para verificar possíveis relacionamentos preliminares. O detalhamento dos resultados é apresentado no Apêndice D.

4.2 Determinantes de F&A

Nesta seção, serão apresentados e discutidos os resultados obtidos com as regressões logísticas que buscam captar as características das empresas alvo de F&A e identificar possíveis determinantes da probabilidade de uma empresa ser alvo de uma F&A. O objetivo das regressões é avaliar de forma conjunta e individualizada as variáveis que medem o trabalho da gestão, sendo elas uma das hipóteses a serem testadas. Foram utilizadas métricas de desempenho da gestão, retorno considerando o EBIT (roa_eb), retorno sobre o ativo total (roa_lucro) e retorno dos acionistas (roe), para obter mais robustez nos resultados e avaliar a gestão sob diferentes prismas. Foi também utilizada a métrica como o valor de mercado (etp_value), para captar a influência do valor de mercado na determinação de um alvo de F&A.

A Tabela 9 apresenta os resultados das regressões com base na matriz de efeitos marginais, bem como dos testes realizados em cada uma delas, apontando sua significância. Além disso, serão apresentados indicadores de eficiência, como a curva ROC, que complementam a análise. O Apêndice A traz as informações detalhadas sobre os testes e suas estimativas.

Tabela 9: Resultados da regressão logística (matriz de efeitos marginais) - Determinantes de F&A

Variável dependente F&A	**Enterprise value**		**Roa (EBIT)**		**Roa (lucro)**		**Roe**	
Variáveis Explicativas	**Coef.**	**Sig.**	**Coef.**	**Sig.**	**Coef.**	**Sig.**	**Coef.**	**Sig.**
etp_value	**-0.0020**	***						
	(0.0007)							
roa_eb			0.0000					
			(0.0006)					
roa_lucro					0.0001			
					(0.0005)			
ges_roe							0.0000	
							(0.0002	
i.ent	**-0.0660**	***	**-0.0617**	*	**-0.0632**	*	**-0.0620**	*
	(0.0361)		(0.0365)		(0.0363)		(0.0362)	
emp_fam	-0.0054		-0.0032		-0.0041		-0.0032	
	(0.0116)		(0.0016)		(0.0126)		(0.0116)	

Tabela 9: Resultados da regressão logística (matriz de efeitos marginais) - Determinantes de F&A **(Continuação)**

Variável dependente F&A	**Enterprise value**		**Roa (EBIT)**		**Roa (lucro)**		**Roe**	
Variáveis Explicativas	**Coef.**	**Sig.**	**Coef.**	**Sig.**	**Coef.**	**Sig.**	**Coef.**	**Sig.**
est_acio	-0.0001		-0.0002		-0.0002		-0.0002	
	(0.0002)		(0.0002)		(0.0002)		(0.0002)	
tam_board	-0.0012		-0.0020		-0.0019		-0.0020	
	(0.0021)		(0.0021)		(0.0021)		(0.0040)	
ind_board	**0.0395**	*	0.0339		0.0342		0.0337	
	(0.0223)		(0.0223)		(0.0223)		(0.0224)	
audit_big	-0.0021		-0.0038		-0.0041		-0.0038	
	(0.0127)		(0.0126)		(0.0126)		(0.0126)	
ativo_fixo	**-0.0081**	***	**-0.0078**	***	**-0.0079**	***	**-0.0078**	***
	(0.0021)		(0.0021)		(0.0021)		(0.0021)	
tam	**0.0073**	*	0.0051		0.0050		**0.0051**	
	(0.0041)		(0.0040		(0.0040)		(0.0040)	
price_to_book	0.0040		0.0015		0.0014		0.0015	
	(0.0025)		(0.0024)		(0.0024)		(0.0024)	
liquidez	**0.1598**	***	**0.1659**	***	**0.1633**	***	**0.1657**	***
	(0.0599)		(0.0603)		(0.0607)		(0.0601)	
cres_recec	-0.0120		-0.0064		-0.0081		-0.0069	
	(0.0188)		(0.0193)		(0.0194)		(0.0188)	
lev_ter	**0.0012**	***	**0.0012**	***	**0.0012**	***	**0.0012**	***
	(0.0002)		(0.0002)		(0.0002)		(0.0002)	
div_yeld	**-0.0015**	***	**-0.0015**	***	**-0.0015**	***	**-0.0015**	***
	(0.0004)		(0.0004)		(0.0004)		(0.0004)	
Testes e validações								
Número de observações	***2830***		***2.830***		***2.830***		***2.830***	
VIF	*1.74*		*1.73*		*1.74*		*1.72*	
Pseudo R2 - Mc Faden	*0.1443*		*0.1378*		*0.1387*		*0.1378*	
Acurácia	*0.8424*		*0.8477*		*0.8491*		*0.8487*	
Precisão	*0.1760*		*0.1666*		*0.1715*		*0.1711*	
Recall	*0.4905*		*0.4276*		*0.4402*		*0.4402*	
F1-Score	*0.2591*		*0.2398*		*0.2469*		*0.2464*	
AUC	*0.7836*		*0.7836*		*0.7780*		*0.7769*	
Corte	*0.0100*		*0.1000*		*0.1000*		*0.1000*	
AIC	*1119.73*		*1127.69*		*1.127.67*		*1.127.69*	
Interações de fisher	*9*		*9*		*9*		*9*	

*Significância: 0 '***' 0.01 '**' 0.05 '*' 0.1 '*

Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa

Tabela 9: Resultados da regressão logística (matriz de efeitos marginais) - Determinantes de F&A **(Continuação)**

Nota 1 – variáveis:

d_fea	F&A : indicador de ocorrência de F&A *(dummy)*
etp_value	Enterprise value: valor de mercado (logaritmo natural)
roa_eb	ROA: Retorno sobre o ativo (mensurado pelo EBIT)
roa_lucro	ROA: Retorno sobre o ativo (mensurado pelo lucro líquido)
ges_roe	ROE: Retorno sobre o patrimônio líquido
tam	Tamanho: total do ativo (logaritmo natural)
cres_recec	Crescimento: Variação da receita líquida
ativo_fixo	Ativo fixo: total do ativo tangível (logaritmo natural)
lev_ter	Endividamento: Indicador da relação entre dívida e total do ativo
liquidez	Liquidez: indicador da capacidade de pagamento em curto prazo.
pb	*Price-to-book*: indicador da relação entre o valor de mercado e valor patrimonial
est_acio	Estrutura acionária: indicador do nível e concentração acionária.
tam_board	Tamanho do conselho: número de membros do conselho.
ind_board	Independência do conselho: indicador do nível da independência.
div_yeld	Dividendos por ação
aud.big	Auditoria externa: indicador de utilização de uma das big fours *(dummy)*
emp_fam	Empresa familiar: indicador se propriedade da empresa é do tipo familiar *(dummy)*
i.ent	Índice de entrincheiramento

Os valores dos efeitos marginais da regressão logística indicam a direção e a magnitude da relação entre cada variável independente e a variável dependente (F&A). Um coeficiente positivo sugere que, à medida que a variável independente aumenta, a probabilidade de ocorrência de F&A também aumenta, enquanto um coeficiente negativo indica o oposto. O Pseudo R^2 de McFadden, uma medida de ajuste do modelo, apresenta valores que variam de 0,1378 a 0,1467, sugerindo um ajuste moderado.

Destaca-se que o ponto de corte em cada modelo foi determinado conforme o algoritmo do Python, que realiza testes sucessivos para identificar o valor que melhor separa os casos positivos e negativos. O objetivo é encontrar o ponto de corte que maximize a acurácia do modelo, equilibrando sensibilidade e especificidade, conforme indicado pela análise de métricas como a curva ROC. No caso deste estudo, os modelos tiveram um corte em torno de 0,10 e 0,20. Estimado com base na perspectiva de obter melhores valores preditivos no modelo, tendo em vista a desproporção entre os não alvos (94.38%) e os alvos (5.62%) presentes na amostra. O ponto de corte (*threshold*) é um valor crítico utilizado em modelos de classificação, como a regressão logística, para decidir a que classe uma observação pertence. No contexto deste estudo, o ponto de corte determina se uma empresa será classificada como um alvo ou não de uma fusão e aquisição (F&A)

Com base nas validações da Tabela 12, observa-se que todos os modelos incluem ao menos uma variável estatisticamente significativa. No que tange à escolha do modelo com melhor ajuste, de acordo com o critério AIC, o modelo que considera exclusivamente

Enterprise Value como variável preditora, em comparação com os modelos que incluem ROA_EB, ROA_Lucro e ROE, apresentou o melhor desempenho. Isso sugere que a variável *Enterprise Value* tem maior poder explicativo na probabilidade de uma empresa ser alvo de fusões e aquisições, quando comparada a variáveis que analisam o desempenho da gestão em termos de rentabilidade ou avaliação financeira.

A Tabela 12 apresenta os resultados da regressão logística, baseados nos determinantes da probabilidade de uma empresa ser alvo de fusões e aquisições (F&A), utilizando a matriz de efeitos marginais para diferentes modelos. Variáveis como *Enterprise Value* (coef. = -0,0019, $p < 0,01$) e *ativo fixo* (coef. = -0,0080, $p < 0,01$) têm uma relação inversa e significativa com a probabilidade de F&A, sugerindo que empresas com maior valor de mercado e ativos tangíveis têm menor probabilidade de serem adquiridas. Por outro lado, *liquidez* (coef. = 0,1405, $p < 0,05$) e *lev_ter* (coef. = 0,0012, $p < 0,01$) aumentam essa probabilidade.

Os indicadores de performance dos modelos apontam uma alta acurácia, variando de 0,8378 a 0,8491, embora essa métrica seja menos informativa devido ao desequilíbrio de classe entre empresas alvo e não alvo. O modelo que inclui *Enterprise Value* apresentou o melhor equilíbrio entre precisão e sensibilidade, com F1-Score de 0,2591 e AUC de 0,7839, indicando uma boa capacidade de distinguir entre empresas com maior e menor probabilidade de serem alvos de F&A. A convergência dos modelos foi atingida de forma eficiente em nove iterações, conforme validado pelo teste de Fisher.

A hipótese 1 sugere que empresas subavaliadas têm maior probabilidade de serem alvos de F&A. Neste contexto, autores como Tunyi (2021), Jensen & Ruback (1983) e Manne (1965) discutem que gestores cujas decisões não maximizam a riqueza dos acionistas podem se tornar alvos de substituição por uma gestão mais eficiente por meio de F&A. A gestão, nesta pesquisa, é avaliada por variáveis como *etp_value* (valor de mercado), *roa_ebit* (retorno sobre o ativo operacional), *roa_lucro* (retorno sobre o ativo baseado no lucro) e *ROE* (retorno sobre o patrimônio).

Os resultados da regressão logística indicam que o coeficiente negativo e significativo da variável *etp_value* confirma a hipótese 1 de que empresas com menor valor de mercado têm maior probabilidade de serem alvos de F&A. No entanto, cabe ressaltar que *etp_value* apresenta uma correlação de 75% com o logaritmo natural do total de ativos, o que demonstra uma limitação dessa métrica, que pode estar capturando o tamanho da empresa, e não apenas sua subavaliação. Isso sugere que, em vez de indicar subavaliação, a métrica pode estar refletindo

a relação com o tamanho da empresa, o que precisa ser levado em consideração na interpretação dos resultados.

Ainda assim, esse resultado apoia a ideia de que empresas percebidas como subvalorizadas ou com potencial de otimização podem ser alvos atrativos para aquisições, conforme apontam Jensen (1988) e Hasbrouck (1985). Empresas adquirentes podem ver essas companhias como oportunidades de aumentar o valor, seja corrigindo ineficiências ou explorando ativos subutilizados. Dessa forma, a hipótese 1 é confirmada, mas é necessário cautela ao interpretar a métrica *etp_value* como um reflexo direto de subavaliação, dado seu viés em relação ao tamanho da empresa.

Em relação à hipótese 2, que analisa a relação entre empresas familiares e a probabilidade de serem alvos de F&A, o modelo inclui a variável *emp_fam* para verificar se uma empresa é familiar ou não. A análise estatística preliminar mostrou que essa variável não foi significativa em nenhum dos modelos testados. Isso já era esperado, uma vez que a análise descritiva indicava uma predominância de empresas familiares em ambos os grupos (alvos e não alvos), sugerindo uma possível ausência de significância estatística para essa variável. Portanto, rejeita-se a hipótese 2. Além disso, ao contrário do que foi inicialmente indicado, o estudo observou que as empresas familiares não mostraram um comportamento distinto como alvos ou adquirentes de F&A, não permitindo inferências claras sobre o impacto da natureza familiar na probabilidade de F&A.

A hipótese 3 explora o impacto da concentração acionária na probabilidade de uma empresa se tornar alvo de F&A. Nogueira & Kabbach de Castro (2020) destacam que a concentração acionária é uma característica marcante das empresas brasileiras, frequentemente controladas por famílias ou grupos. No entanto, os resultados indicam que a variável *est_acio* não foi estatisticamente significativa em nenhum dos modelos testados. Isso revela que, embora a concentração acionária molde todo o cenário acionário brasileiro, não é um bom preditor de F&A. A concentração, apesar de ser um fator estrutural importante, não está diretamente relacionada à probabilidade de uma empresa ser adquirida. Esse resultado sugere que, no Brasil, a concentração acionária cria uma estrutura de controle forte, mas não necessariamente afeta as dinâmicas de F&A. A alta concentração pode inibir a entrada de novos investidores ou adquirentes, mas outros fatores, como valor de mercado ou desempenho operacional, parecem ter mais relevância na determinação de alvos de F&A.

Ao analisar a concentração acionária no Brasil, observou-se que ela reforça a resistência às F&A, como apontado por Caprio et al. (2011) e identificado por Moura e Beuren (2017).

Empresas familiares adotam mecanismos anti-takeover para evitar perda de controle. A literatura de governança corporativa (Gompers et al., 2003; Rossi & Volpin, 2004) indica que empresas com melhores práticas de governança são menos vulneráveis a aquisições hostis, embora no Brasil a governança ainda esteja em desenvolvimento (Marshall & Anderson, 2009; Rossi & Volpin, 2009; Freitas et al., 2020).

A hipótese 4 sugere que empresas com maiores níveis de governança corporativa têm menor probabilidade de serem alvos de F&A, conforme discutido por Gompers et al. (2003) e Rossi & Volpin (2004). Contudo, os resultados mostram que as proxies utilizadas para capturar governança corporativa, como *ind_board* (independência do conselho) e *audit_big* (auditoria externa por uma das "big four"), não foram significativas ao nível de 5%. Isso reflete uma limitação na capacidade dessas variáveis em representar adequadamente o nível de governança. Estudos como o de Freitas et al. (2020) apontam que a baixa proteção ao investidor e a concentração acionária em poucos acionistas no Brasil tornam os mecanismos de governança menos eficazes.

A literatura enfrenta dificuldades para capturar de forma precisa a qualidade da governança corporativa, uma vez que muitas práticas de governança são mais qualitativas e dependem de fatores culturais e institucionais que não são facilmente mensuráveis. No cenário brasileiro, onde a governança corporativa ainda está em consolidação, proxies como *ind_board* e *audit_big* podem não refletir completamente o nível de proteção aos acionistas ou a transparência corporativa. Dessa forma, a hipótese 4 é rejeitada, e é necessário reconhecer as limitações dessas proxies ao analisar governança.

Por fim, a hipótese 5, que trata do índice de entrincheiramento, foi confirmada. A variável *i.ent* foi significativa e negativa em todos os modelos, indicando que quanto maior o nível de entrincheiramento dos gestores ou acionistas controladores, menor a probabilidade de a empresa ser alvo de F&A. Esse resultado está alinhado com os estudos de Gompers et al. (2003) e Elmagrhi et al. (2020), que sugerem que o entrincheiramento funciona como um mecanismo de proteção contra aquisições hostis, ao garantir maior estabilidade para os gestores atuais. Assim, a hipótese 5 não é rejeitada.

Os resultados indicam que empresas com altos níveis de entrincheiramento são menos propensas a participar de processos de F&A, corroborando as teorias da agência e da firma (La Porta et al., 1999; Emanuele Teti et al., 2017;Ahmad Rajab Jwailes, 2021). Empresas familiares e com estrutura acionária concentrada utilizam mecanismos de defesa para preservar o controle interno, limitando o crescimento externo (Shim & Okamuro, 2011; Nogueira & Kabbach de

Castro, 2020). De acordo com Alchian & Demsetz (1973) e Jensen & Meckling (1976), o entrincheiramento é uma estratégia de controle, evitando transações que possam diluir o poder dos acionistas majoritários.

A eficácia das F&A no Brasil é moderada por barreiras institucionais, principalmente a alta concentração acionária e o entrincheiramento de controle, que geram resistência às transações. O índice de entrincheiramento reflete a proteção dos controladores contra aquisições indesejadas, discutido amplamente pela teoria da firma e da agência (Alchian & Demsetz, 1973; Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1986; Murphy & Jensen, 2018). A teoria da separação entre propriedade e controle (Berle & Means, 1937; Aguilera & Crespi-Cladera, 201; La Porta et al., 1999) sugere que, em empresas com concentração acionária, o poder decisório tende a se restringir a poucos acionistas. Mecanismos como o tag along são usados para preservar o controle, evitando diluição por terceiros (Gompers et al., 2003; Karpoff et al., 2017; Fernandes et al., 2014; Grossert et al., 2022).

A discrepância entre os resultados do teste de Mann-Whitney e a regressão logística em relação ao índice de entrincheiramento (*i.ent*) pode ser atribuída às diferenças fundamentais entre os dois métodos de análise. O teste de Mann-Whitney, sendo um teste não paramétrico, compara as distribuições de duas amostras sem considerar outras variáveis que possam estar influenciando os resultados. Ele analisa as diferenças nas medianas dos grupos, sem controlar por potenciais fatores de confusão/classificação, o que pode limitar sua capacidade de capturar relações complexas entre variáveis.

Por outro lado, a regressão logística permite que múltiplas variáveis sejam controladas simultaneamente, fornecendo uma análise mais robusta da relação entre o índice de entrincheiramento e a probabilidade de uma empresa ser alvo de F&A. Isso explica por que o índice de entrincheiramento pode não ter sido significativo no teste de Mann-Whitney, que avalia a variável de forma isolada, mas se mostrou significativo na regressão logística, onde outros fatores, como tamanho da empresa, liquidez e governança corporativa, foram considerados.

Adicionalmente, a significância do índice de entrincheiramento em alguns modelos a um nível de 10% reforça a ideia de que, embora o efeito do entrincheiramento seja mais sutil ou condicionado por outras variáveis, ele ainda tem um papel relevante na redução da probabilidade de uma empresa ser alvo de F&A. A significância marginal a 10% indica que o efeito do entrincheiramento pode variar dependendo do contexto corporativo ou da estrutura de

governança, mostrando que, apesar de não ser um fator determinante em todas as situações, ele ainda influencia o comportamento das empresas em relação a aquisições.

Das variáveis de controle, *liquidez* e *endividamento* foram positivas e significativas, sugerindo que empresas com maior liquidez e endividamento têm maior probabilidade de serem alvos de F&A. Isso está de acordo com a literatura de Palepu (1986) e Powell (2015), que apontam que empresas com alto nível de endividamento podem ser atrativas para adquirentes, especialmente por conta dos benefícios fiscais relacionados à dedução de juros. Além disso, a variável *div_yeld* foi significativa e negativa, o que indica que empresas que pagam menos dividendos têm maior probabilidade de serem alvos de F&A, possivelmente porque a retenção de caixa para reinvestimentos sugere maior potencial de crescimento no longo prazo, conforme discutido por Rodrigues & Stevenson (2013).

A análise setorial mostra que empresas dos setores de comunicação, consumo de bens essenciais, saúde e utilidades têm maior probabilidade de serem alvos de F&A, com destaque para o setor de saúde, que apresentou uma chance de cerca de 12% de sofrer uma F&A. Esse resultado pode ser explicado pelo aumento da demanda por serviços médicos durante a pandemia de COVID-19, conforme sugerido por Fonseca & Almeida (2023).

Por fim, os anos de 2020 e 2022 mostraram uma redução significativa nas atividades de F&A, influenciados pela crise da COVID-19 e pela instabilidade política no Brasil, como observado por Baker et al. (2016) e Harford (2005). O estudo confirma que as F&A são impactadas por choques externos, reforçando as dinâmicas observadas por Yaghoubi et al. (2016) e Boateng & Huang (2017).

4.3 Estrutura de Propriedade e Mecanismos Anti-takeover nas Empresas

A análise da hipótese 6, que trata da estrutura de propriedade e do nível de entrincheiramento em empresas com alta concentração acionária, evidenciou uma correlação positiva significativa entre o índice de entrincheiramento e o nível de concentração acionária. A análise descritiva dos dados, apontada no Apêndice D, mostrou uma correlação de 0.15***, significativa a 1%, entre a variável que representa a estrutura acionária (est_acio) e o índice de entrincheiramento (i.ent), indicando uma relação preliminar entre as duas. Esse achado corrobora a ideia de que acionistas controladores, que detêm altos níveis de ações, evitam fusões e aquisições (F&A) que possam ameaçar seu controle, utilizando mecanismos que tornam a

possibilidade de aquisição mais remota, como sugerido por Bauguess e Stegemoller (2008) e Nogueira e Kabbach de Castro (2020).

Os resultados apontam que quanto maior a concentração acionária, maior o uso de mecanismos *anti-takeover*, que protegem as empresas de tentativas de aquisição, corroborando estudos de Dah et al. (2020), Elmagrhi et al. (2020) e Renneboog e Vansteenkiste (2019). Esses mecanismos são utilizados para dificultar ou desincentivar aquisições, especialmente em empresas onde acionistas controladores têm forte interesse em manter o controle. Diante disso, a hipótese 6 não foi rejeitada, uma vez que os dados confirmam uma relação positiva entre concentração acionária e entrincheiramento.

No Brasil, as estruturas de propriedade concentrada dominam o mercado, tornando o impacto do entrincheiramento particularmente significativo. Nogueira & Kabbach de Castro (2020) destacam que empresas com maior concentração acionária tendem a implementar mais mecanismos anti-takeover, como o tag along, protegendo os controladores, mas dificultando o crescimento via aquisições. Além disso, conforme discutido por La Porta et al. (1999) e Caprio et al. (2011), essa estrutura familiar frequentemente está associada a uma resistência maior a transações de F&A, reforçando a tendência de evitar aquisições indesejadas.

Quanto à hipótese 7, que sugere que empresas alvo de aquisições indesejadas apresentam maior nível de entrincheiramento, a análise dos dados revelou que não foi possível testá-la devido à ausência de fusões e aquisições indesejadas suficientes no mercado brasileiro. No mercado brasileiro, marcado por alta concentração acionária, não houve um número suficiente de aquisições indesejadas que permitisse um exame mais aprofundado. Esse resultado reflete uma particularidade do mercado brasileiro, onde a concentração acionária tende a inibir aquisições indesejadas. A pesquisa optou por manter a hipótese 7, reconhecendo essa limitação e destacando a relevância desse cenário para a governança corporativa em mercados similares.

Foi realizada, no entanto, uma análise descritiva comparativa entre empresas não alvos de F&A (tipo 0) e empresas alvo de F&A (tipo 1), conforme apresentado na Tabela 10. Essa comparação não se referia especificamente a aquisições indesejadas, mas sim à distinção entre empresas que passaram ou não por processos de fusão ou aquisição. A análise indicou que empresas não alvos tendem a criar um ambiente menos propício a aquisições, adotando mecanismos que aumentam o custo das transações para adquirentes. Embora a hipótese de que empresas alvo de aquisições indesejadas possuem maior nível de entrincheiramento não tenha

sido testada, a comparação descritiva fornece *insights* preliminares sobre a dinâmica das F&A no contexto brasileiro.

A relação entre concentração acionária, má gestão e mecanismos de entrincheiramento reforça o entendimento de que acionistas controladores utilizam esses mecanismos para criar barreiras à troca de controle, protegendo sua posição de poder. Gompers et al. (2003), Baulkaran (2014) e Antounian et al. (2021) sugerem que, ao estabelecer mecanismos de proteção, os controladores podem entrar em uma "zona de conforto", tomando decisões que nem sempre estão alinhadas com os interesses dos demais acionistas. Por outro lado, pesquisas recentes, como as de Cain et al. (2017), Cuñat et al. (2020), Elmagrhi et al. (2020), Carline e Gogineni (2021) e Chemmanur e Tian (2018), indicam que, em alguns casos, a permanência do controlador pode levar a uma gestão mais eficiente, com resultados positivos para a empresa.

4.4 Efeito Entrincheiramento e as F&As

Este capítulo apresenta a análise dos resultados referentes à Hipótese 8, que examina o impacto do entrincheiramento sobre o valor de mercado das empresas, especialmente sob a ótica do desempenho financeiro. A análise foi realizada utilizando regressões com dados em painel, com foco nas variáveis de desempenho, incluindo o índice *Price-to-book*, *ROA* (estimado pelo EBIT e pelo lucro) e *ROE*. As regressões aplicadas buscam identificar se o nível de entrincheiramento exerce influência significativa sobre o valor de mercado e o desempenho operacional das empresas.

A hipótese foi testada por meio de modelos de dados em painel, conforme ilustrado na Tabela 14. Foram aplicados testes econométricos, incluindo o Teste de Hausman, que indicou a adequação do modelo de efeitos fixos, e o Teste White, que evidenciou a presença de heterocedasticidade. O Teste Breusch-Godfrey também identificou autocorrelação nos resíduos. Para tratar esses problemas, foi adotado o modelo FGLS *(Feasible Generalized Least Squares),* adequado para lidar com heterocedasticidade e autocorrelação simultaneamente.

O modelo GMM-Sistêmico *(Generalized Method of Moments)* foi implementado para corrigir a endogeneidade associada às variáveis dependentes defasadas. Esse modelo demonstrou robustez diante de problemas de heterocedasticidade e autocorrelação serial, ambos comuns em dados de painel dinâmicos. Testes adicionais, como os de Arellano-Bond e os de exogeneidade de Sargan e Hansen, validaram o uso do GMM-Sistêmico, com exceção do modelo *Price-to-book*, que exigiu ajustes específicos, conforme os resultados dos testes na Tabela 10.

Tabela 10: Resultados das regressões em painel - Efeito Entrincheiramento sobre o desempenho das empresas

Modelo desbalanceado	**FGLS**		**GMM-SYS**		**GMM-SYS**		**GMM-SYS**	
Variável dependente	***Price-to-book***		**Roa (EBIT)**		**Roa (lucro)**		**Roe**	
Variável	**Coef.**	**Sig.**	**Coef.**	**Sig.**	**Coef.**	**Sig.**	**Coef.**	**Sig.**
*price-to-book*_lag1	**0.2366**	***						
	(0.0204)							
roa_eb_lag 1			**0.6530**	***				
			(0.1087)					
roa_lucro_lag1					-0.1469			
					(0.2811)			
ges_roe_lag1							-0.0056	
							(0.1807)	
(intertecepto)	(0.2253)		2.7295		(1.8451)		**18.3911**	***
	0.1480		(1.0318)		2.3493		(5.4282)	
i.ent	0.1648		**1.7327**	*	5.0018		**10.0626**	**
	0.1898		0.9740		3.0584		4.6279	
emp_fam	0.0433		-0.3061		-0.9258		-0.7393	
	0.0522		0.3510		1.1293		1.4328	
est_acio	-0.0011		**-0.0102**	*	**-0.0340**	***	**-0.0509**	**
	0.0007		0.0059		0.0103		0.0253	
tam_board	-0.0002		0.0015		0.0021		**-0.5681**	**
	0.0067		0.0623		0.0955		0.2711	
ind_board	**0.2201**	***	0.0744		-0.3573		-3.9015	
	0.0764		0.6551		0.9104		2.7556	
audit_big	**0.2504**	***	0.3264		1.0088		0.3095	
	0.0514		0.4031		0.7683		2.1673	
d_fea	**0.2104**	***	-0.2499		-0.5758		-0.8839	
	0.0813		0.5076		1.3023		3.7523	
lev_ter	-0.0019		**-0.2771**	***	**-0.1400**	***	0.0608	
	0.0011		0.0087		0.0192		0.0432	
div_yeld	**-0.0307**	**	**0.0478**	***	**0.1445**	***	**0.3223**	***
	0.0156		0.0151		0.0326		0.0666	
tam	0.0043		-0.0345		**0.6642**	***	-0.3407	
	0.0164		0.1141		0.2392		0.4859	
	(0.0164)		(0.1141)		(0.2392		(0.4859)	
Modelo desbalanceado	**FGLS**		**GMM-SYS**		**GMM-SYS**		**GMM-SYS**	
Variável dependente	***Price-to-book***		**Roa (EBIT)**		**Roa (lucro)**		**Roe**	
Variável	**Coef.**	**Sig.**	**Coef.**	**Sig.**	**Coef.**	**Sig.**	**Coef.**	**Sig.**
Setor	**SIM**		**SIM**		**SIM**		**SIM**	
Ano	**SIM**		**SIM**		**SIM**		**SIM**	
Número de Observações : 2.527								
Testes e validações								
R² ajustado	*0.0187*		*0.2175*		*0.2513*		*0.0345*	
VIF (médio)	*1.68*		*1.68*		*1.67*		*1.67*	

Tabela 10: Resultados das regressões em painel - Efeito Entrincheiramento sobre o desempenho das empresas **(Continuação)**

Testes e validações								
Teste Wald (modelo geral)	*486.43*	***	*6479.33*	***	*422.40*	***	*708.40*	***
Teste F (pooled x fixos)	*4.98*	***	*2.28*	***	*7.80*	***	*2.18*	***
Teste BP (pooled x aleatórios)	*2.96*		*60.13*		*1474.93*	***	*522.43*	
Teste Hausman (aleatórios x fixos)	*2475.45*	***	*850.80*	***	*50.91*	***	*734.99*	***
Teste White (heterocedasticidade)	*64.27*	***	*401.42*	***	*328.94*	***	*328.94*	***
Teste BG (autocorrelação)	*49.34*	***	*131.34*	***	*14.29*	***	*14.29*	***
Testes PP (estacionariedade)	*Variáveis*	***	*Variáveis*	***	*Variáveis*	***	*Variáveis*	***
Teste Sargan (exogeneidade)	*135.89*	***	*19.37*	***	*44.16*	***	*15.86*	***
Teste Hansen (exogeneidade)	*19.30*	**	*7.01*		*13.75*	*	*4.41*	
Teste de Arellano-Bond (AR1)	*-3.61*	***	*-5.55*	***	*-4.29*	***	*-5.52*	***
Teste de Arellano-Bond (AR2)	*-2.48*	**	*-0.17*		*-1.14*		*-2.89*	***
Indexação	*ano, firma*		*ano, firma*		*ano, firma*		*ano, firma*	

*Significância: ***' 0.01 '**' 0.05 '*' 0.1*

Fonte: elaborado pelo autor como base nos dados da pesquisa.

Nota 1 – variáveis:

d_fea	F&A: indicador da ocorrência ou não de F&A (dummy)
price-to-book	*Price-to-book*: valor de mercado das empresa na relação mercado/contábil
roa_eb	ROA: retorno sobre o ativo (mensurado pelo EBIT)
roa_lucro	ROA: retorno sobre o ativo (mensurado pelo lucro líquido)
roe	ROE: retorno sobre o patrimônio líquido
tam	Tamanho: total do ativo (logaritmo natural)
lev_ter	Endividamento: indicador da relação entre dívida e total do ativo
est_acio	Estrutura acionária: indicador do nível e concentração acionária.
emp_fam	Empresa familiar: indicador do tipo de acionista majoritário. (dummy)
tam_board	Tamanho do conselho: número de membros do conselho.
ind_board	Independência do conselho: indicador do nível da independência.
audit_big	Auditoria externa: indicador da utilização de uma das *big four* (dummy)
i.ent	Indice de entrincheiramento: indicador do nível de entrincheiramento.
etp_value_lag1	Variável defasada do *price-to-book*
roa_lag 1	Variável defasada do roa (ebit)
roa_lucro_lag1	Variável defasada do roa (lucro)
roe_lag1	Variável defasada do roe

Conforme apresentado na Tabela 10, os valores de R^2 ajustado demonstraram um poder explicativo limitado dos modelos, particularmente para os que utilizaram *Price-to-book* e *ROE* como variáveis dependentes. A baixa multicolinearidade entre as variáveis explicativas foi confirmada pelos valores de VIF.

Ao considerar o indicador R^2 ajustado, verifica-se um baixo poder explicativo dos modelos, especialmente no caso do painel *price_to_book* e do roe. A estatística VIF apresenta se em valores na ordem de 1.67, apontando para um menor nível de multicolinearidade entre as variáveis explicativas. Observa-se uma redução no número de observações daquelas constantes na amostra (2.830 x 2.527), este fato deve-se a eliminação de variáveis em função da criação

do *lag* de defasagem tendo em vista que a amostra foi entre o período de 2010 a 2022, pelo menos um ano deveria servir de base para o cálculo da defasagem.

A hipótese 8 foi analisada por meio da variável que examina a relação entre o índice de entrincheiramento e o valor de mercado das empresas. O índice de entrincheiramento (i.ent) apresentou um coeficiente positivo e significativo no ROA (medido pelo EBIT) e no ROE. Para o ROA, o coeficiente foi de 1.7327, indicando que um aumento de uma unidade no índice de entrincheiramento está associado a um aumento de 1,73 pontos percentuais na eficiência operacional das empresas. No caso do ROE, o coeficiente foi ainda mais elevado, 10.0626. Os resultados indicam uma relação significativa e positiva nos modelos ROA, estimados pelos lucros, e no painel ROE, embora com um baixo grau de significância estatística. O entrincheiramento demonstrou um impacto positivo no valor da empresa, o que sugere que investidores podem atribuir valor à estabilidade e previsibilidade associadas a uma gestão entrincheirada. Esses achados estão em consonância com pesquisas recentes, como as de Cain et al. (2017), Carline e Gogineni (2021) e Chemmanur e Tian (2018), que evidenciam que um acionista controlador estabilizado pode promover o crescimento e a geração de valor.

É importante destacar que o mercado brasileiro se caracteriza pela concentração acionária em empresas familiares, onde o acionista majoritário exerce influência substancial nas decisões do conselho de administração. Esse fenômeno foi identificado na presente pesquisa e corroborado por estudos como os de Santos (2023), Albanez e Schiozer (2022) e Freitas et al. (2020). Assim, considerando o contexto brasileiro e os resultados obtidos, a hipótese 8 não é rejeitada.

Adicionalmente, observou-se um comportamento de entrincheiramento aliado à boa gestão, o que contribuiu para a obtenção de melhores resultados empresariais. Nesse sentido, os retornos financeiros refletem o esforço da gestão em utilizar de forma eficiente os ativos da empresa para gerar resultados positivos, beneficiando, assim, os acionistas. Esse comportamento foi identificado nos estudos de Cain et al. (2017), Carline e Gogineni (2021), Chemmanur e Tian (2018), Cuñat et al. (2020), Elmagrhi et al. (2020), Johnson et al. (2015b) e Malhotra et al. (2020), que fornecem uma nova perspectiva sobre o entrincheiramento, anteriormente considerado desalinhado com os interesses dos acionistas.

A relação entre o entrincheiramento e o valor de mercado das empresas foi um dos pontos centrais desta pesquisa. Os resultados indicam que, embora o entrincheiramento proteja os controladores e assegure a estabilidade interna, ele também exerce um efeito negativo sobre o crescimento de longo prazo. Empresas com altos níveis de entrincheiramento tendem a

apresentar menor flexibilidade para adaptar suas estratégias às mudanças do mercado, refletindo-se em um desempenho operacional inferior em comparação às empresas menos entrincheiradas.

Em relação à concentração acionária, medida pela variável est_acio, os resultados indicaram uma relação negativa com o desempenho da empresa, tanto no retorno sobre o ativo (ROA) quanto no retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). No ROA (EBIT), o coeficiente foi de -0.0102, e no ROA (lucro) foi de -0.0340, sugerindo que uma maior concentração acionária está associada a uma menor eficiência operacional e lucrativa das empresas. O impacto negativo é ainda mais pronunciado no ROE, com um coeficiente de -0.0509, o que implica que uma estrutura acionária concentrada pode reduzir a capacidade da empresa de gerar retornos sobre o patrimônio líquido. Esse resultado está em conformidade com a literatura predominante, que frequentemente associa altos níveis de concentração acionária a práticas de governança menos eficazes e a um maior potencial para conflitos de interesse, conforme discutido por Claessens et al. (2002) e Dalmácio et al. (2013). Tais resultados indicam que uma maior concentração acionária pode estar associada a uma gestão menos eficiente dos ativos, o que limita a capacidade de geração de resultados operacionais, corroborando os achados de Coelho et al. (2017) e Claessens et al. (2002).

No que se refere à governança corporativa, as variáveis relacionadas à composição do conselho de administração e à auditoria externa revelaram uma correlação positiva com o valor de mercado, medido pela variável *price_to_book*. Os coeficientes das variáveis de governança corporativa indicam que a independência do conselho tem um impacto positivo significativo no *price-to-book*, com um coeficiente de 0.2201, sugerindo que conselhos mais independentes aumentam a valorização de mercado da empresa. Em contrapartida, o tamanho do conselho apresenta um coeficiente negativo de -0.5681 no ROE, indicando que conselhos maiores reduzem a rentabilidade sobre o patrimônio líquido. Por outro lado, a auditoria externa realizada por uma das "Big Four" tem um efeito positivo de 0.2504 no *price-to-book*, refletindo que auditorias de alta qualidade elevam a confiança dos investidores e, consequentemente, o valor de mercado da empresa. Esses resultados reforçam que uma governança corporativa eficiente, com conselhos independentes e auditorias confiáveis, é crucial para o bom desempenho financeiro.

Essa análise é complementada pelo referencial teórico sobre governança corporativa, onde Gompers et al. (2003) sugerem que uma governança corporativa robusta, com conselhos independentes e práticas de auditoria externa, poderia mitigar alguns dos impactos negativos

do entrincheiramento, promovendo uma estratégia mais dinâmica de crescimento. Entretanto, no contexto brasileiro, como mostram Freitas et al. (2020), as práticas de governança ainda não são suficientemente maduras para contrabalancear o poder dos controladores, limitando o papel moderador da governança no entrincheiramento.

Estudos como os de Al Dah et al. (2017), Bebchuk et al. (2009) e Borges et al. (2020) sugerem que um conselho de administração maior e mais independente, aliado à presença de auditorias realizadas por empresas reconhecidas internacionalmente (big four), está associado a uma maior transparência e a uma gestão com menor discricionariedade. Essas práticas contribuem para a percepção de maior valor de mercado. No presente estudo, constatou-se que tanto a presença de uma auditoria realizada por uma das big four quanto a independência do conselho de administração corroboram essa visão, indicando que práticas robustas de governança são valorizadas pelos investidores, possivelmente devido à expectativa de minimização de riscos e aprimoramento dos controles internos e da fiscalização das empresas.

A análise também revelou que o tamanho da empresa está positivamente correlacionado com o retorno sobre o ativo (ROA), conforme medido pelos lucros, ecoando os achados de Baulkaran (2014), Handoo e Sharma (2014), Ji et al. (2019) e Konraht et al. (2020). Verificou-se um aumento de 0.6642 pontos percentuais para cada unidade de aumento no tamanho da empresa. Esses estudos sugerem que empresas de maior porte tendem a ser percebidas como mais capazes de gerar resultados consistentes, devido à sua maior visibilidade no mercado e à maior capacidade de investimento. Isso reforça a ideia de que o tamanho da empresa não só contribui para uma maior estabilidade, como também está associado à geração de valor de forma sustentável e eficaz.

No tocante ao endividamento, a literatura acadêmica, incluindo os trabalhos de Konraht et al. (2020), Lewellyn e Muller-Kahle (2012) e Zhao (2013), aponta para uma relação negativa entre o nível de dívidas e o valor de mercado ou desempenho da empresa. A justificativa geralmente atribuída a essa relação é que um elevado nível de endividamento pode reduzir o valor de mercado de uma empresa, uma vez que as dívidas devem ser deduzidas do valor total para calcular o valor residual disponível aos acionistas. No presente estudo, o endividamento mostrou uma relação significativa e negativa com o desempenho, conforme medido pelos painéis de retorno sobre o lucro e EBIT. Cada aumento de unidade no endividamento resulta em uma queda de 0.2771 pontos percentuais no ROA medido pelo EBIT e o impacto sobre o ROA medido pelo lucro líquido também é negativo, com uma redução de 0.14 pontos percentuais. Esses resultados sugerem que o endividamento pode afetar negativamente a

eficiência operacional das empresas, uma vez que a presença de dívidas substanciais e os custos relacionados ao pagamento de juros reduzem as margens de lucro, levando a uma gestão menos eficiente na geração de resultados favoráveis.

A variável d_fea, que classifica as empresas em grupos de acordo com a ocorrência de fusões e aquisições (F&A), também foi analisada. Considerando um período de três anos de análise das variáveis explicativas nas empresas que foram alvo de F&A, com dois anos anteriores a transação, verificou-se uma relação significativa e positiva entre o valor de mercado, medido pela variável *price_to_book*, e a condição de empresa-alvo de F&A. Os resultados indicaram que o fato de ser alvo de uma F&A aumenta em 0.2104 pontos percentuais o valor de mercado. Esse resultado está em consonância com pesquisas anteriores, como as de Camargos e Barbosa (2009), Bortoluzzo et al. (2014) e Bomfim & Callado (2016), que evidenciam uma melhora nos indicadores de desempenho após a conclusão da fusão. Além disso, estudos como o de Toigo et al. (2018) identificam melhorias nos níveis de governança corporativa após fusões e aquisições, resultando em melhores indicadores e em maior retorno para os acionistas.

No que se refere aos dividendos, a variável *div_yeld* apresentou uma relação significativa e positiva com o desempenho da empresa em todos os três painéis analisados. O coeficiente foi de 0.0478 para o ROA (EBIT), 0.1445 para o ROA (lucro) e 0.3223 para o ROE, indicando que um aumento na distribuição de dividendos está associado a uma melhoria no retorno sobre os ativos e no retorno sobre o patrimônio. Esses resultados sugerem que empresas com melhor desempenho tendem a pagar dividendos mais elevados, uma vez que os dividendos são fruto dos lucros obtidos. Sob a ótica da teoria da agência, estudos como os de Jensen (1986), Rahman et al. (2018) e Yusuf (2019) indicam que o pagamento de dividendos reflete uma maior transparência e uma redução na assimetria informacional entre gestores e acionistas. No contexto do mercado brasileiro, caracterizado pela concentração acionária no controlador e pela baixa regulamentação de proteção ao investidor minoritário, conforme Cascino et al. (2010), La Porta, Lopez-de-Silanes et al. (2000) e Srinidhi e Liao (2020), os dividendos se tornam uma ferramenta importante para garantir os direitos dos acionistas minoritários, que têm pouca ou nenhuma influência nas decisões empresariais.

4.5 Resumo dos resultados das hipóteses propostas

A seguir é apresentado de forma sintetizada os resultados da tese com a conciliação entre a proposta de cada uma das hipóteses levantadas e a sua confirmação ou não ao longo das discussões. O quadro 6 apresenta as hipóteses relacionadas com os determinantes de uma F&A, enquanto o Quadro 7 trata apresenta as hipóteses relacionadas ao índice de entrincheiramento:

Quadro 6: **Resultados das hipóteses relacionadas como os determinantes de F&A**

Hipótese	Variável de Interesse	Resultado
H1 **Empresas subavaliadas têm maior probabilidade de se tornarem alvos de F&A.**	**ETP_VALUE – Valor de Mercado** **ROE/ROA - Desempenho**	**Confirmada:** Empresas subavaliadas apresentaram maior probabilidade de serem adquiridas, sendo vistas como oportunidades de valorização.
H2 **Empresas familiares têm menor probabilidade de serem alvos de F&A.**	**Identificação de empresa familiar (EMP_FAM)**	**Não Confirmada:** Empresas familiares não mostraram uma diferença significativa na probabilidade de serem alvos em relação a outras empresas.
H3 **Alta concentração acionária reduz a probabilidade de uma empresa ser alvo de F&A.**	**Índice de concentração acionária (EST_ACIO)**	**Não Confirmada:** A concentração acionária não teve uma correlação forte com a probabilidade de F&A.
H4 **Altos níveis de governança corporativa aumentam a atratividade para F&A.**	**Tamanho do conselho (TAM_BOARD)** **Independência do conselho (IND_BOARD)** **Auditoria de uma *big four* (AUDIT_BIG)**	**Não Confirmada:** Governança robusta foi associada a maior atratividade para F&A, provavelmente devido à transparência e menor risco.
H5 **Existe uma relação inversa entre o efeito de entrincheiramento e a probabilidade de F&A.**	**Índice de entrincheiramento**	**Confirmada:** Entrincheiramento reduz a probabilidade de F&A em alguns contextos, mas não em todos os cenários.

Quadro 7: **Resultados das hipóteses relacionadas com o efeito entrincheiramento**

Hipótese	Variável de Interesse	Resultado Obtido
H6 **Nível de entrincheiramento acompanha estrutura de propriedade.**	**Índice de Concentração Acionária** **(EST_ACIO)** **(05 maiores acionistas)**	**Confirmada**: Empresas com maiores níveis de concentração acionária possuem maiores níveis de entrincheiramento.
H7 **Empresas alvo de uma F&A indesejada possui maior nível de entrincheiramento.**	**Indice de entrincheiramento** **x** **Tipo de F&A (1)**	Não Confirmada: Não foi possível verificar em função da ausência de dados. Mas verificou-se que empresas não alvos criam uma ambiente menos propício de F&A.
H8 **Entrincheiramento reduz o valor de mercado e ou desempenho das empresas.**	**Índice de entrincheiramento** **x** **Valor de mercado (P/B)** **e** **Desempenho (ROA e ROE)**	**Confirmada:** Foi identificado o efeito entrincheiramento do tipo "positivo" onde a sua presença promove uma melhor performance da gestão na geração de resultados ao acionista.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desta pesquisa foi analisar o comportamento das empresas alvo de fusões e aquisições (F&A) no mercado de capitais brasileiro, utilizando uma amostra de 13 anos, entre 2010 e 2022, englobando todas as empresas listadas nesse período. O estudo teve duas abordagens principais para avaliar as empresas alvo de F&A: identificar os determinantes que as tornam alvos e examinar como a gestão dessas empresas se comportou em termos de geração de melhores resultados. Este recorte foi baseado na expectativa de que é possível identificar condições que tornam as empresas mais "atraentes" para os adquirentes, embora, mesmo sendo atraentes, essas empresas possam não estar interessadas em se envolver em F&A, especialmente quando há troca de controle. Nesse contexto, espera-se um comportamento de proteção que pode culminar no efeito de entrincheiramento, onde o gestor ou acionista controlador se sente "blindado" contra a possível troca de comando.

De maneira geral, e com base nas hipóteses levantadas, foi possível identificar um aumento na probabilidade de uma empresa se tornar um alvo de F&A no mercado brasileiro, sendo aquelas em que: i. a gestão é percebida como deficitária, levando à subavaliação da empresa e a um processo de substituição de gestão pela empresa adquirente; ii. empresas que tem menores níveis de distribuição de dividendos são vistas como melhores alvos; iii. outros fatores, como maiores níveis de endividamento e maior liquidez, também contribuem para aumentar a possibilidade de uma empresa se tornar alvo. Alguns setores, como o da saúde, destacam-se com maior probabilidade de se tornarem alvos.

Os resultados alcançados corroboram a hipótese central de que empresas com gestão percebida como deficitária e sob um maior nível de entrincheiramento tem maior probabilidade de se tornarem alvos de F&A no Brasil. Empresas mal avaliadas no mercado, tanto em termos de valor de mercado quanto de desempenho operacional, apresentam maior atratividade para adquirentes interessados em promover uma reestruturação e melhorar a eficiência operacional. Setores como saúde e tecnologia, que passaram por transformações significativas nos últimos anos, destacaram-se como alvos de interesse.

A pesquisa também constatou que empresas com altos níveis de concentração acionária, particularmente aquelas controladas por famílias, tendem a resistir a processos de F&A, utilizando mecanismos de defesa, como o entrincheiramento, para manter o controle. Esse comportamento, característico de mercados emergentes com governança corporativa ainda em desenvolvimento, reforça o papel dos acionistas controladores na proteção de seus interesses e no afastamento de aquisições indesejadas, muitas vezes em detrimento do crescimento e da

expansão da empresa. Complementando o resultado obtido, verifica-se que o pagamento de dividendos também reduz a probabilidade de uma empresa ser alvo, pois aponta para a possibilidade de redução do fluxo de caixa disponível para reinvestimentos. Assim um fator se alia ao outro onde controladores entrincheirados poderão buscar pagar dividendos para promover certa "transparência" e ao mesmo tempo afastar a possibilidade de uma F&A com tomada de controle e troca da gestão.

Do ponto de vista acadêmico, este estudo avança na compreensão das dinâmicas de F&A em mercados emergentes, como o brasileiro, onde a concentração acionária e o entrincheiramento desempenham papéis centrais nas decisões estratégicas das empresas. A pesquisa contribui para o debate sobre o impacto da concentração de poder nas decisões de governança e na resistência a mudanças estruturais dentro das organizações, alinhando-se às teorias da firma (Alchian & Demsetz, 1973) e da agência (Jensen & Meckling, 1976), que exploram a separação entre propriedade e controle.

Ao abordar o entrincheiramento como uma prática comum em empresas com alta concentração acionária, a pesquisa acrescenta à literatura ao demonstrar que, embora o entrincheiramento possa proteger o controlador contra aquisições hostis, ele também limita a flexibilidade da empresa em responder a oportunidades de crescimento externo. Essa dualidade entre proteção e restrição é um tema central nas discussões sobre governança corporativa, principalmente em países onde os mecanismos de defesa corporativa são amplamente utilizados para evitar a diluição do controle.

Além disso, a pesquisa confirma que o mercado de capitais brasileiro, com sua forte presença de empresas familiares, utiliza mecanismos anti-takeover para proteger os interesses dos controladores. No entanto, essa proteção gera um efeito colateral: ao reduzir a probabilidade de uma empresa se tornar alvo de F&A, também diminui sua atratividade para investidores externos. Isso reflete uma das limitações intrínsecas da governança corporativa no Brasil, onde as práticas ainda estão em fase de amadurecimento.

Em termos práticos, os resultados desta pesquisa oferecem *insights* valiosos para gestores e investidores que operam no mercado brasileiro. Ao identificar os determinantes que aumentam ou reduzem a probabilidade de uma empresa ser alvo de F&A, a pesquisa oferece ferramentas para a elaboração de estratégias que podem tanto aumentar quanto reduzir essa atratividade, dependendo dos objetivos da empresa.

Para os gestores, compreender como o mercado percebe a sua governança e o seu desempenho operacional é essencial para adotar práticas que protejam ou promovam a empresa

como alvo de aquisições. O estudo revela que empresas com boa governança corporativa e transparência tendem a ser mais atraentes para investidores, mas que, ao mesmo tempo, aquelas com altos níveis de entrincheiramento têm menor probabilidade de serem adquiridas, o que pode ser uma estratégia defensiva válida, mas que também limita as oportunidades de crescimento.

Do ponto de vista dos investidores, os resultados permitem identificar características que aumentam a probabilidade de sucesso em processos de F&A, especialmente em setores em crescimento, como saúde e tecnologia. Além disso, a pesquisa destaca a importância de avaliar a estrutura de governança e a concentração acionária das empresas-alvo, pois esses fatores influenciam diretamente a probabilidade de uma aquisição ser bem-sucedida.

As implicações sociais desta pesquisa são significativas, especialmente no que tange à importância de fortalecer as práticas de governança corporativa no Brasil. A pesquisa sugere que um ambiente empresarial mais transparente e com mecanismos de controle mais eficazes pode não apenas promover um mercado de capitais mais dinâmico, mas também aumentar a confiança dos investidores, o que, por sua vez, pode impulsionar o desenvolvimento econômico.

Como toda pesquisa, esta também apresenta limitações que precisam ser reconhecidas. Primeiramente, o estudo focou em empresas de capital aberto, o que exclui uma parcela significativa do mercado brasileiro, composta por empresas de capital fechado, onde as dinâmicas de F&A podem ser distintas. A inclusão de empresas de capital fechado em estudos futuros permitiria uma compreensão mais ampla do fenômeno, considerando que essas empresas podem ser alvos mais frequentes de F&A, especialmente em setores menos regulados.

Outra limitação diz respeito à ausência de dados sobre F&A hostís no Brasil. Embora essas transações sejam mais raras no contexto brasileiro, sua análise seria fundamental para compreender as estratégias defensivas adotadas por empresas alvo. A falta de dados específicos sobre F&A hostís limita a capacidade de generalização dos resultados para todas as formas de aquisição.

Adicionalmente, o uso de métodos quantitativos, como o modelo logístico, apresenta limitações na captura de variáveis qualitativas, como as práticas de governança corporativa. Estudos futuros poderiam incorporar técnicas mais avançadas, como aprendizado de máquina e redes neurais, para melhorar a previsão de alvos de F&A, especialmente em mercados emergentes.

Com base nas limitações identificadas, várias sugestões para futuras pesquisas podem ser feitas. Primeiramente, seria relevante ampliar a amostra para incluir empresas de capital fechado, o que proporcionaria uma visão mais abrangente do mercado brasileiro de F&A. Além disso, estudos futuros poderiam explorar as transações de F&A em outros mercados emergentes, como os países do BRICS, permitindo comparações entre mercados com características semelhantes.

Outra sugestão é a utilização de técnicas mais avançadas de análise de dados, como redes neurais e algoritmos de *machine learning*, que poderiam aumentar a precisão na previsão de alvos de F&A. Essas técnicas, quando aplicadas a grandes bases de dados, podem oferecer insights mais robustos e detalhados sobre os determinantes das F&A.

Por fim, seria interessante explorar as peculiaridades das F&A *cross-border*, analisando como investidores internacionais percebem o mercado brasileiro e quais fatores determinam o interesse em empresas locais. A inclusão de aquisições internacionais poderia expandir significativamente o conhecimento sobre as dinâmicas globais de F&A e suas implicações para o mercado nacional.

REFERÊNCIAS

AGUILERA, R. V., & CRESPI-CLADERA, R. Global corporate governance: On the relevance of firms' ownership structure. **Journal of World Business**, v. 51, nº 1, p. 50–57, 2016. Disponível em: https://doi.org/10.1016/j.jwb.2015.10.003. Acesso em 03 jun. 2024.

AHERN, K. R. Bargaining power and industry dependence in mergers. **Journal of Financial Economics**, v. 103, nº 3, p. 530–550, 2012. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.09.003

AL DAH, B.; MICHAEL, A.; DIXON, R. Antitakeover provisions and CEO monetary benefits: Revisiting the E-index. **Research in International Business and Finance**, v. 42, p. 992–1004, 2017. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.033

ALBANEZ, T.; SCHIOZER, R. F. Concentração de Propriedade e Outros Determinantes da Presença de Covenants em Contratos de Dívida de Companhias Listadas na B3. **BBR Brazilian Business Review**, v. 19, p. 373-395, 2022. https://doi.org/10.15728/bbr.2022.19.4.2.pt

ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. Production, Information Costs, and Economic Organization. **The American Economic Review**, v. 62, nº 5, p. 777–795, 1972.

ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. The Property Right Paradigm. The Journal of Economic History, v. 33, nº 1, p. 16–27, 1973. https://doi.org/10.1017/S0022050700076403

ALIMOV, A. Labor market regulations and cross-border mergers and acquisitions. **Journal of International Business Studies**, v. 46, nº 8, p. 984–1009, 2015. https://doi.org/10.1057/jibs.2015.16

ALMADA, L.; POLICARPO, R. V. S. A relação entre o estilo de liderança e a resistência à mudança dos indivíduos em um processo de fusão. **REGE - Revista de Gestão**, v. 23, nº 1, p. 10–19, 2016. https://doi.org/10.1016/j.rege.2015.11.002

ALVES, S. CEO duality, earnings quality and board independence. Journal of Financial Reporting and Accounting, v. 21, nº 2, p. 217-231, 2021. https://doi.org/10.1108/jfra-07-2020-0191

AMBROSE, B. W.; MEGGINSON, W. L. The Role of Asset Structure, Ownership Structure, and Takeover Defenses in Determining Acquisition Likelihood. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 27, nº 4, p. 575–589, 1992. https://doi.org/10.2307/2331141

AMBROZINI, M. A.; JUNIOR, T. P.; GAIO, L. E. As pílulas de veneno: Cláusulas em estatutos sociais de empresas para dificultar o takeover hostil. **Revista de Administração IMED**, v. 5, nº 1, 2015. Disponível em: https://doi.org/10.18256/2237-7956/raimed.v5n1p59-69

AMOAKO-ADU, B.; SMITH, B. F. Dual class firms: Capitalization, ownership structure and recapitalization back into single class. **Journal of Banking & Finance**, v. 25, nº 6, p. 1083–1111, 2001. https://doi.org/10.1016/S0378-4266(00)00107-2

ANAFIAH, V. A.; DIYANTY, V.; WARDHANI, R.The effect of controlling shareholders and corporate governance on audit quality. **Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia**, v. 14, nº 1, p. 1–19, 2017. https://doi.org/10.21002/jaki.2017.01

ANTHONY, M. EFFECTS OF MERGER AND ACQUISITION ON FINANCIAL PERFORMANCE: CASE STUDY OF COMMERCIAL BANKS. **International Journal of Business Management** and Finance, v. 1, nº 1, 2019. https://serialpublishers.org/index.php/ijbmf/article/view/28

ANTOUNIAN, C.; DAH, M. A.; HARAKEH, M. Excessive managerial entrenchment, corporate governance, and firm performance. **Research in International Business and Finance**, v. 56, p. 101392, 2021. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101392

ARELLANO, M.; BOND, S. Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. The Review of Economic Studies, v. 58, nº 2, p. 277–297, 1991. https://doi.org/10.2307/2297968

AVINADAV, T.; CHERNONOG, T.; PERLMAN, Y. Mergers and acquisitions between risk-averse parties. **European Journal of Operational Research**, v. 259, nº 3, p. 926–934, 2017. https://doi.org/10.1016/j.ejor.2016.11.030

AZEVEDO, Y. G. P. **Poison pills e gerenciamento de resultados: um estudo das companhias listadas na B3**. 2018. 64 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal – RN, 2018.

AZEVEDO, Y. G. P.; SCHWARZ, L. A. D.; GOMES, H. B.; AMBROZINI, M. A. Stock price crash risk and the adoption of poison pills: Evidence from Brazil. **International Journal of Managerial Finance**, v. 19, nº 3, p. 691–711, 2022. https://doi.org/10.1108/IJMF-02-2022-0077

BAKER, G. P.; JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Compensation and Incentives: Practice vs. Theory. **The Journal of Finance**, v. 43, nº 3, p. 593–616, 1988. https://doi.org/10.2307/2328185

BALTAGI, B. H. (2021). **Econometric Analysis of Panel Data**. **Springer Texts in Business and Economics**. Berlim: Springer, 2021.

BARROS, L. A. B. C.; BERGMANN, D. R.; CASTRO, F. H.; SILVEIRA, A. D. M. da. Endogeneidade em regressões com dados em painel: Um guia metodológico para pesquisa em finanças corporativas. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 22, p. 437–461, 2020. https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i0.4059

BATES, T. W.; BECHER, D. A.; LEMMON, M. L. Board classification and managerial entrenchment: Evidence from the market for corporate control. **Journal of Financial Economics**, v. 87, nº 3, p. 656–677, 2008. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.03.007

BAUGUESS, S.; STEGEMOLLER, M. Protective governance choices and the value of acquisition activity. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, nº 5, p. 550–566, 2008. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.09.011

BAULKARAN, V. Management entrenchment and the valuation discount of dual class firms. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 54, nº 1, p. 70–81, 2014. https://doi.org/10.1016/j.qref.2013.08.001

BAUM, O.; Subramanian, G. Redemption Mechanisms in Poison Pills: Evidence on Pill Design and Law Firm Effects. **SSRN Scholarly Paper 4526712**, 2023. Disponível em: https://doi.org/10.2139/ssrn.4526712.

BEBCHUK, L. A.; COATES, I.; JOHN C.; SUBRAMANIAN, G. The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy (Working Paper 8974; Working Paper Series). **National Bureau of Economic Research**, 2002. Disponível em: https://doi.org/10.3386/w8974

BELCHUK, L., COHEN, A.; FERRELL, A. What Matters in Corporate Governance? **Review of Financial Studies**, v. 22, nº 2, p. 783–827, 2009. https://doi.org/10.1093/rfs/hhn099

BECKER-BLEASE, J. R. Governance and innovation. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, nº 4, p. 947–958, 2011. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.04.003

BENA, J.; LI, K. Corporate Innovations and Mergers and Acquisitions. **The Journal of Finance**, v. 69, nº 5, p. 1923–1960, 2014. https://doi.org/10.1111/jofi.12059

BENNEDSEN, M.; NIELSEN, K. M. Incentive and entrenchment effects in European ownership. **Journal of Banking & Finance**, v. 34, nº 9, p. 2212–2229, 2010. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.02.007

BERLE, A. A. For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note. **Harvard Law Review**, v. 45, nº 8, p. 1365–1372, 1932. https://doi.org/10.2307/1331920

BERNARD, D. Is the risk of product market predation a cost of disclosure? **Journal of Accounting and Economics**, v. 62, nº 2, p. 305–325. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2016.07.001

BLUNDELL, R.; BOND, S. GMM Estimation with persistent panel data: An application to production functions. Econometric Reviews, v. 19, nº 3, p. 321–340, 1999. https://doi.org/10.1920/wp.ifs.1999.9904

BOATENG, A.; HUANG, W. Multiple Large Shareholders, Excess Leverage and Tunneling: Evidence from an Emerging Market. **Corporate governance-an international review**, v. 25, nº 1, p. 58–74, 2017. https://doi.org/10.1111/corg.12184

BOMFIM, E. T. do; CALLADO, A. L. C. Análise dos efeitos provocados pelas operações de fusões e aquisições no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 27, nº 3, 2016.

BONAIME, A.; GULEN, H.; Ion, M. Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions? **Journal of Financial Economics**, v. 129, nº 3, p. 531–558, 2018. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.05.007

BOND, S. Dynamic panel data models: A guide to micro data methods and practice. Portuguese Economic Journal, v. 1, nº 2, p. 141–162, 2002. https://doi.org/10.1920/wp.cem.2002.0902

BOND, S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. Journal of Econometrics, v. 87, nº 1, p. 115–143, 1998. https://doi.org/10.1920/wp.ifs.1995.9517

BORDA, D. G. **Critical success factors in mergers and acquisitions: An agency theory perspective**. Dissertation. Universitá Malta, 2016. Disponível em: https://www.um.edu.mt/library/oar//handle/123456789/13721. Acesso em 03 jun. 2024.

BORGES, J. de S.; VIEIRA, N. S. dos S.; NASCIMENTO, J. O. do; BARRAGAN, L. G.; Zittei, M. V. M. A relação entre conselho de administração e desempenho das empresas listadas na B3 do setor de consumo cíclico. **Navus - Revista de Gestão e Tecnologia**, v. 10, nº 0, 2020. https://doi.org/10.22279/navus.2020.v10.p01-17.1188

BOROCHIN, P.; KNOPF, J. D. Do managers seek control and entrenchment? **Journal of Corporate Finance**, v. 67, p. 101806, 2021. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101806

BOUVATIER, V.; LEPETIT, L.; STROBEL, F. Bank income smoothing, ownership concentration and the regulatory environment. **Journal of Banking & Finance**, v. 41, p. 253–270, 2014. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.12.001

BRATTON, W. W. Private Equity's Three Lessons for Agency Theory. **European business organization law review**, v. 9, nº 4, p. 509–533, 2008. https://doi.org/10.1017/S1566752908005090

BRIS, A.; CABOLIS, C. The value of investor protection: Firm evidence from cross-border mergers. R**eview of financial studies**, v. 21, nº 2, p. 605–648, 2008. https://doi.org/10.1093/rfs/hhm089

CAIN, M. D.; MCKEON, S. B.; SOLOMON, S. D. Do takeover laws matter? Evidence from five decades of hostile takeovers. **Journal of financial economics**, v. 124, nº 3, p. 464–485, 2017. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.04.003

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, nº 62, p. 142–153, 2013. https://doi.org/10.1590/S1519-70772013000200005

CALDWELL-HARRIS, C. L.; MORRIS, A. L. Fast Pairs: A visual word recognition paradigm for measuring entrenchment, top-down effects, and subjective phenomenology. **Consciousness and Cognition**, v. 17, nº 4, p. 1063–1081, 2008. https://doi.org/10.1016/j.concog.2008.09.004

Calil, M. R.; Bueno, J. M.; Domingues, C. R.; Borges, J. F. (2020). Bibliometric review on business merger and acquisition in Brazil. **Revista Ibero-Americana de Estratégia**, v. 19, nº 4,2020. https://doi.org/10.5585/riae.v19i4.16310

CALLAS, C. **Entrincheiramento ou alinhamento de interesses? Análise da oferta hostil da Sadia pelo controle da Perdigão à luz da teoria de agência**. 2009. 107 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas). Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo – SP, 2009. http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/5770

CAO, X.; LENG, T.; GOH, J.; MALATESTA, P. The innovation effect of dual-class shares: New evidence from US firms. **Economic Modelling**, v. 91, p. 347–357, 2020. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.06.017

CAPRIO, L.; CROCI, E.; DEL GIUDICE, A. Ownership structure, family control, and acquisition decisions. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, nº 5, p. 1636–1657, 2011. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.09.008

CARLINE, N. F.; Gogineni, S. Antitakeover provisions and investment in mergers and acquisitions: A causal reevaluation. **Journal of corporate finance**, v. 69, p. 101962, 2021. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101962

CASCINO, S.; PUGLIESE, A.; MUSSOLINO, D.; SANSONE, C. The Influence of Family Ownership on the Quality of Accounting Information. **Family Business Review**, v. 23, nº 3, p. 246–265, 2010. https://doi.org/10.1177/0894486510374302

CATON, G. L.; GOH, J. Corporate Governance, Shareholder Rights, and Shareholder Rights Plans: Poison, Placebo, or Prescription? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 43, nº 2, p. 381–400, 2008. https://doi.org/10.1017/S0022109000003562

CHAKRABORTY, A.; RZAKHANOV, Z.; SHEIKH, S. Antitakeover provisions, managerial entrenchment and firm innovation. **Journal of Economics and Business**, v. 72, p. 30–43, 2014. https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2013.10.001

CHEFFINS, B. R. The Rise and Fall (?) of the Bearle-Means Corporation. Seattle University Law Review, v. 42, p. 445, 2018.

CHEMMANUR, T. J.; TIAN, X. Do Antitakeover Provisions Spur Corporate Innovation? A Regression Discontinuity Analysis. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 53, nº 3, p. 1163–1194, 2018. Scopus. https://doi.org/10.1017/S0022109018000029

CHO, S.; CHUNG, C. Y. Review of the Literature on Merger Waves. **Journal of Risk and Financial Management**, v. 15, nº 10, 2022. https://doi.org/10.3390/jrfm15100432

CHOI, A. Golden Parachute as a Compensation-Shifting Mechanism. **The Journal of Law, Economics, and Organization**, v. 20, nº 1, p. 170–191, 2004. https://doi.org/10.1093/jleo/ewh028

CHRISTENSEN, Ronald. Logistic Regression, Logit Models, and Logistic Discrimination. **Log-Linear Models and Logistic Regression**, ed. 2, Springer New York, NY, Sp. P. 116-177, 1997. https://doi.org/10.1007/b97647

CHUNG, H. M.; CHAN, S.-T. Ownership structure, family leadership, and performance of affiliate firms in large family business groups. **Asia pacific journal of management**, v. 29, nº 2, p. 303–329, 2012. https://doi.org/10.1007/s10490-011-9281-5

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S., Fan; J. P. H.; Lang, L. H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, nº 6, p. 2741–2771, 2002. https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. H. P. The separation of ownership and control in East Asian Corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 32, 2000.

COASE, R. H. The Nature of the Firm. **Economica**, v. 4, nº 16, p. 386–405, 1937. https://doi.org/10.2307/2626876

COELHO, A. C.; HOLANDA, A. P.; MOURA, E. A. de. Efeitos Entrincheiramento e Alinhamento e Informatividade dos Lucros Contabeis: Estudo comparativos. **Revista de Ciências da Administração**, v. 19, nº 48, p. 108–121, 2017. https://doi.org/10.5007/2175-8077.2017v19n48p108

COHEN, A.; WANG, C. C. Y. How do staggered boards affect shareholder value? Evidence from a natural experiment. **Journal of Financial Economics**, v. 110, nº 3, p. 627–641, 2013. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.005

CREMERS, K. J. M.; LITOV, L. P.; SEPE, S. M. Staggered boards and long-term firm value, revisited. **Journal of Financial Economics**, v. 126, nº 2, p. 422–444, 2017. Scopus. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.08.003

CREMERS, K. J. M.; NAIR, V. B.; JOHN, K. Takeovers and the Cross-Section of Returns. **The Review of Financial Studies**, v. 22, nº 4, p. 1409–1445, 2009. https://doi.org/10.1093/rfs/hhn032

CUMMING, D.; JINDAL, V.; KUMAR, S.; PANDEY, N. Mergers and acquisitions research in finance and accounting: Past, present, and future. **European Financial Management**, v. 29, nº 5, p. 1464–1504, 2023. https://doi.org/10.1111/eufm.12417

CUÑAT, V.; GINÉ, M.; GUADALUPE, M. Price and Probability: Decomposing the Takeover Effects of Anti-Takeover Provisions. **Journal of Finance**, v. 75, nº 5, p. 2591–2629, 2020. Scopus. https://doi.org/10.1111/jofi.12908

DAH, M. A.; JIZI, M. I.; KEBBE, R. CEO Gender and managerial entrenchment. Research. **International Business and Finance**, v. 54, p. 101237, 2020. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101237

DAHYA, J.; POWELL, R. Ownership Structure, Managerial Turnover and Takeovers: Further U.K. Evidence on the Market for Corporate Control. **Social Science Research Network**, v. 2, nº 1, p. 62-83, 1998. https://papers.ssrn.com/abstract=2631528

DALMÁCIO, F. Z.; LOPES, A. B.; NETO, A. S.; REZENDE, A. J. Uma Análise da Relação Entre Governança Corporativa e Acurácia das Previsões dos Analistas do Mercado Brasileiro.

Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review), v. 14, nº 5, 2013. http://editorarevistas.mackenzie.br/index.php/RAM/article/view/2925

DANBOLT, J.; SIGANOS, A.; TUNYI, A. Abnormal Returns from Takeover Prediction Modelling: Challenges and Suggested Investment Strategies. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 43, nº 1–2, p. 66–97, 2016. https://doi.org/10.1111/jbfa.12179

DANG, T. D.; VAN TRANG, T. Does capital structure affect firm value in Vietnam. **Investment management & financial innovations**, v. 18, nº 1, p. 33–41, 2021. Disponível em: https://doi.org/10.21511/imfi.18(1).2021.03

DARGENIDOU, C.; MCLEAY, S.; RAONIC, I. Ownership, Investor Protection and Earnings Expectations. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 34, nº 1–2, p. 247–268, 2007. https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2006.00663.x

DATTA, D. K.; BASUIL, D. A.; AGARWAL, A. Effects of board characteristics on post-acquisition performance: A study of cross-border acquisitions by firms in the manufacturing sector. **International Business Review**, v. 29, nº 3, p. 101674, 2020. https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2020.101674

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC*. **Contemporary Accounting Research**, v. 13, nº 1, p. 1–36, 1996. https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1996.tb00489.x

DEMSETZ, H. The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. **The Journal of Law and Economics**, v. 26, nº 2, p. 375–390, 1983. https://doi.org/10.1086/467041

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, nº 6, p. 1155–1177, 1985. https://doi.org/10.1086/261354

DENIS, D. J.; DENIS, D. K.; SARIN, A. Agency theory and the influence of equity ownership structure on corporate diversification strategies. **Strategic Management Journal**, v. 20, nº 11, p. 1071–1076, 1999. https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199911)20:11<1071::AID-SMJ70>3.0.CO;2-G

DHANKAR, R. S. Cost of Capital, Capital Structure, Dividend Policy and Value of Firm. *In*: R. S. Dhankar (Org.), **Capital Markets and Investment Decision Making**. Springer: India, 2019, p. 187–196. https://doi.org/10.1007/978-81-322-3748-8_11

EASTERBROOK, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. **The American Economic Review**, 74(4), 650–659. http://www.jstor.org/stable/1805130

ELDAR, O.; KIRMSE, T.; WITTRY, M. D. **The Rise of Anti-Activist Poison Pills**, v. 869, 2023. https://doi.org/10.2139/ssrn.4198367

ELMAGRHI, M. H.; NTIM, C. G.; WANG, Y.; ABDOU, H. A.; ZALATA, A. M. (2020). Corporate Governance Disclosure Index–Executive Pay Nexus: The Moderating Effect of Governance Mechanisms. **European Management Review**, v. 17, nº 1, p. 121–152, 2020. https://doi.org/10.1111/emre.12329

ESPAHBODI, H.; ESPAHBODI, P. Binary choice models and corporate takeover. **Journal of Banking & Finance**, v. 27, nº 4, p. 549–574, 2003. https://doi.org/10.1016/S0378-4266(01)00258-8

EVANS, J. D.; HEFNER, F. Business Ethics and the Decision to Adopt Golden Parachute Contracts: Empirical Evidence of Concern for All Stakeholders. **Journal of Business Ethics**, v. 86, nº 1, p. 65–79, 2009. https://doi.org/10.1007/s10551-008-9818-9

FABEL, O.; KOLMAR, M. Do parachutes discipline managers? An analysis of takeover battles. **International review of law and economics**, v. 32, nº 2, p. 224–232, 2012. ELSEVIER SCIENCE INC. https://doi.org/10.1016/j.irle.2012.01.003

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Agency Problems and Residual Claims. **The Journal of Law and Economics**, v. 26, nº 2, p. 327–349, 1983a. https://doi.org/10.1086/467038

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. **The Journal of Law and Economics**, v. 26, nº 2, p. 301–325, 1983b. https://doi.org/10.1086/467037

FANG, T. J.; HAN, J.; HE, J.; SHI, J. Property rights protection and mergers and acquisitions. **Pacific-basin finance journal**, v. 68, 2021. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101593

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P**. Manual de Análise de Dados: Estatística e Modelagem Multivariada com Excel®, SPSS®, Stata®, R® e Python®**, [s.l.] Elsevier Brasil, 2024.p. 641-662.

FEE, C. E.; THOMAS, S. Sources of gains in horizontal mergers: Evidence from customer, supplier, and rival firms. **Journal of Financial Economics**, v. 74, nº 3, p. 423–460, 2004. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.10.002

FEITO-RUIZ, I., RENNEBOOG, L., & VANSTEENKISTE, C. (2020). Elective stock and scrip dividends. ***Journal of Corporate Finance***, *64*, 101660.

FERNANDES, M.; SOUZA, V. F. de. Prêmio por controle no mercado brasileiro. **Brazilian Review of Econometrics**, v. 34, nº 1, p. 79-96, 2014. https://doi.org/10.12660/bre.v34n12014.18106

FICH, E. M.; TRAN, A. L.; Walkling, R. A. On the Importance of Golden Parachutes. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 48, nº 6, p. 1717–1753, 2013. https://doi.org/10.1017/S002210901300063X

FILHO, G. F.; BERNARDES, P. C.; CHAVES, C. V. **Governança corporativa e o papel estratégico do conselho de administração em empresa familiar de capital aberto**. v. 8, nº 1, p. 114–137, 2017. https://doi.org/10.15603/2176-9583/refae.v8n1p114-143

FLORACKIS, C.; OZKAN, A. The Impact of Managerial Entrenchment on Agency Costs: An Empirical Investigation Using UK Panel Data. **European Financial Management**, v. 15, nº 3, p. 497–528, 2009. https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2007.00418.x

FONSECA, R. R. da; ALMEIDA, V. The relationship between optimism and merger and acquisition waves: evidence from the brazilian market. **Revista de Administração** de **Empresas**, v. 63, nº 1,2023. https://doi.org/10.1590/s0034-759020230102x

FRATTAROLI, M. Does protectionist anti-takeover legislation lead to managerial entrenchment? **Journal of Financial Economics**, v. 136, nº 1, p. 106–136, 2020. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.03.014

FREITAS, M. R. de O.; PEREIRA, G. M.; VASCONCELOS, A. C. de; LUCA, M. M. M. D. (2020). Concentração acionária, conselho de administração e remuneração de executivos. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 60, nº 5, 2020. http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rae/article/view/81792

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **Quarterly journal of economics**, v. 49, 2003.

GRILLO, F. F.; REINA, D.; BORTOLON, P. M.; NETO, A. S. Influência da presença familiar no controle, gestão e conselho de administração sobre a relevância e a tempestividade das informações contábeis. **Revista Universo Contábil**, v. 13, nº 1, p. 85–105, 2017.

GROSSERT, R. R.; BRUNASSI, V. A.; NETO, H. G.; SAMPAIO, J. O. Quais os principais mecanismos de reorganização adotados pelas empresas brasileiras em recuperação judicial? **Brazilian Review of Finance**, v. 20, nº 4, 2022. https://doi.org/10.12660/rbfin.v20n4.2022.85211

GUGLER, K.; MUELLER, D. C.; WEICHSELBAUMER, M. The determinants of merger waves: An international perspective. **International journal of industrial organization**, v. 30, nº 1, p. 1–15, 2012. https://doi.org/10.1016/j.ijindorg.2011.04.006

GUL, F. A.; KRISHNAMURTI, C.; SHAMS, S.; CHOWDHURY, H. Corporate social responsibility, overconfident CEOs and empire building: Agency and stakeholder theoretic perspectives. **Journal of business research**, v. 111, p. 52–68, 2020. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.01.035

GUO, Y.; XIAO, M.; LI, G. Detecting of Merger Waves in China's Capital Market. *In*: M. Li, M. Dresner, R. Zhang, G. Hua, & X. Shang (orgs.) **IEIS2019**. Springer: Berlim, 2020, p. 639-652. https://doi.org/10.1007/978-981-15-5660-9_48

HANDOO, A.; SHARMA, K. A study on determinants of capital structure in India. **IIMB Management Review**, v. 26, nº 3, p. 170–182, 2014. https://doi.org/10.1016/j.iimb.2014.07.009

HARFORD, J. What drives merger waves. **Journal of Financial Economics**, v. 77, p. 529–560, 2005. https://doi.org/10.1016/J.JFINECO.2004.05.004

HARFORD, J.; KLASA, S.; WALCOTT, N. Do firms have leverage targets? Evidence from acquisitions. **Journal of financial economics**, v. 93, nº 1, p. 1–14, 2009. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.07.006

HART, O. Economist's Perspective on the Theory of the Firm, An. **Columbia Law Review**, v. 89, p. 1757, 1989.

HASBROUCK, J. The characteristics of takeover targets q and other measures. **Journal of Banking and Finance**, v. 9, nº 3, p. 351–362, 1985. https://doi.org/10.1016/0378-4266(85)90038-X

HASSAN, M.; ALHENAWI, Y. Can information asymmetry explain both the post-merger value and the announcement discount in M&As? **International Review of Economics & Finance**, v. 77, p. 222-243, 2022. https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.09.009

HERNANDO, I.; NIETO, M. J.; WALL, L. D. Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union. **Journal of Banking and Finance**, v. 33, nº 6, p. 1022–1032, 2009. Scopus. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.10.017

HERON, R. A.; LIE, E. The effect of poison pill adoptions and court rulings on firm entrenchment. **Journal of Corporate Finance**, v. 35, p. 286–296, 2015. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.09.008

HOFFMANN-BURCHARDI, U.; Hoffmann-Burchardi, U. Corporate Governance Rules and the Value of Control—A Study of German Dual-Class Share. **Financial Market Group Working Paper**, n. 0315, 1999. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstracid=181188

HOLMEN, M., & NIVOROZHKIN, E. The impact of family ownership and dual class shares on takeover risk. **Applied Financial Economics**, v. 17, nº 10, p. 785–804, 2007. Scopus. https://doi.org/10.1080/09603100500461694

HOSSAIN, M. S. Merger & Acquisitions (M&As) as an important strategic vehicle in business: Thematic areas, research avenues & possible suggestions. **Journal of Economics and Business**, v. 116, p. 106004, 2021. https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2021.106004

HWANG, H.; KIM, H.D.; KIM, T. The blind power: Power-led CEO overconfidence and M&A decision making. **The North American Journal of Economics and Finance**, v. 52, p. 101141, 2020. https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.101141

INCE, B. How do regulatory costs affect mergers and acquisitions decisions and outcomes? **Journal of Banking & Finance**, v. 163, p. 107156, 2024. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2024.107156

JACKLING, B.; Johl, S. Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. **Corporate governance: an international review**, v. 17, nº 4, p. 492–509, 2009. Scopus. https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00760.x

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, nº 2, p. 323–329, 1986.

JENSEN, M. C. Takeovers: Their Causes and Consequences. **Journal of Economic Perspectives**, v. 2, nº 1, p. 21–48, 1988. https://doi.org/10.1257/jep.2.1.21

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, nº 4, p. 305–360, 1976. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

JENSEN, M. C.; RUBACK, R. S. The market for corporate control: The scientific evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 11, nº 1, p. 5–50, 1983. https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90004-1

JI, S.; MAUER; D. C.; ZHANG, Y. Managerial entrenchment and capital structure: The effect of diversification. **Journal of Corporate Finance**, v. 65, p. 101505, 2019. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101505

JIANG, W.; ADAMS, M.; JIA-UPRETI, J. Does managerial entrenchment motivate the insurance decision? International **Review of Financial Analysis**, v. 24, p. 117–128, 2012. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2012.08.009

JOHNSON, W. C.; KARPOFF, J. M.; YI, S. The bonding hypothesis of takeover defenses: Evidence from IPO firms. **Journal of Financial Economics**, v. 117, nº 2, p. 307–332. 2015a. Scopus. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.03.008

JOHNSON, W. C.; KARPOFF, J. M.; YI, S. The bonding hypothesis of takeover defenses: Evidence from IPO firms. **Journal of Financial Economics**, v. 117, nº 2, p. 307–332, 2015b. Scopus. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.03.008

JUDSON, R.; JUDSON, R. A.; OWEN, A. L. Estimating dynamic panel data models: A guide for macroeconomists. **Economics Letters**, v. 65, nº 1, p. 9–15, 1999. https://doi.org/10.1016/s0165-1765(99)00130-5

JWAILER, A. R. JWAILES. The Effect of Board Independence, Board Size, and Ceo Duality on Jordanian Firm Performance. **Journal of advance research** in **business**, **management and accounting**, v. 7, nº 8, 2021. Disponível em: https://doi.org/10.53555/nnbma.v7i8.1027

KADYRZHANOVA, D.; RHODES-KROPF, M. Concentrating on Governance. JOURNAL OF FINANCE, v. 66, nº 5, p. 1649–1685, 2011. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01684.x

KARPOFF, J. M.; SCHONLAU, R. J.; WEHRLY, E. W. Do takeover defense indices measure takeover deterrence? **Review of Financial Studies**, v. 30, nº 7, p. 2359–2412, 2017. https://doi.org/10.1093/rfs/hhx025

KASTIEL, K.; LIBSON, A. Global Antitakeover Devices. Yale **Journal on Regulation**, v. 36, p. 117, 2019.

KATSAFADOS, A. G.; LELEDAKIS, G. N.; PYRGIOTAKIS, E. G.; ANDROUTSOPOULOS, I.; FERGADIOTIS, M. Machine learning in bank merger prediction: A text-based approach. **European Journal of Operational Research**, v. 312, nº 2, p. 783–797, 2024. https://doi.org/10.1016/j.ejor.2023.07.039

KHURANA, I. K.; WANG, W. International Mergers and Acquisitions Laws, the Market for Corporate Control, and Accounting Conservatism. **Journal of accounting research**, v. 57, nº 1, p. 241-290, 2019. https://doi.org/10.1111/1475-679X.12247

KLEINBAUM, M.K. **Logistic Reegression: a self-learning** text. Springer New York, NY, ed. 3. p. 129-164, 2010. https://doi.org/10.1007/978-1-4419-1742-3

KLING, G.; GHOBADIAN, A.; HITT, M. A.; WEITZEL, U.; O'REGAN, N. The Effects of Cross-border and Cross-industry Mergers and Acquisitions on Home-region and Global Multinational Enterprises. **British Journal of Management**, v. 25, nº 1, p. 116–132, 2014. https://doi.org/10.1111/1467-8551.12023

KPMG. **Pesquisa de fusões e aquisições: 4º trimestre de 2022.** 2023. Disponível em: https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/br/pdf/2023/4/pesquisa-fusoes-e-aquisicoes-2022-4º-trimestre.pdf. Acesso em: 19 set. 2024.

KNIGHT, F. Risk, Uncertainty and Profit. **Vernon Press Titles in Economics**. **Vernon Art and Science Inc**, v. 1, nº 14, 2013. https://ideas.repec.org/b/vpr/ecbook/14.html

KONRAHT, J. M.; CONSONI, S.; FONSECA, M. W. da. A Relação entre a estrutura de propriedade e o custo da dívida captada via emissão de debêntures no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 14, nº 2, 2020. https://doi.org/10.17524/repec.v14i2.2533

KREUZBERG, F.; BECK, F.; JUNIOR, M. M. R.; HEIN, N. Data mining na identificação das características do conselho de administração que valorizam o desempenho das empresas. *In*: **10th International Conference on Information Systems and Technology Management – CONTECSI, 2015**. São Paulo. **Anais** [...]. São Paulo. Disponível em: https://www.tecsi.org/contecsi/index.php/contecsi/10contecsi/paper/view/330/13. Acesso em: 03 jun. 2024.

KUEHN, D. **Takeovers and the Theory of the Firm: An Empirical Analysis for the United Kingdom** 1957–1969. Springer: Berlin, 1975.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, nº 1, p. 3–27, 2000. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Agency Problems and Dividend Policies around the World. **The Journal of Finance**, v. 55, nº 1, p. 1–33, 2000.

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, nº 6, p. 1113–1155, 1998. https://doi.org/10.1086/250042

LAMBERT, R. A. Income Smoothing as Rational Equilibrium Behavior. **The Accounting Review**, v. 59, nº 4, p. 604–618, 1984. JSTOR.

LEWELLYN, K. B.; MULLER-KAHLE, M. I. CEO Power and Risk Taking: Evidence from the Subprime Lending Industry. **Corporate Governance: An International Review**, v. 20, nº 3, p. 289–307, 2012. https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00903.x

LUNDQVIST, A.; LILJEBLOM, E.; LOEFLUND, A.; MAURY, B. M&As in Africa—Effects of law and governance. **International journal of emerging markets**, v. 14, nº 5, p. 873–898, 2019. https://doi.org/10.1108/IJOEM-05-2018-0223

LUO, Y. Do China's manufacturing Cross-border mergers and acquisitions enhance its management innovation capabilities? **International academic conference on frontiers in social sciences and management innovation (IAFSM 2019)**, v. 403, p. 421–425, 2020. Disponível em: https://www.atlantis-press.com/proceedings/iafsm-19/125934502. Acesso em: 03 jun. 2024.

MACHLIN, J. C.; CHOE, H.; MILES, J. A. The Effects of Golden Parachutes on Takeover Activity. **The Journal of Law and Economics**, v. 36, nº 2, p. 861–876, 1993. https://doi.org/10.1086/467300

MALHOTRA, S.; MORGAN, H. M.; ZHU, P. Corporate governance and firms' acquisition behavior: The role of antitakeover provisions. **Journal of Business Research**, v. 118, p. 26–37, 2020. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.06.035

MANNE, H. G. Mergers and the Market for Corporate Control. **Journal of Political Economy**, v. 73, nº 2, p. 110–120, 1965. https://doi.org/10.1086/259000

MARGARITIS, D.; PSILLAKI, M. Capital structure, equity ownership and firm performance. **Journal of Banking & Finance**, v. 34, nº 3, p. 621–632, 2010. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.023

MARQUES, T. de Á.; GUIMARÃES, T. M.; PEIXOTO, F. M. A Concentração Acionária No Brasil: Análise Dos Impactos No Desempenho, Valor E Risco Das Empresas. **Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review)**, v. 16, nº 4, 2015. http://editorarevistas.mackenzie.br/index.php/RAM/article/view/6536

MARSHALL, B. R.; ANDERSON, H. D. Regulation and target takeover returns: Is there a link? **Pacific-basin finance journal**, v. 17, nº 4, p. 395–412, 2009. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2008.10.002

MARTYNOVA, M.; RENNEBOOG, L. A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? **Journal of Banking & Finance**, v. 32, nº 10, p. 2148–2177, 2008. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.038

MARTYNOVA, M.; RENNEBOOG, L. What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment? **Journal of Corporate Finance**, v. 15, nº 3, p. 290–315, 2009. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.12.004

MASULIS, R. W.; SIMSIR, S. A. Deal Initiation in Mergers and Acquisitions. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 53, nº 6, p. 2389–2430, 2018. https://doi.org/10.1017/S0022109018000509

MASULIS, R. W.; WANG, C.; Xie, F. Corporate governance and acquirer returns. **Journal of Finance**, v. 62, nº 4, p. 1851–1889, 2007. Scopus. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01259.x

MBANYELE, W. Staggered boards, unequal voting rights, poison pills and innovation intensity: New evidence from the Asian markets. **International Review of Law and Economics**, v. 65, p. 105970, 2021. https://doi.org/10.1016/j.irle.2020.105970

MILLER, D.; SARDAIS, C. Angel Agents: Agency Theory Reconsidered. **Academy of management perspectives**, v. 25, nº 2, p. 6–13, 2011. https://doi.org/10.5465/AMP.2011.61020798

MITCHELL, M. L.; MULHERIN, J. H. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. **Journal of Financial Economics**, v. 41, nº 2, p. 193–229, 1996. https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00860-H

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? **The Journal of Finance**, v. 45, nº 1, p. 31–48, 1990. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb05079.x

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 293–315, 1988. https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7

MOTTA, L. F. J. da; OLIVEIRA, P. V. C. de; CAVAZOTTE, F. de S. C. N.; FIGUEIREDO, A. C.; KLOTZLE, M. C. Criação de Valor em Fusões e Aquisições Brasileiras. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 12, nº 4, 2013. http://revista.fumec.br/index.php/facesp/article/view/1827

MOURA, G. D. de; BEUREN, I. M. Influência da estrutura de propriedade e do gerenciamento familiar sobre o posicionamento em fusões e aquisições. **Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión**, v. 25, nº 1, p. 129–149, 2017.

NATOCHEEVA, N. N.; ROVENSKY, Y. A.; BELYANCHIKOVA, T. V.; RUSANOV, Y. Y. The diversification of banking capital sources and cash flow granularity in merger and acquisition transactions, **European Research Studies Journal**, v. 20, nº 4ª, 2017. https://www.um.edu.mt/library/oar/handle/123456789/32775

NEUMANN, R. M. Price Differentials Between Dual-class Stocks: Voting Premium or Liquidity Discount? **European Financial Management**, v. 9, nº 3, 2003. https://doi.org/10.1111/1468-036x.00223

NOGUEIRA, N. V.; KABBACH, L. R. C. Effects of ownership structure on the mergers and acquisitions decisions in Brazilian firms. **Rausp management journal**, v. 55, nº 2, p. 227–245, 2020. https://doi.org/10.1108/RAUSP-11-2018-0124

OUZOUNIS, G.; GAGANIS, C.; ZOPOUNIDIS, C. Prediction of acquisitions and portfolio returns. International **Journal of Banking, Accounting and Finance**, v. 1, nº 4, p. 381–406, 2009. https://doi.org/10.1504/IJBAAF.2009.023151

PABLO, E. Determinants of cross-border M&As in Latin America. **Journal of business research**, v. 62, nº 9, p. 861–867, 2009. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2008.10.004

PALEPU, K. G. Predicting takeover targets: A methodological and empirical analysis. **Journal of Accounting and Economics**, v. 8, nº 1, p. 3–35, 1986. https://doi.org/10.1016/0165-4101(86)90008-X

PALIA, D.; PALIA, D. The Endogeneity of Managerial Compensation in Firm Valuation: A Solution. **Review of Financial Studies**, v. 4, nº 3, 2001. https://doi.org/10.1093/rfs/14.3.735

PARTYKA, R. B.; LANA, J. Estrutura de propriedade como um mecanismo de governança corporativa no Brasil. **RAGC**, v. 8, nº 34, 2020. http://www.fucamp.edu.br/editora/index.php/ragc/article/view/2027

PASIOURAS, F.; GAGANIS, C.; TANNA, S.; ZOPOUNIDIS, C. An Application of Support Vector Machines in the Prediction of Acquisition Targets: Evidence from the EU Banking Sector. *In*: C. Zopounidis, M. Doumpos, & P. M. Pardalos (Orgs.), **Handbook of Financial**

Engineering. Springer, 2008, p. 431–456. Disponível em: https://doi.org/10.1007/978-0-387-76682-9_14

PASIOURAS, F.; TANNA, S. The prediction of bank acquisition targets with discriminant and logit analyses: Methodological issues and empirical evidence. Research. **International Business and Finance**, v. 24, nº 1, p. 39–61, 2010. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2009.01.004

PELA, J. K. Origem e desenvolvimento das golden shares. **Revista da Faculdade de Direito**, Universidade de São Paulo, v. 103, p. 187–238, 2008.

PERLIN, M. Corporate Datasets from the FRE System. Harvard Dataverse, 2020. Disponível em: https://dataverse.harvard.edu/dataset.xhtml?persistentId=doi:10.7910/DVN/QIMUNZ. Acesso em: 03 jun. 2024

PORTA, R. L.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. **The Journal of Finance**, v. 54, nº 2, p. 471–517, 1999. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115

PORTA, R. L.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Legal Determinants of External Finance. **The Journal of Finance**, v. 52, nº 3, p. 1131–1150, 1997. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x

PORTULHAK, H.; THEISS, V.; KUHL, M. R.; COLAUTO, R. D. Poison pills e gerenciamento de resultados: estudo em companhias do novo mercado da bm&fbovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 13, nº 2, 2017.

POWELL, R. G. Modelling Takeover Likelihood. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 24, nº 7–8, p. 1009–1030, 1997. https://doi.org/10.1111/1468-5957.00148

POWELL, R. Takeover Prediction Models and Portfolio Strategies: A Multinomial Approach (SSRN Scholarly Paper ID 2625155). **Social Science Research Network**, v. 8, nº 1, p. 35-72, 2015ª. https://papers.ssrn.com/abstract=2625155

RAHMAN, A. Effect of Dividend Policy on Firm's Performance: A Case Study of Cement Sector of Pakistan. Seisense **Journal of Management, Multan**, Pakistan, v. 1, n. 5, p. 6–15, 2018. https://doi.org/10.5281/zenodo.1450462

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. The Governance of the New Enterprise (Working Paper 7958; Working Paper Series). **National Bureau of Economic Research**, paper nº 7958, 2000. https://doi.org/10.3386/w7958

REGIS, M.; SERRA, P.; VAN DEN HEUVEL, E. R. Random autoregressive models: A structured overview. **Econometric Reviews**, v. 41, nº 2, p. 207–230, 2022. https://doi.org/10.1080/07474938.2021.1899504

RENNEBOOG, L.; SZILAGYI, P. G.; VANSTEENKISTE, C. Creditor rights, claims enforcement, and bond performance in mergers and acquisitions. **Journal of international business studies**, v. 48, nº 2, SI, p. 174–194, 2017. https://doi.org/10.1057/s41267-016-0031-2

RENNEBOOG, L.; VANSTEENKISTE, C. Failure and success in mergers and acquisitions. **Journal of Corporate Finance**, v. 58, p. 650–699, 2019. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.010

REYES, M. C. R.; CUNHA, P. R. da.; JUNIOR, M. M. R.; CECON, B. Características do conselho de administração e do comitê de auditoria das empresas listadas na bm&fbovespa. **Revista Ambiente Contábil**, v. 10, nº 2, p. 404–422, 2018. https://doi.org/10.21680/2176-9036.2018v10n2id11033

RODRIGUES, B. D.; STEVENSON, M. J. Takeover prediction using forecast combinations. **International Journal of Forecasting**, v. 29, nº 4, p. 628–641, 2013. https://doi.org/10.1016/j.ijforecast.2013.01.008

RODRIGUES-VALENCIA, L.; FERNÁNDEZ, P. L. Managerial concentration, ownership concentration, and firm value: Evidence from Spanish SMEs. **Small Business International Review**, v. 7, nº 1, e541, 2023. https://doi.org/10.26784/sbir.v7i1.541

ROSSI, S.; VOLPIN, P. Cross-country determinants of mergers and acquisitions. **Journal of financial economics**, v. 74, nº 2, p. 277–304, 2004. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.10.001

RUTLEDGE, R.; KHONDKAR E.; KARIM, K. E.; LU, S. The Effects of Board Independence and CEO Duality on Firm PERFORMANCE: Evidence from the NASDAQ-100 Index with Controls for Endogeneity. **The journal of applied business and economics**, v. 18, nº 2, 2016. https://doi.org/10.33423/jabe.v18i2.838

SAHU, S. K.; AGARWAL, N. Inter-firm differences in mergers and acquisitions: A study of the pharmaceutical sector in India. **Journal of Economic Studies**, v. 44, nº 5, p. 861–878, 2017. https://doi.org/10.1108/JES-12-2015-0239

SAITO, R.; SILVEIRA, A. D. M. da. The Relevance of Tag along Rights and Identity of Controlling Shareholders for the Price Spreads between Dual-Class Shares: The Brazilian Case. Bar. **Brazilian Administration Review**, v. 7, nº 1, 2010. https://doi.org/10.1590/s1807-76922010000100002

SÁNCHEZ-BALLESTA, J. P.; GARCÍA-MECA, E. Ownership Structure, Discretionary Accruals and the Informativeness of Earnings. **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, nº 4, p. 677–691, 2007. https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00596.x

SANTOS, J. E. D. Desempenho e Concentração acionária no Brasil: As características dos Conselhos de Administração podem interferir nesta relação? **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 20, nº 2, 2023. https://doi.org/10.4013/base.2023.202.06

SAVELLI, A.; ZILBER, M.; NAKAMURA, W. The Influence of Adherence to the Arbitration Chamber in Creating Value for Companies. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 17, nº 2, 2020. https://doi.org/10.4013/base.2020.172.06

SHAN, Y. G. Can Internal Governance Mechanisms Prevent Asset Appropriation? Examination of Type I Tunneling in China. **Corporate governance-an international review**, v. 21, nº 3, p. 225–241, 2013. https://doi.org/10.1111/corg.12022

SHIM, J.; OKAMURO, H. 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, v. 35, nº 1, p. 193–203, 2011. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.07.027

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Large Shareholders and Corporate Control. **Journal of Political Economy**, v. 94, nº 3, p. 461–488, 1986. https://doi.org/10.1086/261385

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Stock market driven acquisitions. **Journal of Financial Economics**, v. 70, nº 3, p. 295–311, 2003. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00211-3

SIKES, S. A.; TIAN, X. (Shaolee); WILSON, R. Investors′ reaction to the use of poison pills as a tax loss preservation tool. **Journal of Accounting and Economics**, v. 57, nº 2, p. 132–148, 2014. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.02.002

SILVA, A. I. V.; GONÇALVES, F.; OLIVEIRA, H. M. S.; LEITE, E. Diversidade do conselho de administração das empresas cotadas no psi-20. **E3**, v. 7, nº 1, p. 052–096. https://doi.org/10.29073/e3.v7i1.360

SILVA, D. Y. R. da. **Hostile Takeovers & Shark Repellents: Reflexões Sobre a Dispersão Acionária no Brasil e Medidas Defensivas Contra a Tomada Hostil do Poder de Controle**. 2017. 63 f. Monografia (Pós-graduação em Direito) – Programa de LLM em Direito Societário do INSPER (Instituto de Ensino e Pesquisa). São Paulo, 2017.

SILVA, D. Y. R. da. **Hostile Takeovers & Shark Repellents: Reflexões Sobre a Dispersão Acionária no Brasil e Medidas Defensivas Contra a Tomada Hostil do Poder de Controle**. http://dspace.insper.edu.br/xmlui/handle/11224/2457

SILVEIRA, A. D. M. da.; BARROS, L. A. B. de C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, nº 2, p. 51–66, 2008.

SIMKOWITZ, M.; MONROE, R. J. A discriminant analysis function for conglomerate targets. **Southern Journal of Business**, v. 6, nº 1, p. 1–15, 1971.

SIMON, H. A. A Formal Theory of the Employment Relationship. **Econometrica**, v. 19, nº 3, p. 293–305, 1951. https://doi.org/10.2307/1906815

SMYTH, D. J.; SAMUELS, J. M.; TZOANNOS *, J. Patents, profitability, liquidity and firm size. **Applied Economics**, v. 4, nº 2, p. 77–86, 1972. https://doi.org/10.1080/00036847200000037

SPIEGEL, M.; TOOKES, H. Dynamic Competition, Valuation, and Merger Activity. **The Journal of Finance**, v. 68, nº 1, p. 125–172, 2013. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01796.x

SRINIDHI, B.; LIAO, Q. Family firms and crash risk: Alignment and entrenchment effects. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 16, nº 2, p.100204, 2020. https://doi.org/10.1016/j.jcae.2020.100204

STEIN, J. C. Takeover threats and managerial myopia. **Journal of Political Economy**, v. 96, nº 1, p. 61–80, 1988. Scopus.

STEVENS, D. L. Financial Characteristics of Merged Firms: A Multivariate Analysis. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 8, nº 2, p. 149–158, 1973. https://doi.org/10.2307/2330007

STULZ, R. M. Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of Financial Economics**, v. 26, nº 1, p. 3–27, 1990. https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N

SUN, J.; DING, L.; GUO, J. M.; LI, Y. Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK. **British accounting review**, v. 48, nº 4, p. 448–463, 2016. https://doi.org/10.1016/j.bar.2015.04.001

SUZUKI, A. Market foreclosure and vertical merger: A case study of the vertical merger between Turner Broadcasting and Time Warner. **International Journal of Industrial Organization**, v. 27, nº 4, p. 532–543, 2009. Scopus. https://doi.org/10.1016/j.ijindorg.2008.12.003

TARIQ, T.; YOUSIF, A.; ZAHRAA, K. Exploring the impact ceo duality, firm size, and board size on capital structure based on the knowledge management during the covid-19 pandemic. **International Journal of Accounting, Management, Economics and Social Sciences (IJAMESC)**, v. 1, nº 4, 2023. https://doi.org/10.61990/ijamesc.v1i4.49

TAUSSIG, R. A.; HAYES, S. L. Cash Take-Overs and Accounting Valuations. **The Accounting Review**, v. 43, nº 1, p. 68–74, 1968.

TETI, E.; DELL'ACQUA, A.; ETRO, L.; & VOLPE, M. The impact of board independency, CEO duality and CEO fixed compensation on M&A performance. **Corporate Governance**, v. 17, nº 5, p. 947–971, 2017. https://doi.org/10.1108/cg-03-2017-0047

TRABELSI, S.; CHALWATI, A. Poison pills adoption, real earnings management and IPO failure. **China Accounting and Finance Review**, v. 25, nº 4, p. 513-539, 2023. https://doi.org/10.1108/CAFR-04-2023-0041

TUNYI, A. Fifty years of research on takeover target prediction: A historical perspective. **Qualitative Research in Financial Markets**, v. 13, nº 4, p. 482–502, 2021. https://doi.org/10.1108/QRFM-08-2020-0169

VASCONCELLOS, G. M.; KISH, R. J. Factors Affecting Cross-Border Mergers and Acquisitions: The Canada-U.S. **Experience**, v. 7, nº 2, 1997. https://papers.ssrn.com/abstract=4707

WANSLEY, J. W.; LANE, W. R.; Yang, H. C. Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition and Method of Payment. **Financial Management**, v. 12, nº 3, p. 16–22, 1983. https://doi.org/10.2307/3665512

WILLIAMSON, O. E. Markets and Hierarchies: Some Elementary Considerations. **The American Economic Review**, v. 63, nº 2, p. 316–325, 1973.

WINTOKI, M. B.; LINCK, J. S.; NETTER, J. M. Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 105, nº 3, p. 581–606, 2012. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.03.005

WISEMAN, R. M.; GOMEZ-MEJIA, L. R. A behavioral agency model of managerial risk taking. **Academy of Management Review**, v. 23, nº 1, p. 133–153, 1998. Scopus. https://doi.org/10.5465/AMR.1998.192967

WOOLDRIDGE, J. M. Simple solutions to the initial conditions problem in dynamic, nonlinear panel data models with unobserved heterogeneity. **Journal of Applied Econometrics**, v. 20, nº 1, p. 39–54, 2002. https://doi.org/10.1002/jae.770

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. London: The MIT Press, 2002.

XIAO, S., & TIAN, X. Performance feedback and location choice of foreign direct investment. **International Business Review**, v. 32, nº 4, p. 102104, 2023. https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2023.102104

XIE, E.; Reddy, K. S.; Liang, J. Country-specific determinants of cross-border mergers and acquisitions: A comprehensive review and future research directions. **Journal of World Business**, v. 52, nº 2, p. 127–183, 2017. https://doi.org/10.1016/j.jwb.2016.12.005

XU, J. Growing through the merger and acquisition. **Journal of economic dynamics & control, elsevier science bv**, v. 80, p. 54–74, 117. https://doi.org/10.1016/j.jedc.2017.04.006

XU, Q.; Ji, J.; ZHONG, D.; HU, Y.; DEINO, A.; CHEN, J.; TU, J.; LIU, H.; WANG, F.; SUN, D. Post-glacial entrenchment and knickpoint migration of the Yarlung Tsangpo Gorge, southeastern Tibetan Plateau. **Journal of Asian Earth Sciences**, v. 195, p. 104337, 2020. https://doi.org/10.1016/j.jseaes.2020.104337

YAGHOUBI, R.; YAGHOUBI, M.; LOCKE, S.; GIBB, J. Mergers and acquisitions: A review (part 2). **Studies in economics and finance**, v. 33, nº 3, p. 437–464, 2016. https://doi.org/10.1108/SEF-07-2015-0165

YUSUF, R. "Factors Influencing Dividend Payout Policy of Firms Listed on the Nigerian Stock Exchange," **Advances in Economics and Business**, Vol. 7, No. 6, pp. 256 - 265, 2019.

https://doi.org/10.13189/aeb.2019.070602

Yoshizaki, D. **Análise de fatores determinantes do volume de fusões e aquisições no Brasil**. 2018. 54f. Dissertação (Mestrado profissional em Economia) – Instituto de Ensino e Pesquisa (INSPER), São Paulo, 2018. Disponível em: https://repositorio.insper.edu.br/handle/11224/2750. Acesso em 03 jun. 2024.

Zhang, Y.; Zhou, Q. Partially linear functional-coefficient dynamic panel data models: Sieve estimation and specification testing. **Econometric Reviews**, v. 40, nº 10, p. 983–1006, 2021. https://doi.org/10.1080/07474938.2021.1889175

Zhao, J. Entrenchment or incentive? CEO employment contracts and acquisition decisions. **Journal of Corporate Finance**, v. 22, p. 124–152, 2013. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.04.004

Zouboulakis, M. S. Elements of a Theory of the Firm in Adam Smith and John Stuart Mill. **In**: G. C. Bitros & N. C. Kyriazis (Orgs.), **Essays in Contemporary Economics: A Festschrift in Memory of A. D. Karayiannis**, Springer International Publishing, 2015, p. 45–52. https://doi.org/10.1007/978-3-319-10043-2_4

APÊNDICE A - Descrição dos Testes de Validação do Modelo em Painel

Teste	Descrição	Finalidade	Hipótese Testada
R^2	Medida de quão bem as variáveis independentes em um modelo de regressão explicam a variabilidade da variável dependente.	Avaliar o ajuste de um modelo de regressão linear.	Coeficiente que varia de 0 a 1, indicando o percentual da variação na variável dependente explicado pelas variáveis independentes.
Teste F	Utiliza uma variante do teste F para verificar se há efeitos fixos significativos ao longo do tempo.	Avaliar a presença de efeitos fixos significativos no modelo, controlando por variações temporais.	**H0:** Os parâmetros são iguais a um valor específico (geralmente zero).. **H1:** Pelo menos um dos parâmetros é diferente do valor específico (geralmente diferente de zero).
Teste Wald	É um teste estatístico utilizado para avaliar a significância de um conjunto de parâmetros em um modelo estatístico	O objetivo do teste é determinar se um ou mais parâmetros em um modelo de regressão são estatisticamente diferentes de zero (ou de algum outro valor hipotético).	**H0:** Não há efeitos fixos de tempo. **H1:** Há efeitos fixos de tempo significativos.
Teste Breusch-Pagan	Testa a presença de variância heterogênea entre as unidades em um modelo de efeitos aleatórios.	Verificar se um modelo *pooled* é adequado ou se um modelo de efeitos aleatórios é necessário.	**H0:** Variância entre unidades é zero (modelo *pooled* adequado). **H1:** Variância entre unidades não é zero (efeitos aleatórios necessários).
Teste de Hausman	Aplica-se principalmente em modelos de dados em painel para escolher entre efeitos fixos ou aleatórios	Decidir entre usar efeitos fixos ou aleatórios em modelos de dados em painel.	**H0:** As diferenças entre os coeficientes do modelo de efeitos aleatórios e efeitos fixos não são sistemáticas. **H1:** As diferenças são sistemáticas.
Teste de White	Teste de heterocedasticidade que não requer especificação de uma forma particular de heterocedasticidade.	Avaliar a presença de heterocedasticidade nos resíduos de um modelo de regressão.	**H0**: Homoscedasticidade (variação constante dos erros). **H1:** Heterocedasticidade (variação variável dos erros).
Teste Breusch-Godfrey	Verifica a autocorrelação nos resíduos de um modelo até uma certa ordem, comumente de ordem 1.	Testar a presença de autocorrelação nos resíduos de um modelo, o que pode indicar especificação inadequada do modelo.	**H0:** Não há autocorrelação nos resíduos. **H1:** Há autocorrelação nos resíduos.
Phillips-Perron (PP)	Semelhante ao ADF, verifica a presença de raízes unitárias ajustando para autocorrelação e heterocedasticidade nos resíduos sem adicionar lags.	Testar a estacionariedade de séries temporais com um método mais robusto para correção de autocorrelação e heterocedasticidade.	**H0:** A série possui uma raiz unitária (não estacionária). **H1:** A série é estacionária.
Teste de Arellano-Bond	Utiliza regressões de primeira diferença dos resíduos defasados para detectar autocorrelação.	Testar a validade dos instrumentos em modelos GMM de dados de painel e verificar a autocorrelação nos resíduos.	**H0:** Não há autocorrelação de segunda ordem nos resíduos. **H1:** Há autocorrelação de segunda ordem nos resíduos.

Teste de Sargan	É baseado na estatística da soma dos resíduos ponderados ao quadrado obtidos da regressão do modelo.	Testar e verificar a validade dos instrumentos em modelos de regressão tipo IV (GMM).	**H0:** Os instrumentos são válidos, ou seja, eles não estão correlacionados com o termo de erro da regressão**.** **H1:** Pelo menos um dos instrumentos é inválido, ou seja, está correlacionado com o termo de erro**.**
Teste de Hansen	É uma extensão do teste de Sargan. Ele é também um teste de sobre identificação usado para avaliar a validade dos instrumentos em modelos IV, mas é mais robusto em relação à heterocedasticidade (quando a variância dos erros não é constante).	Testar e verificar a validade dos instrumentos em modelos de regressão tipo IV (GMM). O teste de Hansen é preferido quando há suspeita de heterocedasticidade, porque ele usa estimadores de matriz de variância robustos à heterocedasticidade.	**H0:** Os instrumentos são válidos, ou seja, eles não estão correlacionados com o termo de erro da regressão**.** **H1:** Pelo menos um dos instrumentos é inválido, ou seja, está correlacionado com o termo de erro**.**

APÊNDICE B - Estatísticas Descritivas – F&A Tipo 0 (Não Alvo)

159 - Observações	Média	Mediana	DV	CV	Mínimo	1ºQuartil	3ºQuartil	Máximo
roa_eb	6.0147	5.9987	7.7533	1.2891	-10.9729	1.6565	10.8072	20.4924
roa_lucro	2.3669	3.4166	9.0123	3.8076	-21.9173	-0.2092	7.8169	16.2824
ges_roe	12.1659	11.5122	22.6568	1.8623	-41.6034	3.1511	20.8461	68.1036
tam	7.9573	7.9490	1.8079	0.2272	4.5797	6.6417	9.3358	11.0321
cres_recec	0.1143	0.0721	0.2507	2.1940	-0.3275	-0.0063	0.2160	0.7762
ativo_fixo	5.2963	5.4270	2.7694	0.5229	-1.5362	3.6996	7.2756	9.6589
lev_ter	29.0967	28.5738	19.4603	0.6688	0.0540	13.9135	42.1153	70.0321
liquidez	0.0709	0.0482	0.0709	1.0005	0.0012	0.0137	0.1089	0.2512
price_to_book	1.3771	0.7797	1.7018	1.2358	0.0000	0.2155	1.7309	6.4354
etp_value	5.6032	7.4911	6.5451	1.1681	-13.8155	5.5059	9.0172	10.7860
est_acio	67.4547	76.8240	33.6218	0.4984	0.0000	51.3065	96.5540	100.0000
tam_board	5.0809	5.0000	3.1650	0.6229	0.0000	3.0000	7.0000	10.0000
ind_board	0.1938	0.0000	0.2328	1.2013	0.0000	0.0000	0.3750	0.7000
div_yeld	10.7719	4.4700	13.9195	1.2922	0.0000	0.0000	18.3567	46.4345
i.ent	0.1881	0.1250	0.1395	0.7415	0.0000	0.1250	0.2500	0.6250

Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa

Nota 1 – variáveis:

etp_value	Enterprise value: valor de mercado (logaritmo natural)
roa_eb	ROA: Retorno sobre o ativo (mensurado pelo EBIT)
roa_lucro	ROA: Retorno sobre o ativo (mensurado pelo lucro líquido)
ges_roe	ROE: Retorno sobre o patrimônio líquido
tam	Tamanho: total do ativo (logaritmo natural)
cres_recec	Crescimento: Variação da receita líquida
ativo_fixo	Ativo fixo: total do ativo tangível (logaritmo natural)
lev_ter	Endividamento: Indicador da relação entre dívida e total do ativo
liquidez	Liquidez: indicador da capacidade de pagamento em curto prazo.
price_to_book	*Price-to-book*: indicador da relação entre o valor de mercado e valor patrimonial
est_acio	Estrutura acionária: indicador do nível e concentração acionária.
tam_board	Tamanho do conselho: número de membros do conselho.
ind_board	Independência do conselho: indicador do nível da independência.
div_yeld	Dividendos por ação
i.ent	Índice de Entrincheiramento

APÊNDICE C - Estatísticas Descritivas – F&A Tipo 1 (Alvo)

2.671 Observações	Média	Mediana	DV	CV	Mínimo	1º Quartil	3º Quartil	Máximo
roa_eb	5.7584	5.2223	8.1026	1.4071	-10.9729	1.0980	10.9534	20.4924
roa_lucro	1.2216	2.6801	9.4413	7.7287	-21.9173	-2.1336	7.0604	16.2824
ges_roe	12.3694	13.0258	24.4513	1.9768	-41.6034	1.7563	21.9829	68.1036
tam	7.6709	7.9522	1.6371	0.2134	4.5797	6.8342	8.6761	11.0321
cres_recec	0.0908	0.0171	0.2120	2.3340	-0.3275	0.0000	0.1696	0.7762
ativo_fixo	4.5482	4.9159	3.0007	0.6598	-1.5362	2.7158	6.5301	9.5923
lev_ter	36.5969	37.3136	16.8793	0.4612	0.0540	26.8116	47.0129	70.0321
liquidez	0.0839	0.0646	0.0745	0.8872	0.0012	0.0178	0.1348	0.2512
price_to_book	1.4084	0.8779	1.7280	1.2269	0.0000	0.0000	1.9538	6.4354
etp_value	3.5520	7.5132	8.5738	2.4138	-13.8155	4.2387	8.5636	10.7860
est_acio	58.5950	73.6800	38.6847	0.6602	0.0000	0.0000	91.6900	100.0000
tam_board	4.6855	5.0000	3.2958	0.7034	0.0000	0.0000	7.0000	10.0000
ind_board	0.1936	0.0000	0.2253	1.1640	0.0000	0.0000	0.3333	0.7000
div_yeld	6.6573	0.1890	10.8720	1.6331	0.0000	0.0000	9.9117	46.4345
i.ent	0.1690	0.1250	0.1290	0.7632	0.0000	0.1250	0.2500	0.6250

Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

Nota 1 – variáveis:

etp_value	Enterprise value: valor de mercado (logaritmo natural)
roa_eb	ROA: Retorno sobre o ativo (mensurado pelo EBIT)
roa_lucro	ROA: Retorno sobre o ativo (mensurado pelo lucro líquido)
ges_roe	ROE: Retorno sobre o patrimônio líquido
tam	Tamanho: total do ativo (logaritmo natural)
cres_recec	Crescimento: Variação da receita líquida
ativo_fixo	Ativo fixo: total do ativo tangível (logaritmo natural)
lev_ter	Endividamento: Indicador da relação entre dívida e total do ativo
liquidez	Liquidez: indicador da capacidade de pagamento em curto prazo.
price_to_book	*Price-to-book*: indicador da relação entre o valor de mercado e valor patrimonial
est_acio	Estrutura acionária: indicador do nível e concentração acionária.
tam_board	Tamanho do conselho: número de membros do conselho.
ind_board	Independência do conselho: indicador do nível da independência.
div_yeld	Dividendos por ação

APÊNDICE D – Correlação de Spearman

	d_fea	roa_eb	roa_lucro	ges_roe	tam	cres_rececc	ativo_fixo	lev_ter	liquidez	p/b	etp_value	est_acio	tam_board	audit_big	ind_board	emp_fam	div_yeld	i.
d_fea	**1**																	
roa_eb	-0.01	**1**																
roa_lucro	-0.03	**0.79** ***	**1**															
ges_roe	0.00	0.48 ***	0.54 ***	1														
tam	**-0.03** *	**0.07** ***	**0.10** ***	**0.06** **	**1**													
cres_recec	-0.03	**0.28** ***	**0.24** ***	**0.16** ***	**0.09** ***	**1**												
ativo_fixo	**-0.05** **	**0.11** ***	**0.04** **	0.00	**0.59** ***	**0.10** ***	**1**											
lev_ter	**0.10** ***	-0.02	**-0.24** ***	0.01	**0.20** ***	0.00	**0.18** ***	**1**										
liquidez	**0.04** **	**0.21** ***	**0.21** ***	**0.06** ***	**0.09** ***	**0.10** ***	**0.22** ***	**0.04** **	**1**									
pb	-0.00	**0.28** ***	**0.28** ***	**0.09** ***	**0.18** ***	**0.13** ***	**0.12** ***	**-0.05** **	**0.21** ***	**1**								
etp_value	**-0.04** *	**0.17** ***	**0.17** ***	**0.10** ***	**0.75** ***	**0.10** ***	**0.48** ***	**0.20** ***	**0.11** ***	**0.50** ***	**1**							
est_acio	**-0.04** **	**-0.04** **	-0.02	**-0.05** **	**-0.04** **	0.02	**-0.10** ***	**-0.04** **	**-0.16** ***	-0.01	0.01	1						
tam_board	-0.02	**0.07** ***	**0.05** **	**-0.09** ***	**0.39** ***	**-0.05** **	**0.24** ***	0.03	**0.06** **	**0.17** ***	**0.39** ***	**0.19** ***	**1**					
audit_big	-0.03	**0.09** ***	**0.12** ***	0.01	**0.39** ***	**0.03** *	**0.14** ***	**0.06** ***	**0.10** ***	**0.25** ***	**0.42** ***	**0.23** ***	**0.47** ***	**1**				
ind_board	0.00	**0.05** **	**0.03** *	**-0.06** **	**0.29** ***	**0.05** **	**0.15** ***	**0.11** ***	**0.14** ***	**0.23** ***	**0.30** ***	**-0.12** ***	**0.40** ***	**0.45** ***	**1**			
emp_fam	0.02	-0.02	-0.03	-0.04 *	**-0.05** **	0.02	0.03	**0.04** **	**0.14** ***	**-0.04** *	**-0.07** ***	**-0.40** ***	**-0.18** ***	**-0.14** ***	**0.05** **	**1**		
div_yeld	**-0.07** ***	**0.29** ***	**0.36** ***	**0.20** ***	**0.34** ***	**0.05** **	**0.15** ***	**-0.06** **	**0.13** ***	**0.21** ***	**0.32** ***	**0.12** ***	**0.27** ***	**0.28** ***	**0.12** ***	**-0.07** ***	1	
i.ent	**-0.03**	**0.09** ***	**0.07** ***	**0.06** ***	**0.23** ***	**-0.01**	**0.15** ***	**-0.03**	**-0.04** **	**0.04** **	**0.21** ***	**0.15** ***	**0.16** ***	**0.13** ***	**0.03** *	**-0.45** ***	0.01	

Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

Nota 1 – Variáveis : d_fea- F&A: indicador da ocorrência ou não de F&A (dummy); etp_value - enterprise value (logaritmo natural); roa_eb - ROA retorno sobre o ativo (mensurado pelo EBIT); roa_lucro - ROA: retorno sobre o ativo (mensurado pelo lucro líquido); ges_roe - ROE: retorno sobre o patrimônio líquido; tam -Tamanho: total do ativo (logaritmo natural); cres_recec - Crescimento: variação da receita líquido; ativo_fixo - Ativo fixo: total do ativo tangível (logaritmo natural); lev_ter - Endividamento: indicador da relação entre dívida e total do ativo; liquidez - Liquidez: indicador da capacidade de pagamento em curto prazo.; pb - *Price-to-book*: indicador da relação entre o valor de mercado e valor patrimônio; est_acio - Estrutura acionária: indicador do nível e concentração acionária; tam_board - Tamanho do conselho: número de membros do conselho; ind_board - Independência do conselho: indicador do nível da independência.; aud_big - Auditoria externa: indicador da utilização de uma das big four (dummy)
i.ent - Indice de entrincheiramento: indicador do nível de entrincheiramento.

APÊNDICE E - Resultado dos Determinantes da F&A – Setores

Tecnologia da Informação	-0.0010		**0.0463**	**	**0.0439**	**	**0.0449**	**	**0.0440**	**
	(0.0302)		(0.0210)		(0.0212)		(0.0212)		(0.0211)	
Setor bens de consumo essenciais	**-0.0548**	**	**0.0467**	***	**0.0453**	***	**0.0454**	***	**0.0453**	***
	(0.0271)		(0.0172)		(0.0172)		(0.0172)		(0.0172)	
Setor energia	-0.0085		**0.0419**	*	**0.0374**		**0.0389**	*	**0.0381**	*
	(0.0328)		(0.0224		(0.0229)		(0.0229)		(0.0224)	
Setor financeiro	-0.0405		0.0112		0.0141		0.0143		0.0143	
	(0.0316)		(0.0209)		(0.0209)		(0.0209)		(0.0209)	
Setor saúde	**0.0664**	**	**0.1148**	***	**0.1215**	***	**0.1209**	***	**0.1214**	***
	(0.0280)		(0.0167)		(0.0168)		(0.0168)		(0.0167)	
Setor industrial	-0.0438		0.0059		0.0052		0.0051		**0.0052**	
	(0.0279)		(0.0152)		(0.0152)		(0.0153)		(0.0152)	
Setor materiais	**-0.0159**		**0.0337**	*	0.0317		0.0321		**0.0317**	
	(0.0306)		(0.0196)		(0.0196)		(0.0196)		(0.0196)	
Setor imobiliário	**-0.0586**	*	0.0086		-0.0052		-0.0056		**-0.0052**	
	(0.0308)		(0.0204)		(0.0204)		(0.0205)		(0.0204)	
Setor utilidades	-0.0138		**0.0353**	**	**0.0389**	**	**0.0385**	**	**0.0389**	**
	(0.0286)		(0.0164)		(0.0165)		(0.0165)		(0.0165)	

Testes e validações

Número de observações	***2830***	***2830***	***2.830***	***2.830***	***2.830***
VIF	*2.04*	*1.74*	*1.73*	*1.74*	*1.72*
Pseudo R2 - Mc Faden	*0.1467*	*0.1443*	*0.1378*	*0.1387*	*0.1378*
Accuracy	*0.8378*	*0.8424*	*0.8477*	*0.8491*	*0.8487*
Precision	*0.1710*	*0.1760*	*0.1666*	*0.1715*	*0.1711*
Recall	*0.4905*	*0.4905*	*0.4276*	*0.4402*	*0.4402*
F1-Score	*0.2536*	*0.2591*	*0.2398*	*0.2469*	*0.2464*
AUC	*0.7839*	*0.7836*	*0.7836*	*0.7780*	*0.7769*
Corte	*0.2000*	*0.0100*	*0.1000*	*0.1000*	*0.1000*
AIC	*1120.71*	*1119.73*	*1127.69*	*1.127.67*	*1.127.69*
Interações de fisher	*9*	*9*	*9*	*9*	*9*

*Significância: 0 '***' 0.01 '**' 0.05 '*' 0.1 '*

Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa

APÊNDICE F – Resultado dos Determinantes de F&A – Ano

ano 2011	-0.0177		-0.0169		-0.0183		-0.0177		-0.0182	
	(0.0173)		(0.0172)		(0.0174)		(0.0174)		(0.0173)	
ano 2012	**-0.0334**	*	**-0.0327**	*	**-0.0349**	*	**-0.0343**	*	**-0.0348**	*
	(0.0189)		(0.0188)		(0.0190)		(0.0190)		(0.0189)	
ano 2013	**-0.0302**	*	**-0.0299**	*	**-0.0308**	*	**-0.0303**	*	**-0.0307**	*
	(0.0181)		(0.0181)		(0.0182)		(0.0182)		(0.0182)	
ano 2014	**-0.0389**	**	**-0.0385**	**	**-0.0384**	**	**-0.0378**	**	**-0.0382**	*
	(0.0189)		(0.0188)		(0.0189)		(0.0189)		(0.0189)	
ano 2015	**-0.0371**	**	**-0.0363**	**	**-0.0361**	*	**-0.0353**	*	**-0.0359**	*
	(0.0186)		(0.0185)		(0.0186)		(0.0186)		(0.0185)	
ano 2016	**-0.0638**	***	**-0.0624**	***	**-0.0620**	***	**-0.0614**	***	**-0.0617**	***
	(0.0210)		(0.0210)		(0.0211)		(0.0210)		(0.0210)	
ano 2017	**-0.0695**	***	**-0.0673**	***	**-0.0651**	***	**-0.0643**	***	**-0.0648**	***
	(0.0207)		(0.0205)		(0.0206)		(0.0205)		(0.0204)	
ano 2018	**-0.0709**	***	**-0.0692**	***	**-0.0642**	***	**-0.0635**	***	**-0.0641**	***
	(0.0200)		(0.0199)		(0.0198)		(0.0198)		(0.0198)	
ano 2019	**-0.0677**	***	**-0.0649**	***	**-0.0614**	***	**-0.0609**	***	**-0.0612**	***
	(0.0197)		(0.0196)		(0.0194)		(0.0194)		(0.0193)	
ano 2020	**-0.0756**	***	**-0.0734**	***	**-0.0756**	***	**-0.0749**	***	**-0.0753**	***
	(0.0205)		(0.0203)		(0.0205)		(0.0205)		(0.0204)	
ano 2021	**-0.0814**	***	**-0.0792**	***	**-0.0855**	***	**-0.0847**	***	**-0.0852**	***
	(0.0257)		(0.0256)		(0.0257)		(0.0256)		(0.0255)	
ano 2022	**-0.1553**	***	**-0.1546**	***	**-0.1464**	***	**-0.1456**	***	**-0.1462**	***
	(0.0381)		(0.0381)		(0.0379		(0.0379)		(0.0378)	

Testes e validações

Número de observações	***2830***	***2830***	***2.830***	***2.830***	***2.830***
VIF	*2.04*	*1.74*	*1.73*	*1.74*	*1.72*
Pseudo R2 - Mc Faden	*0.1467*	*0.1443*	*0.1378*	*0.1387*	*0.1378*
Accuracy	*0.8378*	*0.8424*	*0.8477*	*0.8491*	*0.8487*
Precision	*0.1710*	*0.1760*	*0.1666*	*0.1715*	*0.1711*
Recall	*0.4905*	*0.4905*	*0.4276*	*0.4402*	*0.4402*
F1-Score	*0.2536*	*0.2591*	*0.2398*	*0.2469*	*0.2464*
AUC	*0.7839*	*0.7836*	*0.7836*	*0.7780*	*0.7769*
Corte	*0.2000*	*0.0100*	*0.1000*	*0.1000*	*0.1000*
AIC	*1120.71*	*1119.73*	*1127.69*	*1.127.67*	*1.127.69*
Interações de fisher	*9*	*9*	*9*	*9*	*9*

*Significância: 0 '***' 0.01 '**' 0.05 '*' 0.1 '*

Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa

APÊNDICE G – Resultado do Efeito Entrincheiramento – Setores

Modelo desbalanceado 2.527 observações	**GLS**		**GMM-SYS**		**Efeitos fixos**		**Efeitos aleatórios**	
Variável dependente	***Price-to-book***		**Roa (EBIT)**		**Roa (lucro)**		**Roe**	
Variável	**Coef.**	**Sig.**	**Coef.**	**Sig.**	**Coef.**	**Sig.**	**Coef.**	**Sig.**
Setor Tecnologia da Informação	0.0726		**-1.5715**	***	**-3.7910**	***	-2.6991	
	(0.1040)		(0.5881)		(1.3673)		(3.4388)	
Setor bens de consumo essenciais	0.3411	***	1.2921	***	0.5971		3.7281	
	(0.1071)		(0.4865)		(1.4958)		(2.7050)	
Setor energia	-0.1622		-1.0100		-5.2597		1.4343	
	(0.1176)		(1.0800)		(3.2831)		(3.4144)	
Setor financeiro	-0.0082		**-1.0915**	*	-1.0820		0.6567	
	(0.0776)		(0.6003)		(1.3749)		(2.2057)	
Setor saúde	**0.3767**	***	**1.4780**	*	**4.2053**	**	7.3267	
	(0.1152)		(0.8493)		(1.6640)		(4.8127)	
Setor industrial	**0.1724**	**	**0.6177**	*	1.7361		-0.1665	
	(0.0855)		(0.3746)		(1.5459)		(2.1299)	
Setor materiais	-0.0049		**0.5737**		**-1.3952**		-1.4771	
	(0.0937)		**(**0.4717)		(1.7558)		(2.2571)	
Setor imobiliário	**0.2360**	**	**-0.5271**		**-0.3609**		-2.9030	
	(0.1206)		(0.5508)		(1.7840)		(2.3214)	
Setor utilidades	**0.2430**	***	**0.8328**	*	1.4031		**5.2587**	**
	(0.0821)		(0.4502)		(1.2265)		(2.1424)	
Testes e validações								
Número de observações	***2527***		***2527***		***2.527***		***2.527***	
R² ajustado	*0.0187*		*0.2175*		*0.2513*		*0.0345*	
VIF (médio)	*1.68*		*1.68*		*1.67*		*1.67*	
Teste Wald (modelo geral)	*486.43*	***	*6479.33*	***	*422.40*	***	*708.40*	***
Teste F (pooled x fixos)	*4.98*	***	*2.28*	***	*7.80*	***	*2.18*	***
Teste BP (pooled x aleatórios)	*2.96*		*60.13*		*1474.93*	***	*522.43*	
Teste Hausman (aleatórios x fixos)	*2475.45*	***	*850.80*	***	*50.91*	***	*734.99*	***
Teste White (heterocedasticidade)	*64.27*	***	*401.42*	***	*328.94*	***	*328.94*	***
Teste BG (autocorrelação)	*49.34*	***	*131.34*	***	*14.29*	***	*14.29*	***
Testes PP (estacionariedade)	*Variáveis*	***	*Variáveis*	***	*Variáveis*	***	*Variáveis*	***
Teste Sargan (exogeneidade)	*135.89*	***	*19.37*	***	*44.16*	***	*15.86*	***
Teste Hansen (exogeneidade)	*19.30*	**	*7.01*		*13.75*	*	*4.41*	
Teste de Arellano-Bond (AR1)	*-3.61*	***	*-5.55*	***	*-4.29*	***	*-5.52*	***
Teste de Arellano-Bond (AR2)	*-2.48*	**	*-0.17*		*-1.14*		*-2.89*	***
Indexação	*ano, firma*		*ano, firma*		*ano, firma*		*ano, firma*	

*Significância: ***' 0.01 '**' 0.05 '*' 0.1*

Fonte: elaborado pelo autor como base nos dados da pesquisa.

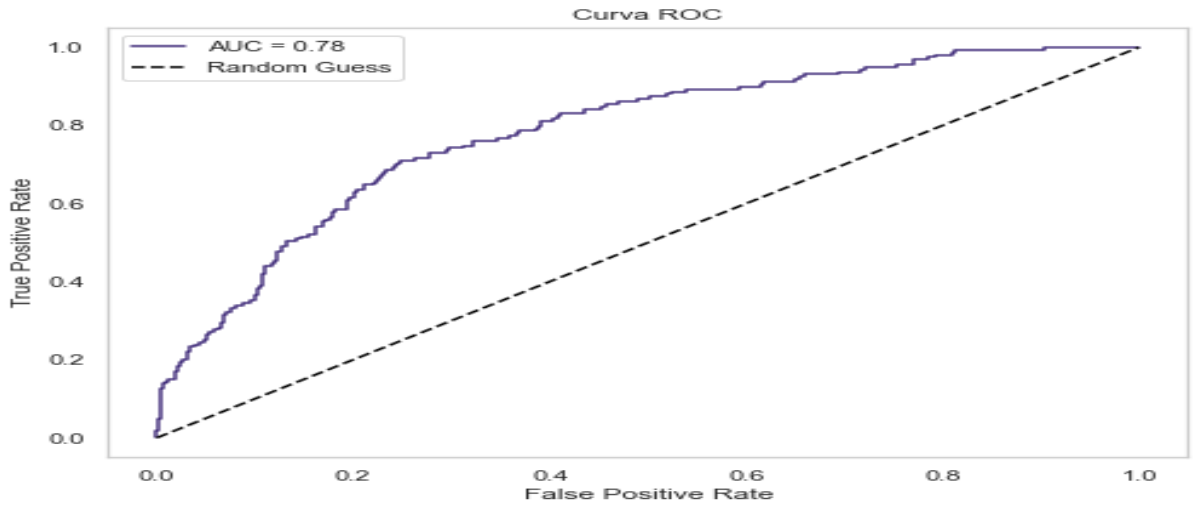
APÊNDICE H – Resultado do Efeito Entrincheiramento – Ano

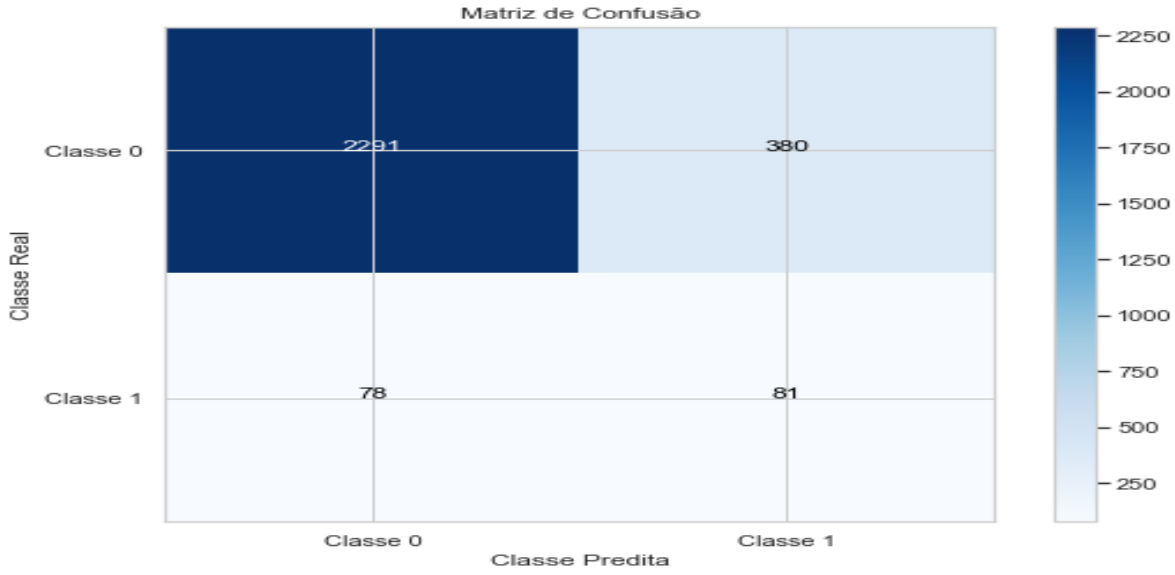
Modelo desbalanceado 2.527 observações	**GLS**		**GMM-SYS**		**Efeitos fixos**		**Efeitos aleatórios**	
Variável dependente	***Price-to-book***		**Roa (EBIT)**		**Roa (lucro)**		**Roe**	
Variável	**Coef.**	**Sig.**	**Coef.**	**Sig.**	**Coef.**	**Sig.**	**Coef.**	**Sig.**
2011	0.0089		**-0.7732**		**0.2285**		-3.4198	
	(0.0677)		(0.5881)		(0.7565)		(2.5244)	
2012	-0.0861		-0.2466		0.0340		-3.2381	
	(0.0671)		(0.5443)		(0.6878)		(2.8441)	
2013	**-0.1885**	***	0.2856		-0.0667		-4.3264	
	(0.0663)		(0.4845)		(0.6793)		(2.8387)	
2014	**-0.2803**	***	**-0.9148**	*	-1.1363	*	-6.1733	**
	(0.0662)		(0.4845)		(0.6777)		(2.8158)	
2015	**-0.2000**	***	**-1.6031**	***	**-2.7586**	***	-6.8499	**
	(0.0653)		(0.5280)		(0.7240)		(2.9406)	
2016	0.1470		-0.5175		**-2.0382**	***	-6.6187	**
	(0.0651)		(0.5619)		(0.6224)		(2.8599)	
2017	**0.1198**	**	0.2457		-1.0665		-5.7858	**
	(0.0636)		(0.5272)		(0.7102)		(2.7242)	
2018	**0.3955**	***	0.4715		-0.9131		-6.0777	**
	(0.0622)		(0.4597)		(0.6391)		(2.4524)	
2019	**0.4201**	***	-0.0254		-0.0486		-3.5245	
	(0.0594)		(0.5200)		(0.4852)		(2.5735)	
2020	**0.3198**	***	**-**		**-**		-3.1890	
	(0.0542)		**-**		**-**		(2.4718)	
2021	**0.2337**	***	**1.5086**	**	**2.3048**	***	-	
	(0.0526)		(0.6388)		(0.7411)		-	
2022	-		0.3189		0.5685		-2.3528	
	-		(0.5124)		(0.5668)		(2.4065)	
Testes e validações								
Número de Observações	***2527***		***2527***		***2527***		***2527***	
R^2 ajustado	*0.0187*		*0.2175*		*0.2513*		*0.0345*	
VIF (médio)	*1.68*		*1.68*		*1.67*		*1.67*	
Teste Wald (modelo geral)	*486.43*	***	*6479.33*	***	*422.40*	***	*708.40*	***
Teste F (pooled x fixos)	*4.98*	***	*2.28*	***	*7.80*	***	*2.18*	***
Teste BP (pooled x aleatórios)	*2.96*		*60.13*		*1474.93*	***	*522.43*	
Teste Hausman (aleatórios x fixos)	*2475.45*	***	*850.80*	***	*50.91*	***	*734.99*	***
Teste White (heterocedasticidade)	*64.27*	***	*401.42*	***	*328.94*	***	*328.94*	***
Teste BG (autocorrelação)	*49.34*	***	*131.34*	***	*14.29*	***	*14.29*	***
Testes PP (estacionariedade)	*Variáveis*	***	*Variáveis*	***	*Variáveis*	***	*Variáveis*	***
Teste Sargan (exogeneidade)	*135.89*	***	*19.37*	***	*44.16*	***	*15.86*	***
Teste Hansen (exogeneidade)	*19.30*	**	*7.01*		*13.75*	*	*4.41*	
Teste de Arellano-Bond (AR1)	*-3.61*	***	*-5.55*	***	*-4.29*	***	*-5.52*	***
Teste de Arellano-Bond (AR2)	*-2.48*	**	*-0.17*		*-1.14*		*-2.89*	***
Indexação	*ano, firma*		*ano, firma*		*ano, firma*		*ano, firma*	

*Significância: '***' 0.01 '**' 0.05 '*' 0.1*

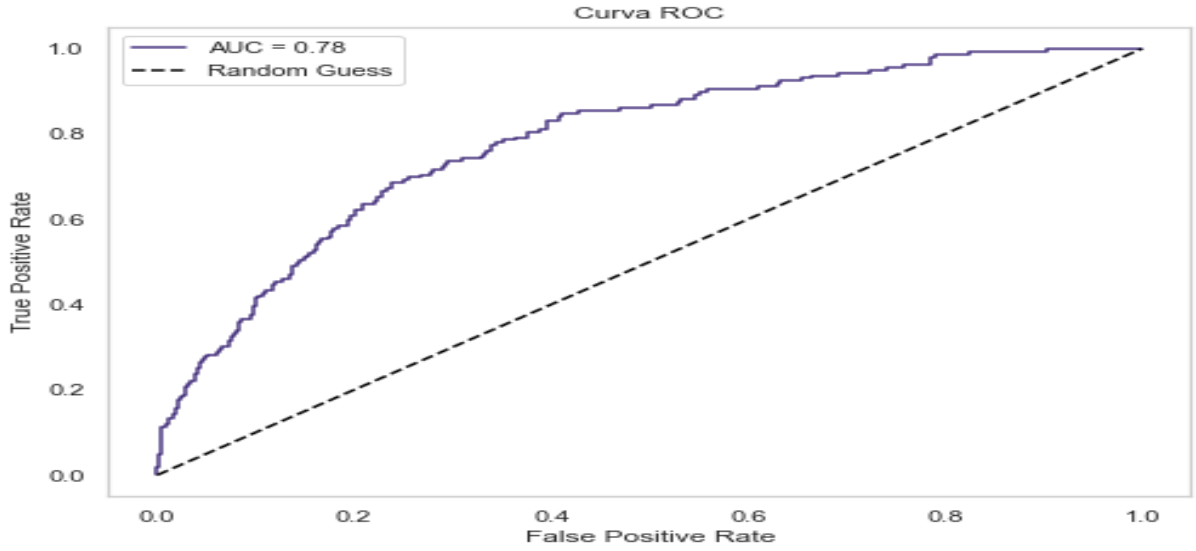
Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa

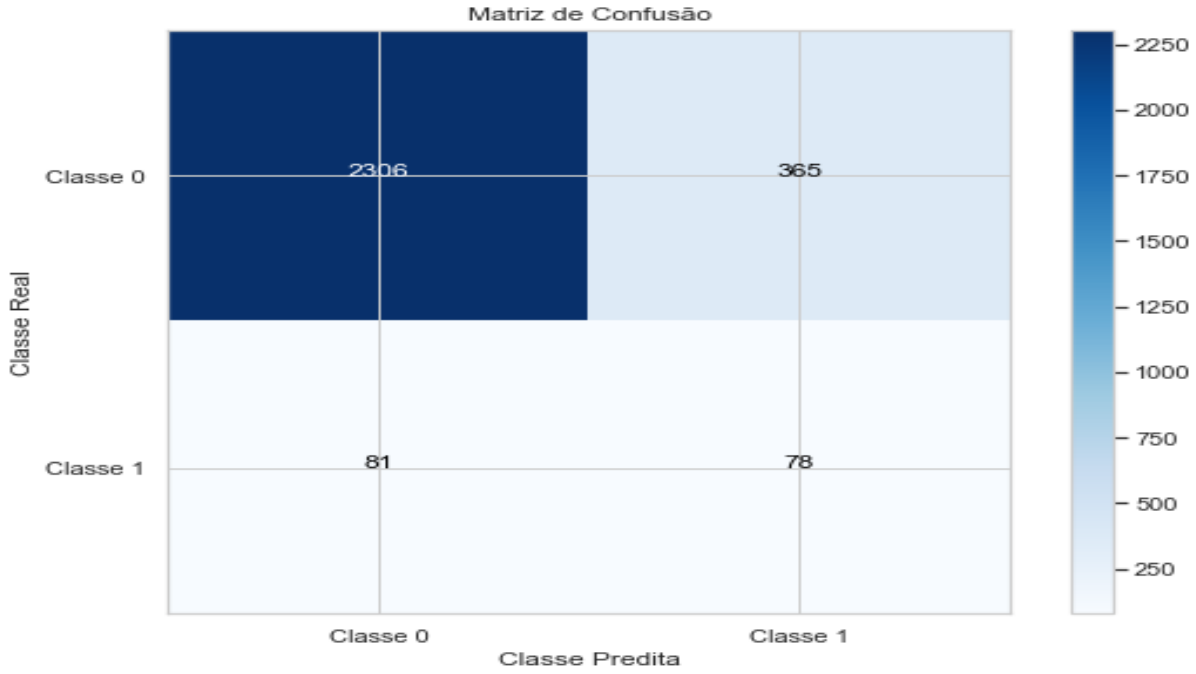
APÊNDICE I – Curva ROC e Matriz de Confusão/Classificação – Modelo Todas Variáveis



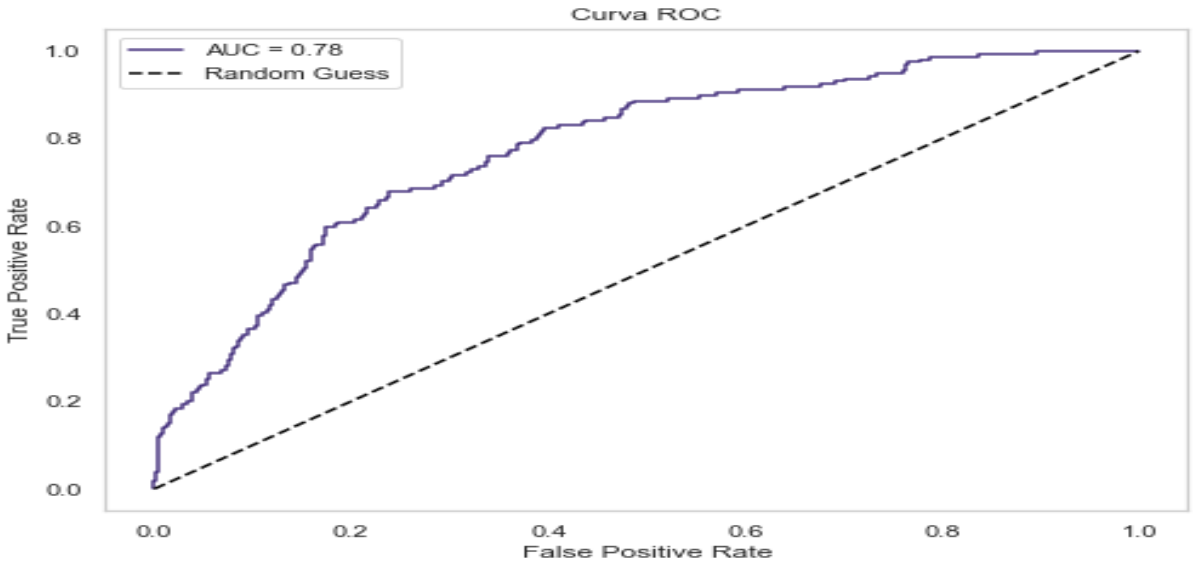


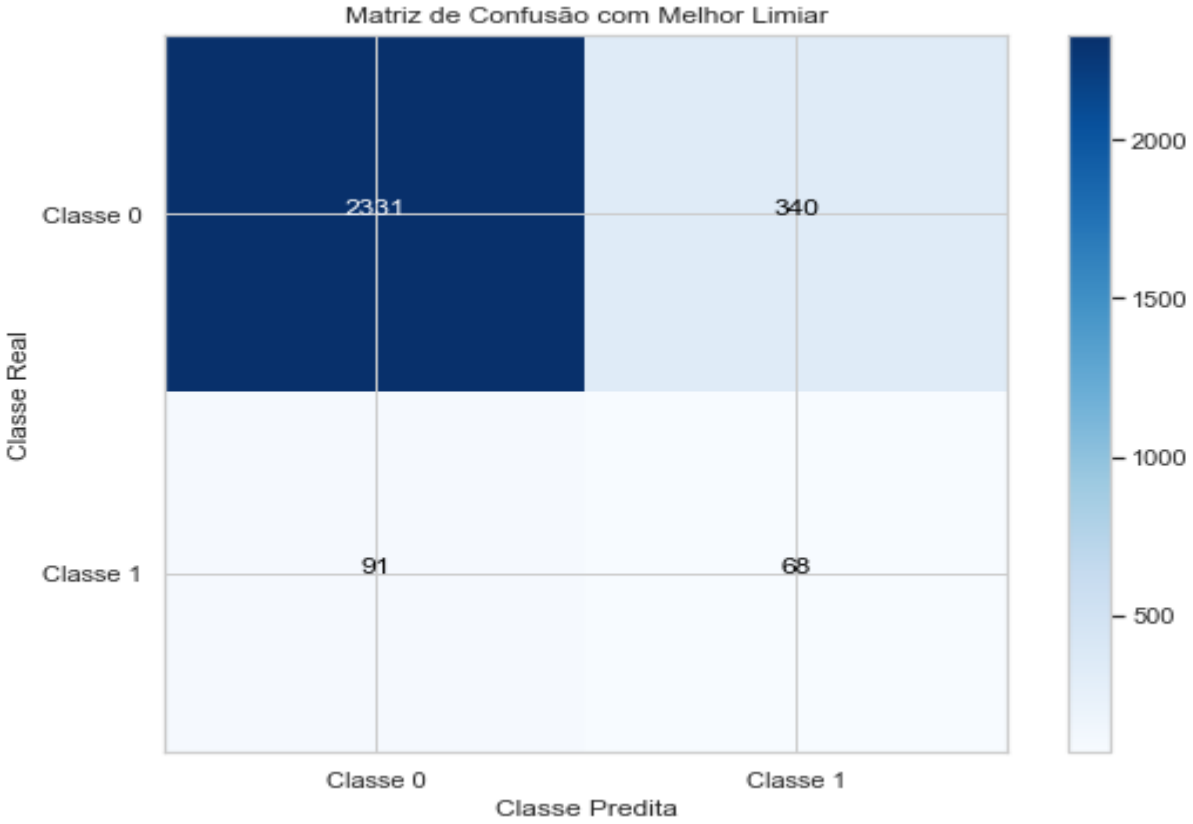
APÊNDICE J – Curva ROC e Matriz de Confusão/Classificação – Modelo Enterprise Value



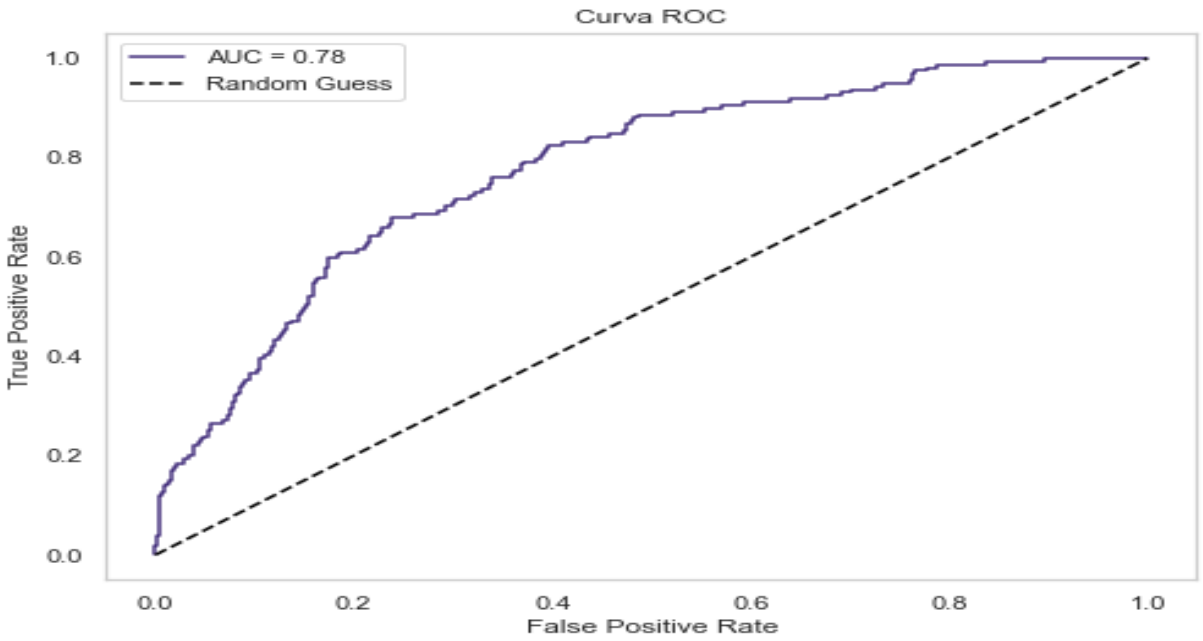


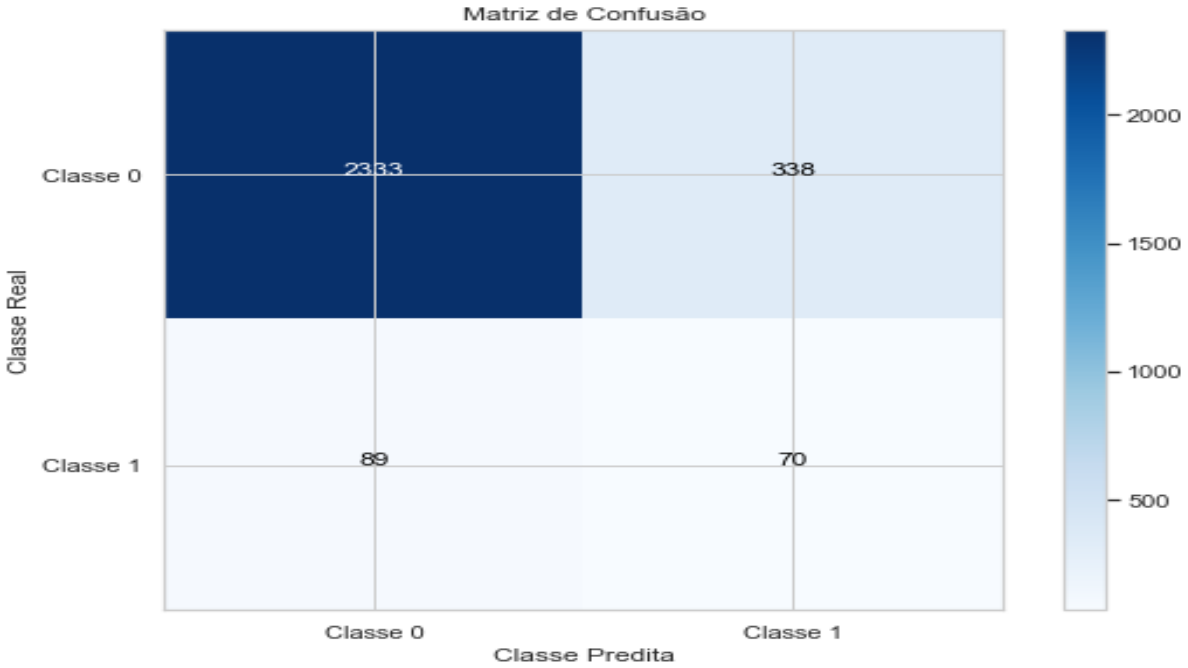
APÊNDICE L – Curva ROC e Matriz de Confusão/Classificação – Modelo Roa_EB





APÊNDICE L – Curva ROC e Matriz de Confusão/Classificação – Modelo Roa_Lucro





APÊNDICE N – Curva ROC e Matriz de Confusão/Classificação – Modelo Roe