

Empresas Familiares x Não Familiares: Impacto da Aquisição Corporativa no Desempenho das Empresas Brasileiras listadas na B³

Resumo

Este estudo objetiva verificar se as aquisições realizadas por empresas familiares geram melhor desempenho do que aquelas realizadas por empresas não familiares listadas na B³ no período entre 2009 e 2016. As informações necessárias foram coletadas na base de dados da *Thomson Reuters Eikon* e no site da B₃, especificamente nos Formulários de Referência das empresas, e a classificação das empresas em familiares ou não familiares foi feita por meio das abordagens de componente de envolvimento e essencial. Regressões múltiplas com dados empilhados foram estimadas para a amostra de 244 aquisições (86 empresas). Os resultados indicaram que as empresas brasileiras familiares tendem a ter desempenho superior com eventos de aquisições corporativas em relação às empresas brasileiras não familiares. Os achados são consistentes com a Teoria da Agência, que diz que o distanciamento entre a propriedade e o controle gera conflitos de agência e oferece maiores oportunidades de expropriação dos acionistas por parte dos gestores. Ademais, as evidências empíricas permitem reflexões, tanto aos acionistas quanto aos executivos, sobre o melhor uso da estratégia de aquisição corporativa, além de instigar novas abordagens de controle e monitoramento por parte dos acionistas sobre a tomada de decisão dos gestores.

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

Linha Temática: Finanças e Mercado de Capitais

Realização:



1 INTRODUÇÃO

As aquisições corporativas são uma importante estratégia empresarial, muitas vezes utilizadas como mecanismo externo de alinhamento entre os interesses dos administradores e dos *shareholders* (Allayannis, Lel & Miller, 2012). Todavia, diversos pesquisadores que se dedicaram a investigar o desempenho das empresas que realizaram aquisições sob a ótica das empresas licitantes relataram que os retornos para estas empresas e seus acionistas, tanto no curto quanto no longo prazo, em média, são nulos ou negativos e altamente voláteis (King, Dalton, Daily & Complô, 2004; Moeller, Schlingemann & Stulz, 2005).

A grande maioria dos artigos que examinam a temática de aquisições corporativas não diferencia a estrutura controle e propriedade entre empresas, tratando-as como iguais, apesar de existir uma literatura que destaca as diferenças nas decisões corporativas entre empresas familiares e não familiares (Bennedsen, Pérez-González & Wolfenzon, 2010). As principais divergências decorrem de problemas de agência (Cesari, Gonenc & Ozkan, 2016). De um lado, há empresas com concentração de ações por parte da família, as quais participam da gestão (Chua, Chrisman & Sharma, 1999), o que mitiga problemas de conflitos de agência; e, de outro, empresas com problemas decorrentes da separação entre controle e propriedade.

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

Dessa forma, é provável que haja diferenças consideráveis no desempenho obtido com as aquisições quando estas são realizadas por empresas familiares e não familiares, pois é possível que as diferentes relações de agência existentes entre esses dois tipos de estrutura de propriedade e controle impactem significativamente esses aspectos. Por ser apenas uma intuição que demanda investigação, este estudo busca responder: As aquisições realizadas por empresas brasileiras familiares geram melhor desempenho do que aquelas realizadas por empresas brasileiras não familiares? Logo, este estudo objetiva verificar se as aquisições realizadas por empresas familiares geram melhor desempenho do que aquelas realizadas por empresas não familiares, sob a ótica da Teoria da Agência, no período de 2009 a 2016.

As aquisições corporativas são, possivelmente, as decisões mais importantes que os executivos realizam e com um maior potencial de alteração da riqueza dos acionistas (Moeller, Schlingemann & Stulz, 2005). Porém, é evidente a falta de consenso sobre os motivos que levam os executivos a envolverem as empresas em tais operações, e sobre se essa estratégia realmente cria valor aos acionistas.

Essa falta de consenso pode estar enviesada ao tratamento de empresas familiares e não familiares como iguais, já que é reconhecido que as diferentes naturezas entre empresas causam diferentes visões sobre tomadas de decisões. As empresas familiares se caracterizam pelo envolvimento da família no controle e na gestão, e esse envolvimento influencia os valores, bem como outros objetivos financeiros e não financeiros (Silva, 2015).

Realização:



Acredita-se que a presente pesquisa contribui com a academia por ajudar a elucidar as divergências da literatura sobre o desempenho econômico pós-atividades de aquisição, adicionando uma nova variável ao contexto (tipo de controle). Além disso, este trabalho contribui com a literatura que investiga as diferenças entre empresas familiares e não familiares, a qual ainda é recente, principalmente no cenário nacional.

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

Ademais, sob o âmbito social, a contribuição do trabalho pode ser evidenciada pelo volume de dinheiro envolvido em operações de aquisição. Segundo Worek (2017), em 2016, tais operações movimentaram 3,4 trilhões de dólares. Essa quantia faz com que as atividades de aquisição não sejam importantes apenas para as empresas envolvidas, mas também para a sociedade da qual ela é parte e para o governo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO E HIPÓTESE DE PESQUISA

2.1 Aquisições Corporativas

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

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

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

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

das firmas e interesses gerenciais.

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

Por fim, os motivos gerenciais referem-se aos processos de aquisições que ocorrem visando ao aumento do bem-estar dos executivos das empresas, mesmo que as operações gerem impacto negativo no valor de mercado das ações (Haleblian et al., 2009). Esses motivos evidenciam conflitos de interesses entre executivos e acionistas que são, comumente, tratados à luz da Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) e das relações entre propriedade e controle das empresas.

2.2 Teoria da Agência e Estrutura de Controle

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

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

Tanto os problemas de assimetria informacional como os de conflito de agência têm a premissa básica de distanciamento entre propriedade e controle. Há empresas, entretanto, em que esse distanciamento é visto com menor intensidade, conhecidas como familiares (Bouzarrou & Navatte, 2013). Embora não exista um conceito específico sobre o que é uma empresa familiar, sabe-se que é quando um grupo familiar apresenta uma alta representatividade na estrutura de propriedade das empresas e um alto envolvimento no controle e na gestão organizacional (Berrone, Cruz & Gomez-Mejia, 2012; Chua, Chrisman, & Sharma, 1999). Com isso, as empresas familiares têm um maior alinhamento entre o principal e o agente, e, portanto, menores conflitos de interesse (Chen, Chen, Cheng & Shevlin, 2010; Bouzarrou & Navatte, 2013).

Ali, Chen e Radhakrishnan (2007) utilizam três razões para elucidar a maior probabilidade de administradores agirem conforme os melhores interesses dos acionistas em empresas familiares. Primeiro, por terem um grande capital empregado na empresa, os acionistas

Realização:



têm fortes motivos para monitorar os gestores. Segundo, pelo bom conhecimento da família das atividades de suas empresas, já que ela é, normalmente, a fundadora da empresa e conhece o negócio. Em terceiro lugar, os acionistas familiares tendem a ter horizontes de investimento mais longos em comparação aos outros acionistas, já que há a ideia de sucessão da empresa para as próximas gerações.

Assim, dadas às características específicas das empresas familiares, acredita-se que as decisões de investimentos, incluindo aquisições corporativas, diferem das empresas não familiares, principalmente pela mitigação das motivações gerenciais. Já que, os laços familiares dentro das empresas podem criar uma cultura de compromisso, altruísmo e lealdade que favorece os executivos a tomarem decisões com foco nos interesses da empresa, e não em seus interesses (Chen & Hsu, 2009).

No cenário internacional, pesquisas se dedicaram a investigar as diferenças entre empresas familiares e não familiares relacionadas à atividade de aquisições corporativas. Os trabalhos se concentram nos assuntos de propensão, processo e desempenho de aquisições. Os trabalhos que analisam a propensão examinam a probabilidade ou os fatores que influenciam a probabilidade de as empresas se envolverem em aquisições. A grande maioria dos estudos desta categoria encontrou que empresas familiares tendem a se envolver num menor número de aquisições quando comparadas às não familiares (Bauguess & Stegemoller, 2008; Caprio, Croci, & Del Giudice, 2011; Shim & Okamuro, 2011).

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

Os trabalhos que analisam o processo de aquisição focam em como a natureza e a diferença cultural entre estes dois tipos de estrutura de propriedade (familiar e não familiar) influenciam as aquisições. De forma geral, os trabalhos são estudos de caso, e não há como generalizar seus resultados (Bjursell, 2011; Mickelson & Worley, 2003). Por fim, os trabalhos que analisam desempenho se concentram em comparar a criação de valor de empresas familiares e não familiares em aquisições. Em regra, como mostra a próxima seção, os trabalhos encontraram um melhor desempenho nas empresas familiares, devido ao melhor alinhamento de interesses por parte dos executivos.

2.2.1 Desempenho das Aquisições Corporativas

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

Realização:



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

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

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

Pelo exposto, a literatura sobre o desempenho das aquisições é vasta. No entanto, poucos trabalhos procuraram controlar os efeitos das diferentes estruturas de propriedade entre empresas (Yen & André, 2007), tratando empresas familiares e não familiares como iguais. As descobertas empíricas recentes, embora ainda limitadas, sugerem que o comportamento destas operações em empresas familiares difere de empresas com outras estruturas de propriedade (Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2010). Os motivos que levam a essa disparidade incluem as diferenças nas estruturas de governança e nas preferências financeiras e sociais das empresas (Worek, 2017).

Ao se comparar empresas familiares com não familiares, aquelas tendem a adotar políticas mais conservadoras em relação a estas. Caprio, Croci e Del Giudice (2011) descobriram que as empresas familiares se engajam em uma menor quantidade de aquisições do que as empresas não familiares. Tal fato decorre do risco da família de perder o controle da empresa. Assim, só há engajamento em operações de aquisições quando a expectativa de ganho é suficiente para compensar o risco de perda de controle (Bouzgarrou & Navatte, 2013).

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

Basu, Dimitrova e Paeglis (2009) constataram, com uma amostra de empresas estadunidense, uma relação positiva entre a concentração de propriedade familiar e os retornos anormais das aquisições, ou seja, quanto maior a concentração de propriedade pela família, melhor os retornos anormais. As explicações teóricas fornecidas pelos autores para o melhor desempenho em aquisições das empresas familiares de todos estes trabalhos giram em torno dos

melhores alinhamentos de interesse existentes dentro destas organizações.

Bauguess e Stegemoller (2008) e Shim e Okamuro (2010) encontraram uma relação negativa entre a propriedade familiar e a *performance* das adquirentes, respectivamente, nos Estados Unidos e no Japão. Caprio, Croci e Del Giudice (2011) estudaram empresas europeias continentais e não obtiveram evidências de que empresas controladas por famílias destroem a riqueza ao adquirir outras empresas.

Apesar da divergência entre alguns trabalhos empíricos, a literatura demonstrou, em linhas gerais, que os gestores das empresas familiares têm um maior alinhamento de interesses com os acionistas, e tendem a tomar decisões que melhor beneficiem estes. Em outras palavras, a congruência entre os aspectos teóricos e empíricos indicam que o desempenho de aquisições de empresas adquirentes é maior para as empresas familiares. Acredita-se que tal aspecto também seja válido para as empresas brasileiras. Assim, formula-se a hipótese desta pesquisa:

Hipótese 1: O desempenho das empresas familiares que realizaram aquisições corporativas é superior ao das empresas não familiares que realizaram aquisições corporativas.

3 METODOLOGIA

3.1 Amostra e Coleta de Dados

A amostra é composta por empresas não financeiras de capital aberto, negociadas na B³ e que participaram de atividades de aquisições como adquirentes no período de 2009 a 2016. As empresas com dados indisponíveis para a construção das variáveis de pesquisa foram excluídas e o ano inicial de análise é devido à disponibilidade dos dados de classificação das empresas em familiares e não familiares que só é possível após 2009, ano em que foi introduzido o Formulário de Referência, conforme artigo 21 da Instrução Normativa nº 480/2009 (CVM, 2009).

No total, 159 empresas participaram de processos de aquisições como licitantes no período de 2009 a 2016. Entretanto, após excluir as empresas do setor financeiro e as empresas com ausência de dados para a construção das variáveis, restaram 86 empresas, 37 familiares e 49 não familiares, as quais realizaram 244 aquisições. Para identificar as aquisições corporativas e coletar as informações financeiras necessárias, utilizou-se a base de dados da *Thomson Reuters Eikon*. Destaca-se que foram consideradas como adquirentes as empresas que compraram 50% ou mais de ações ordinárias de outra, o que caracteriza a compra do controle acionário da empresa (Tanure e Cançado, 2005).

3.2 Variáveis Dependente, Independente de Interesse e de Controle

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

de cada empresa (Brown & Warner, 1985).

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

$$r_{i,t} = \ln \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) \quad (1)$$

onde:

r = taxa de retorno

P_t = preço logarítmico da ação da empresa i na data t ;

P_{t-1} = preço logarítmico da ação da empresa i na data $t-1$;

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}|X_t) \quad (2)$$

onde:

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

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

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

O retorno normal esperado pelo método de modelo de mercado é calculado utilizando os parâmetros de uma relação linear entre o retorno da ação e o retorno de mercado em um determinado período. Para isso, é preciso estabelecer uma janela de estimação diária anterior ao evento entre o retorno da ação da empresa e o retorno de mercado (neste estudo, utilizou-se o Índice Bovespa para o retorno de mercado). Essa janela deve ser extensa o suficiente para diluir possíveis discrepâncias de preços sem alterar a distribuição de frequência e não deve sobrepor o período do evento (Camargos & Barbosa, 2010). Com base nos trabalhos de André, Ben-Amar e Saadi (2014) e Ben-Amar e André (2006), estabeleceu-se uma janela de 200 dias (-240, -40), considerando a data do evento como o marco 0. Apresenta-se a fórmula dos retornos normais esperados:

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

Na qual: $E(\varepsilon_{i,t}) = 0$; portanto tem-se:

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

onde:

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

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

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

Por fim, o CAR é calculado pela somatória dos retornos anormais ao redor do evento. A

janela de evento deve ser pequena suficiente para aumentar o poder da análise do evento e suficientemente grande para incorporar o efeito de todo o evento (Du & Boateng, 2015).

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

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

onde:

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

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

Variável Independente de Interesse

É necessário diferenciar as empresas familiares das não familiares. Essa diferenciação é feita por meio de uma variável *dummy* na qual 1 representa as empresas familiares e 0 (zero) as empresas não familiares. Segundo Steiger, Duller e Hiebl (2015), não há, ainda, nenhuma definição exata para classificação de empresas como familiares, entretanto há, predominantemente, duas abordagens utilizadas em estudos empíricos para tal classificação: i) Abordagem de componente de envolvimento – classifica uma empresa como familiar (ou não) pelo envolvimento da família na empresa, que é medido pela influência no negócio por meio da propriedade, do controle e da gestão (Mazzi, 2011; Zellweger, Eddleston & Kellermanns, 2010); e ii) Abordagem essencial – classifica uma empresa como familiar se ela exibir comportamentos típicos ou se os membros da família envolvida se autodeclararem como empresa familiar.

Neste estudo, utilizou-se a combinação das duas abordagens. Verificou-se no item 6.3 do Formulário de Referência da empresa se há informações explícitas de autodeclaração da tipologia da empresa (abordagem essencial); e se a propriedade, o controle e a gestão da empresa (abordagem de componente de envolvimento) se enquadram nos critérios definidos pela Tabela 1, para classificação da empresa como familiar. Se pelo menos uma das abordagens for atendida, a empresa é classificada como familiar; caso contrário, é classificada como não familiar.

Tabela 1 - Classificação de empresas como familiares

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

Realização:

Fonte: Elaboração própria.

Variáveis de Controle

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

Apresenta-se na Tabela 2 a síntese das variáveis.

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

Variável Dependente			
Variável	Formulação	Sinal esperado	Autores
Retorno anormal acumulado – janelas de estimação -240, -40 (CAR3 e CAR20)	Retorno anormal acumulado (-3,3)		André, Ben-Amar e Saadi (2014); Ben-Amar e André (2006)
	Retorno anormal acumulado (-20,20)		
Variável Independente de Interesse			
Variável	Formulação	Sinal esperado	Autores
Empresa familiar ou não (familiar)	1 = empresa familiar 0 = empresa não familiar	+	Bauguess e Stegemoller (2008); Ben-Amar e André (2006); Bouzgarrou e Navatte (2013)
Variáveis de Controle			
Variável	Formulação	Sinal esperado	Autores
Oportunidades de crescimento (qtobin)	(Valor de mercado + dívida) / Valor contábil do ativo	+	Du e Boateng (2014); Gonec, Hermes e Sinderen (2013)
Endividamento (endiv)	Dívida / ativo	+	Bouzgarrou e Navatte (2013); Caprio, Croci e Del Giudice (2011); Gonec, Hermes e Sinderen (2013)
Reservas de caixa (caixa)	Caixa e equivalentes de caixa / ativo	-	Bouzgarrou e Navatte (2013); Caprio, Croci e Del Giudice (2011); Gonec, Hermes e Sinderen (2013)
Tamanho da empresa adquirente (lnativo)	Ln(ativo)	+	Caprio, Croci e Del Giudice (2011); Feito-Ruiz e Menéndez-Requejo (2008)
Status da empresa adquirida (status)	1 = empresa de capital aberto 0 = empresa de capital privado	-	Ben-Amar e André (2006); Bouzgarrou e Navatte (2013)
Tamanho do conselho administrativo (conselho)	Número de conselheiros administrativos	-	André, Ben-Amar e Saadi (2014); Ben-Amar e André (2006)
Rentabilidade dos ativos (roa)	Lucro líquido / ativo total médio	+	Du e Boateng (2014)

Fonte: Elaboração própria.

3.3 Modelagem Econométrica

Realização:

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

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

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

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

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

4 RESULTADOS

4.1 Estatística descritiva

Os dados foram *winsorizados* ao nível de 5% (com exceção das variáveis *dummy*) para suavizar as informações destoantes. A Tabela 3 mostra as estatísticas descritivas das variáveis antes e depois deste tratamento.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas das variáveis (exceto variáveis *dummy*)

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

Fonte: Dados da pesquisa.

Realização:



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

4.2 Análise Univariada

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

Tabela 4 – Resultados do teste *T-Student*

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

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

Fonte: Dados da pesquisa.

Os retornos anormais acumulados 7 dias ao redor dos eventos não se mostraram significativamente diferentes de 0 para a amostra total, para as empresas familiares e para as empresas não familiares, o que evidencia retornos anormais acumulados nulos. Já, para os 41 dias em torno do evento, percebe-se um retorno anormal acumulado de -1,23% significativo ao nível de 10% para o total da amostra, e de -2,90% para as empresas não familiares significativo ao nível de 1%. Tal achado vai ao encontro da literatura de que os resultados de aquisições de curto prazo são nulos ou negativos (King et al., 2004; Moeller, Schlingemann & Stulz, 2005).

4.3 Análise Multivariada

O objetivo deste tópico é investigar se a estrutura de propriedade (empresa familiar ou não familiar) influencia o desempenho das empresas que realizaram aquisições no período entre 2009 e 2016. A Tabela 5 apresenta os resultados da regressão múltipla.

Tabela 5 – Resultados da regressão múltipla

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

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

Fonte: Dados da pesquisa.

A variável de interesse *familiar* apresentou coeficientes de 0,0141 e 0,0501 estatisticamente significativos e positivos tanto para o retorno anormal acumulativo dos 7 dias em torno da aquisição (p-valor < 5%) quanto para o de 41 dias (p-valor < 1%), respectivamente. Ou seja, *ceteris paribus*, as empresas familiares tendem a ter retornos anormais acumulativos superiores de 1,41% nos 7 dias, em torno das aquisições, e de 5,01% nos 41 dias, em torno das aquisições, em relação às empresas não familiares. Deste modo, a Hipótese desta pesquisa não é rejeitada e os achados vão ao encontro dos trabalhos de Basu, Dimitrova e Paeglis (2008), Ben-Amar e André (2006), Bouzgarrou e Navatte (2013) e Feito-Ruiz e Menéndez-Requejo (2008).

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

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

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

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

A variável *q de tobin* não foi significativa em nenhum dos dois modelos, o que contradiz a relação esperada, porém vai ao encontro do trabalho de Gonec, Hermes e Sinderen (2013), que também não achou significância dessa variável para o retorno anormal acumulado. O *tamanho do conselho administrativo* apresentou coeficiente significativo ($p\text{-valor} < 10\%$) e negativo apenas para os CAR (-20,20). Esse coeficiente negativo vai ao encontro dos trabalhos de André, Ben-Amar e Saadi (2014) e Ben-Amar e André (2006), atestando que maiores conselhos geram menores retornos anormais acumulados devido a possíveis problemas de coordenação e comunicação. Por fim, a *rentabilidade sobre os ativos* não foi significativa para os modelos, não confirmando os achados de Du e Boateng (2014).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Há uma recente literatura internacional que destaca as diferenças entre as empresas familiares e não familiares em termos de investimentos, incluindo aquisições corporativas. Essas diferenças são explicadas pelas distintas relações de agência presentes nesses dois tipos de estrutura de propriedade. Com base nisso, este estudo teve como objetivo verificar se as aquisições realizadas por empresas familiares geram melhor desempenho do que aquelas realizadas por empresas não familiares e os resultados apontaram que as empresas brasileiras familiares tendem a ter desempenho superior com eventos de aquisições corporativas em relação às não familiares. Em suma, descobriu-se que o tipo de estrutura de propriedade e controle das empresas influencia as aquisições corporativas.

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

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

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

REFERÊNCIAS

- Adhikari, H. P., & Sutton, N. K. (2016). All in the family: The effect of family ownership on acquisition performance. *Journal of Economics and Business*, 88, 65-78.
- Ali, A., Chen, T. Y., & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1), 238-286.
- Allayannis, G., Lel, U., & Miller, D. P. (2012). The use of foreign currency derivatives, corporate governance, and firm value around the world. *Journal of International Economics*, 87(1), 65-79.
- André, P., Ben-Amar, W., & Saadi, S. (2014). Family firms and high technology mergers & acquisitions. *Journal of Management & Governance*, 18(1), 129-158.
- Basu, N., Dimitrova, L., & Paeglis, I. (2009). Family control and dilution in mergers. *Journal of Banking & Finance*, 33(5), 829-841.
- Bauguess, S., & Stegemoller, M. (2008). Protective governance choices and the value of acquisition activity. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 550-566.
- Ben-Amar, W., & André, P. (2006). Separation of ownership from control and acquiring firm performance: the case of family ownership in Canada. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(3-4), 517-543.
- Bennedsen, M., Pérez-González, F., & Wolfenzon, D. (2010). The governance of family firms. *Corporate Governance: a Synthesis of Theory, Research, and Practice*, 371-389.
- Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional wealth in family firms: theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research. *Family Business Review*, 25(3), 258-279.
- Bjursell, C. (2011). Cultural divergence in merging family businesses. *Journal of Family Business Strategy*, 2(2), 69-77.
- Bouzarrou, H., & Navatte, P. (2013). Ownership structure and acquirers performance: family vs. non-family firms. *International Review of Financial Analysis*, 27, 123-134.
- Brito, G. A. S., Batistella, F. D., & Famá, R. (2005). Fusões e aquisições no setor bancário: avaliação empírica do efeito sobre o valor das ações. *Revista de Administração-RAUSP*, 40(4).
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8(3), 205-258.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2005). Análise empírica da hipótese de maximização da riqueza dos acionistas nos processos de fusão e aquisição ocorridos no mercado de capitais brasileiro pós-plano real. *REGE Revista de Gestão*, 12(4), 33-53.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2009). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. *Revista de Administração de Empresas*, 49(2), 206-220.

Realização:



- Caprio, L., Croci, E., & Del Giudice, A. (2011). Ownership structure, family control, and acquisition decisions. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1636-1657.
- Cesari, A., Gonenc, H., & Ozkan, N. (2016). The effects of corporate acquisitions on CEO compensation and CEO turnover of family firms. *Journal of Corporate Finance*, 38, 294-317.
- Chen, H. L., & Hsu, W. T. (2009). Family ownership, board independence, and R&D investment. *Family Business Review*, 22(4), 347-362.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., & Shevlin, T. (2010). Are family firms more tax aggressive than non-family firms? *Journal of Financial Economics*, 95(1), 41-61.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 23(4), 19-19.
- Craninckx, K., & Huyghebaert, N. (2015). Large shareholders and value creation through corporate acquisitions in Europe. The identity of the controlling shareholder matters. *European Management Journal*, 33(2), 116-131.
- Diaz, B. D., & Azofra, S. S. (2009). Determinants of premiums paid in European banking mergers and acquisitions. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 1(4), 358-380.
- Du, M., & Boateng, A. (2015). State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms. *International Business Review*, 24(3), 430-442.
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.
- Feito-Ruiz, I., & Menéndez-Requejo, S. (2010). Family firm mergers and acquisitions in different legal environments. *Family Business Review*, 23(1), 60-75.
- Geppert, M., Dörrenbächer, C., Gammelgaard, J., & Taplin, I. (2013). Managerial Risk-taking in International Acquisitions in the Brewery Industry: Institutional and Ownership Influences Compared. *British Journal of Management*, 24(3), 316-332.
- Gonenc, H., Hermes, N., & van Sinderen, E. (2013). Bidders' gains and family control of private target firms. *International Business Review*, 22(5), 856-867.
- Haleblian, J. J., Kim, J. Y. J., & Rajagopalan, N. (2006). The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: evidence from the US commercial banking industry. *Academy of Management Journal*, 49(2), 357-370.
- Haleblian, J., Devers, C. E., McNamara, G., Carpenter, M. A., & Davison, R. B. (2009). Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: a review and research agenda. *Journal of Management*, 35(3), 469-502.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50.
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187-200.

- Machado, J. H., & Famá, R. (2011). Ativos intangíveis e governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 8(16), 89-110.
- Martinez, A. L., & Ramalho, G. C. (2014). Family firms and tax aggressiveness in Brazil. *International Business Research*, 7(3), 129.
- Mateev, M. (2017). Is the M&A announcement effect different across Europe? More evidences from continental Europe and the UK. *Research in International Business and Finance*, 40, 190-216.
- Mazzi, C. (2011). Family business and financial performance: current state of knowledge and future research challenges. *Journal of Family Business Strategy*, 2(3), 166-181.
- Mickelson, R. E., & Worley, C. (2003). Acquiring a family firm: A case study. *Family Business Review*, 16(4), 251-268.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201-228.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2005). Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. *The Journal of Finance*, 60(2), 757-782.
- Pasiouras, F., Tanna, S., & Gaganis, C. (2011). What drives acquisitions in the EU banking industry? The role of bank regulation and supervision framework, bank specific and market specific factors. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 20(2), 29-77.
- Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Shim, J., & Okamuro, H. (2011). Does ownership matter in mergers? A comparative study of the causes and consequences of mergers by family and non-family firms. *Journal of Banking & Finance*, 35(1), 193-203.
- Silva, A. da, Souza, T. R. de, & Klann, R. C. (2016). Tempestividade da informação contábil em empresas familiares brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 56(5), 489-502.
- Silva, J. O. D. (2015). *Remuneração variável de executivos em empresas familiares brasileiras*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, (São Paulo, Brasil).
- Tanure, B., & Cançado, V. L. (2005). Fusões e aquisições: aprendendo com a experiência brasileira. *RAE-revista de administração de empresas*, 45(2).
- Wong, Y. J., Chang, S. C., & Chen, L. Y. (2010). Does a family-controlled firm perform better in corporate venturing?. *Corporate Governance: An International Review*, 18(3), 175-192.
- Worek, M. (2017). Mergers and acquisitions in family businesses: current literature and future insights. *Journal of Family Business Management*, 7(2), 177-206.
- Yen, T. Y., & Andre, P. (2007). Ownership structure and operating performance of acquiring firms: the case of English-origin countries. *Journal of Economics and Business*, 59(5), 380-405.
- Zellweger, T. M., Eddleston, K. A., & Kellermanns, F. W. (2010). Exploring the concept of familiness: introducing family firm identity. *Journal of Family Business Strategy*, 1(1), 54-63.