

Compartilhamento de Membros do Conselho de Administração: Benefícios para o Mercado de Controle Corporativo?

HENRIQUE MACHADO BARROS
CENTRO UNIVERSITARIO FEI
hbarros@fei.edu.br

Compartilhamento de Membros do Conselho de Administração: Benefícios para o Mercado de Controle Corporativo?

1 Introdução

As operações de fusões e aquisições (F&As) são comuns na economia mundial há bastante tempo (ANDRADE; MITCHELL; STAFFORD, 2001). No Brasil, as F&As passaram a ser observadas com mais frequência a partir da década de 1990, quando o país passou pela implementação de políticas anti-inflacionárias e de ajustes macroeconômicos, e pela adesão às regras da OMC - Organização Mundial do Comércio, as quais levaram a maior abertura comercial e a um elevado volume de privatizações (MARION FILHO; VIEIRA, 2010). Tendo em vista a relevância das operações de F&As para as firmas e para a própria economia, esse fenômeno tem despertado o interesse da ‘academia’ há algum tempo e pesquisas de diferentes áreas (*i.e.*, economia, finanças e estratégia) têm revelado os determinantes e as implicações desse fenômeno (TUCH; O’SULLIVAN, 2007).

Contudo, apesar do esforço científico para se compreender melhor os antecedentes e as consequências das F&As, ainda existem lacunas no conhecimento a respeito de determinados aspectos desse fenômeno (KING *et al.*, 2004). Por exemplo, a vasta literatura sobre redes de relacionamento já mostrou que as interrelações sociais podem influenciar os processos de tomada de decisão e seus resultados. Todavia, ainda é bastante limitado o entendimento das implicações (para o desempenho das aquisições) da presença de um membro do conselho de administração da empresa adquirente no conselho de administração de outras empresas - fenômeno conhecido como entrelaçamento ou sobreposição de conselhos ou, no idioma inglês, *board interlock* (POVEL; SERTSIOS, 2014). Os efeitos do entrelaçamento de conselhos em operações de fusões e aquisições (M&As) começaram a receber mais atenção recentemente, especialmente na literatura de finanças (*e.g.*, CAI; SEVILIR, 2012; ISHII; XUAN, 2014). Na literatura de gestão, apesar do esforço inicial de Haunschild (1993) para explorar tal fenômeno, não parece que houve muito progresso desde então. A literatura de estratégia, em particular, tem dado mais ênfase a outras características da alta hierarquia organizacional (*i.e.*, *top management teams*) e seus efeitos no desempenho (*e.g.*, FINKELSTEIN; HAMBRICK; CANNELLA JR, 2009; SOUITARIS; MAESTRO, 2010). Contudo, tendo em vista a relevância das operações de F&As para o desempenho das organizações e o interesse da área de estratégia por entender os determinantes do melhor desempenho das organizações, esforços que permitam uma maior compreensão sobre os efeitos do *board interlock* no desempenho das aquisições são necessários (ZHU, 2013).

Portanto, este artigo contribui de algumas formas para o avanço do conhecimento sobre os efeitos do *board interlock* no desempenho das aquisições. Em primeiro lugar, até onde se sabe, este é um dos primeiros trabalhos que analisa esse fenômeno em um contexto de maior fragilidade institucional, onde os custos para se obter informação no mercado tendem a ser maiores e, portanto, torna o *board interlock* particularmente relevante como fonte de informação. Em segundo lugar, partindo do pressuposto de que informação de qualidade pode ser gerada não somente quando o conselheiro senta simultaneamente no conselho da adquirente e da adquirida, o presente trabalho não impõe restrições quanto à natureza da outra empresa na qual o conselheiro da empresa adquirente também tem um assento. Assim, esta pesquisa analisa a influência do *board interlock* de forma ampla. Por último, mas não menos importante, tendo em vista que é sabido que membros independentes (*i.e.*, externos¹) do conselho de administração, além de agirem como monitores dos gestores, também atuam como assessores desses gestores nas decisões estratégicas (PFEFFER; SALANCIK, 1978; SCHWARTZ-ZIV; WEISBACH, 2013) e estão menos sujeitos a se comportarem contra os interesses dos acionistas (DEUTSCH; KEIL; LAAMANEN, 2007, 2011), este trabalho avalia

se o *interlock* a partir de conselheiros independentes também impacta no desempenho das operações de F&As.

Para tanto, foram analisadas as operações de M&As no Brasil entre os anos de 2010 e 2012 e que tinham em seu conselho de administração membros que faziam parte de, pelo menos, um outro *board*. Ainda que o período estudado seja relativamente curto, o escopo temporal retrata o momento no qual informações mais confiáveis sobre a estrutura de governança das firmas de capital aberto no Brasil estão disponibilizadas de forma mais padronizada em função de mudanças regulatórias. O presente trabalho está organizado em seis seções. A segunda seção contempla a literatura sobre os antecedentes e os efeitos das fusões e aquisições no desempenho das firmas assim como formula hipóteses sobre os efeitos do *board interlock* no desempenho das aquisições. Na terceira seção, o método de pesquisa empregado é detalhado e na quarta seção são apresentados os resultados da pesquisa. A quinta seção discute os resultados à luz da literatura existente. Por fim, na sexta seção, as conclusões desta pesquisa são apresentadas, incluindo as implicações para a teoria e para a prática assim como as limitações deste trabalho e as sugestões para pesquisas futuras.

2 Fundamentação Teórica

Apesar das diferentes justificativas para a ocorrência das F&As, segundo Halebian *et al.* (2009), os determinantes desse fenômeno podem ser agrupados de quatro maneiras principais: i) o interesse na criação de valor para o acionista; ii) os fatores do ambiente de negócios; iii) as características da organização; e iv) o interesse específico dos executivos. Com relação a este último determinante, a literatura trata esse comportamento como uma potencial ameaça à criação de valor ao acionista. Tal perspectiva é decorrente da suposição de que o interesse dos executivos nas F&As está no fato de que seus ganhos pecuniários são proporcionais ao tamanho da firmas, mas que tais operações não são necessariamente acompanhadas por maiores retornos aos acionistas. De fato, existem evidências de que CEOs altamente remunerados, mesmo que por *stock options*, geralmente apresentam grande envolvimento com operações de aquisições, independentemente do desempenho (DEUTSCH; KEIL; LAAMANEN, 2007; HARFORD; LI, 2007). Tal ganância também pode ser acompanhada pelo excesso de confiança por parte dos executivos que tendem a superestimar suas habilidades de gerar retornos (MALMENDIER; TATE, 2005). Além disso, as aquisições são muitas vezes justificadas pela diversificação de risco da firma, mas que, na realidade, visam a diversificar o risco de empregabilidade dos executivos (AMIHUD; LEV, 1981). O desalinhamento de interesses entre acionistas (*i.e.*, maiores retornos) e executivos (*i.e.*, menor risco) é o que configura o clássico problema de agência (FAMA; JENSEN, 1983; JENSEN, 1986) gerado pelo fato do principal (*i.e.*, acionista) e do agente (*i.e.*, executivo) possuírem níveis distintivos de aversão ao risco (EISENHARDT, 1989). Desse modo, é de se esperar que as aquisições que visem a maior diversificação do risco (*i.e.*, aquisições não-relacionadas), gerem piores retornos do que as aquisições com maior potencial de criação de sinergias – *i.e.*, aquisições relacionadas (BANERJEE; ECKARD, 1998; KLEIN, 2001).

Como forma de atenuar os problemas de agência causados pela assimetria de interesses, o conselho de administração pode ser utilizado como um dispositivo para assegurar os interesses dos acionistas (FAMA; JENSEN, 1983). Quando o conselho fornece informações importantes e consistentes, os altos executivos envolvem-se de forma mais alinhada com os interesses dos investidores. Nesse sentido, mecanismos de governança corporativa têm, dentre outras coisas, o objetivo proteger os investidores da expropriação pelos agentes internos da organização (LA PORTA *et al.*, 2000). O quadro de conselheiros também desempenha uma função importante em relação à reputação de uma empresa. DiMaggio e Powell (1983) citam que a legitimidade de uma empresa está associada aos integrantes de seu conselho de

administração, que pode ser considerado uma fonte de confiança. Por exemplo, um banco pode ficar mais disposto a emprestar dinheiro a uma organização se acreditar que o *board* dessa organização é composto por indivíduos de reputação exemplar.

O *board* das empresas tem diferentes configurações; geralmente, de acordo com o tamanho delas. Por exemplo, empresas menores costumam ter em seu conselho o dono da empresa, alguns familiares e até alguns gestores; já empresas maiores e, principalmente, empresas com níveis de governança melhores possuem tanto conselheiros externos quanto internos (MIZRUCHI, 1996). Os conselheiros internos são considerados aqueles que fazem parte da firma, podendo ser o CEO ou outros altos executivos ou gestores da organização. Já os conselheiros externos, também chamados de membros independentes ou, ainda, conselheiros profissionais, são aqueles que não trabalham na empresa, como por exemplo, indivíduos de bancos ou financeiras, representantes de blocos acionários ou, simplesmente, profissionais independentes credenciados (KIM; HALEBLIAN; FINKELSTEIN, 2011; PENG; BUCK; FILATOTCHEV, 2003). No entanto, uma pessoa afiliada a uma organização pode ocupar uma posição no conselho de administração de outra empresa e qualquer um que participe de pelo menos dois *boards* diferentes cria um *interlock* entre as duas organizações. Por um lado, o *interlock* pode ser interpretado como forma de monitoramento das organizações pelos *stockholders* e *stakeholders*. Por exemplo, representantes de bancos quando no *board* de outras empresas tendem a permanecer nessa posição quando em períodos de baixos resultados (EISENHARDT, 1989; MIZRUCHI, 1982). Por outro lado, as informações obtidas via *board interlock* podem ser relevantes para as decisões de uma empresa focal cujos membros do conselho sentam no conselho de outras organizações. Além disso, as informações obtidas por meio do *board interlock* podem ter maior influência nas decisões estratégicas da empresa focal do que outros meios de informação (HAUNSCHILD; BECKMAN, 1998). No entanto, as implicações desse fenômeno (*i.e.*, *board interlock*) ainda não são bem compreendidas nos contextos de F&As (ZHU, 2013), especialmente em ambientes institucionais mais frágeis (MENDES-DA-SILVA, 2011).

2.1 Sobreposição de Conselhos e Desempenho das Aquisições

A literatura norteada pela sociologia organizacional sugere que, devido principalmente a sua rede de contatos e seu conhecimento, o conselho de administração é um componente fundamental da estrutura organizacional (SANTOS; DA SILVEIRA, 2007). Quando empresas compartilham membros do conselho, é natural que haja maior troca de informações (ainda que indireta) e de conhecimento entre elas. Nesse sentido, a sobreposição de conselhos pode ser considerada um veículo para a disseminação de informações entre as empresas. Davis (1991), por exemplo, identificou que empresas adotavam práticas de defesa contra ofertas de aquisição por outras empresas, como as *poison pills*, quando a empresa focal apresentava um membro do conselho com assento em outra empresa que já havia adotado tal prática. Palmer, Jennings e Zhou (1993), por sua vez, observaram a adoção da estrutura multidivisional por empresas conectadas via o *board interlock*. Assim, o entrelaçamento de conselhos permite que uma organização obtenha informações sobre as decisões de outras empresas. Não à toa, o conselheiro, muitas vezes, é escolhido não somente pela sua qualificação e experiência, mas também pelos relacionamentos profissionais que possui (SCHONLAU; SINGH, 2009). Os conselheiros que fazem parte de diferentes *boards* têm a oportunidade de aprender, por exemplo, sobre questões de âmbito estratégico, elementos de negociação intra e inter-firmas, aspectos relacionado às operações de aquisição (e como se preparar para elas), assuntos legais e outras assessorias. Desse modo, o entrelaçamento de conselhos entre as firmas pode influenciar diferentes dimensões organizacionais, como as áreas de operações, de pesquisa e desenvolvimento, de vendas e de marketing

(FINKELSTEIN; HAMBRICK; CANNELLA JR, 2009; HAUNSCHILD, 1993). Portanto, o *board interlock* possibilita a difusão de práticas gerenciais e de padrões de comportamentos entre as firmas, sendo um mecanismo de transferência de conhecimento (HAUNSCHILD, 1993).

Todavia, mais do que servir como um conduíte de informações, o compartilhamento de conselheiros entre as firmas pode ser determinante para o tipo e a qualidade da informação. A natureza da informação que é transferida de uma organização para outra depende do contexto ou da necessidade da parte interessada. Por exemplo, *interlocks* entre firmas na mesma indústria são mais favoráveis à troca de informações sobre novas tecnologias e sobre o desenvolvimento de novos produtos; por sua vez, *interlocks* entre firmas de diferentes indústrias podem influenciar decisões sobre investimentos em diferentes mercados e, assim, contribuir para a diversificação das firmas (CHEN; DYBALL; WRIGHT, 2009). No contexto das aquisições, a sobreposição de conselhos permite que a empresa adquirente analise a empresa-alvo com base em um repertório maior de fontes de conhecimento. Por exemplo, através do conhecimento das reais capacidades da empresa-alvo, a empresa adquirente pode antecipar melhor as possíveis sinergias que podem ser criadas. Ou seja, o *interlock* pode diminuir a assimetria de informação entre a adquirente e a empresa-alvo e, assim, fazer com que esta seja avaliada mais corretamente. Nesse sentido, o preço da oferta para a compra da empresa-alvo acaba sendo mais consistente, evitando o pagamento de um prêmio alto e, conseqüentemente, evitando um baixo desempenho da adquirente após o anúncio da operação. De fato, Schonlau e Singh (2009) evidenciaram que o *board interlock* possibilita um maior acesso às informações relevantes a uma aquisição. Além disso, se um conselheiro da empresa adquirente está também no *board* da empresa-alvo, a possibilidade de outro competidor adquirir a empresa-alvo é menor. Isso diminui a possibilidade de leilão e, conseqüentemente, aumenta a probabilidade da adquirente criar valor com a aquisição (CAI; SEVILIR, 2012).

É esperado, portanto, uma relação positiva entre o *board interlock* e o desempenho das firmas que realizam aquisições. Isso é ainda mais relevante quando as empresas estão inseridas em mercados de maior incerteza, como nos países menos desenvolvidos, onde as ‘regras do jogo’, ainda em processo de definição, potencializam as falhas de mercado (NORTH, 1990). Tendo em vista que em países emergentes o nível de incerteza do ambiente de negócios tende a ser maior em função de instabilidades macroeconômicas e políticas (HOSKISSON *et al.*, 2000), é esperado que o *board interlock* também seja relevante nesse contexto, especialmente pela carência (em comparação com mercados mais desenvolvidos) de fontes de informação capazes de apoiar as organizações a tomarem decisões. Ou seja, as conexões sociais oriundas do *interlock* atenuam os possíveis efeitos negativos dos ambientes de negócios nos quais a disponibilidade de informação é mais limitada (NICHOLSON; ALEXANDER; KIEL, 2004). Portanto, é possível formular a seguinte hipótese para empresas em mercados com instituições menos desenvolvidas, como o Brasil:

Hipótese 1a: *O entrelaçamento de conselhos de administração está positivamente relacionado ao desempenho das aquisições.*

As conexões sociais entre as elites organizacionais podem ocorrer tanto por meio dos conselheiros internos quanto por meio dos conselheiros externos. No entanto, os conselheiros externos (ou independentes) costumam apresentar um maior número de *interlocks* quando comparados aos conselheiros internos. Isso ocorre porque os conselheiros internos já têm seus tempos preenchidos pelas atividades da própria empresa (SANTOS; DA SILVEIRA, 2007). O conselheiro independente atua no conselho de administração como defensor dos interesses dos acionistas uma vez que sua presença não gera o típico conflito de agência no qual o membro do conselho tem suas decisões movidas por interesses (*e.g.*, vaidade, maior remuneração, diversificação de risco de empregabilidade) contrários aos interesses dos

acionistasⁱⁱ (HILLMAN; DALZIEL, 2003). Portanto, não é à toa que as boas práticas de governança corporativa recomendam que o conselho seja composto, em sua maioria, por conselheiros externos/ independentes. Segundo Zattoni e Cuomo (2008), o princípio da independência dos *boards* é central ao processo de governança corporativa. Ou seja, entende-se que um maior número de membros independentes resultará em uma melhor avaliação das decisões a serem tomadas. Por exemplo, o trabalho de Dahya e McConnell (2005) encontrou evidências de que quando o CEO é nomeado por um conselho com maior número de membros independentes, os retornos médios das firmas são superiores do que quando o CEO é nomeado por um conselho com maior quantidade de conselheiros internos.

Além da importância do membro independente como instrumento de monitoramento, este conselheiro contribui para a melhora na qualidade das decisões a serem tomadas quando uma empresa está num processo de aquisição; seu conhecimento, sua experiência e sua vivência em outras organizações podem contribuir para uma melhor avaliação das condições da aquisição, além de auxiliar na identificação das implicações de longo prazo da transação para a estratégia da empresa (DEUTSCH; KEIL; LAAMANEN, 2007, 2011). Logo, o membro independente, além de agir como monitor dos gestores, também atua como assessor (PFEFFER; SALANCIK, 1978) e a natureza (independente) do conselheiro externo faz o *interlock* funcionar de forma menos enviesada (SHROPSHIRE, 2010). Portanto, considerando que o evento de negociação de uma empresa envolve um volume elevado e complexo de informações, a presença dos membros independentes ajudam no melhor entendimento e na análise mais ampla da situação, aumentando a chance das decisões da aquisição serem mais eficazes (MCDONALD; WESTPHAL; GRAEBNER, 2008).

Os membros independentes, tipicamente, demonstrando um maior zelo por suas reputações e estando menos sujeitos aos conflitos de interesses com os acionistas (NGUYEN; NIELSEN, 2009), possuem competências técnicas, gerenciais e de tomada de decisão que, aliadas às suas experiências profissionais e redes de contatos, colaboram para que as decisões tomadas sejam de qualidade superior. Desse modo, não surpreende que as evidências empíricas tenham corroborado os benefícios do conselheiro independente para o desempenho das organizações, indicando que as firmas com conselhos com predominância de membros independentes são mais suscetíveis a apresentar retornos superiores (BYRD; HICKMAN, 1992). Assim, a natureza (interna vs. externa) do conselheiro da adquirente, que tem assento no conselho de outras empresas, pode estar relacionada ao desempenho da aquisição de tal modo que:

Hipótese 1b: *O entrelaçamento de conselhos de administração está positivamente relacionado ao desempenho das aquisições quando o interlock ocorre por meio de um membro independente.*

3 Metodologia

3.1 Dados

Os dados sobre fusões e aquisições foram obtidos a partir da base de dados Thomson Reuters. Tendo em vista os objetivos da pesquisa, a amostra foi limitada às empresas brasileiras compradoras e cujas operações de compra já tinham sido finalizadas (*i.e.*, completas). Da mesma forma, a amostra se limitou às empresas de capital aberto sendo que a empresa compradora deveria possuir menos de 50% da empresa alvo antes da conclusão do negócio assim como, após a compra ter sido concluída, deveria ter mais de 50% de modo a caracterizar uma mudança no controle de empresa adquirida. Na amostra final, a média de ações em posse da adquirente após o negócio foi de 88,7% do total da empresa adquirida. Já as informações financeiras (*i.e.*, retornos das ações) foram obtidas a partir da base de dados Economatica. Para calcular o desempenho da aquisição para esta pesquisa, as empresas

compradoras deveriam ter ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (na época da coleta de dados ‘BM&FBovespa’, mas agora ‘B3’) nos 3 dias (-1,+1) ao redor a data do anúncio do evento. Para as informações sobre os conselhos das empresas, foram utilizados os dados presentes nos Formulários de Referência disponibilizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Mais especificamente, a seção sobre ‘composição e experiência profissional da administração’ permitiu a identificação dos membros do conselho de administração de uma firma que também faziam parte do conselho de outra firma.

O período de análise foi de janeiro de 2010 a dezembro de 2012 tendo em vista que as informações sobre a composição do conselho das firmas de capital aberto foram normatizadas a partir de 2010 (Instrução nº 480 de 07 de dezembro de 2009 da CVM - Comissão de Valores Mobiliários). Sendo assim, em função das restrições do desenho amostral, a amostra da presente pesquisa contempla 103 eventos de aquisição de 2010 a 2012 (inclusive) envolvendo 53 firmas diferentes, já que algumas empresas realizaram mais de uma aquisição no período, e um total de 405 conselheiros. Uma breve análise exploratória dos dados revelou que enquanto os conselheiros estudados são, em sua maioria (*i.e.*, 80%), membros internos à organização, a maior parte (*i.e.*, 60%) dos conselhos de administração possuía, pelo menos, um membro externo.

3.2 Variáveis

Variável resposta. No caso das aquisições, espera-se que, após o anúncio da operação, o mercado precifique a ação das empresas em função das expectativas referente ao anúncio. O anúncio da aquisição, portanto, deve mudar as expectativas de retorno do investimento das ações das empresas envolvidas na operação e essa mudança no retorno é chamada de retorno anormal (FINKELSTEIN; HALEBLIAN, 2002). O retorno anormal pode ser expresso por:

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t}) \quad (1)$$

sendo que,

- RA_{i,t} = retorno anormal da ação i no período t;
- R_{i,t} = retorno da ação i no período t;
- R_{m,t} = retorno da carteira de mercado (Ibovespa) no período t;
- α_i = intercepto da ação i; e
- β_i = coeficiente de regressão da ação i.

O retorno das ações (R_{i,t}) foi calculado a partir da variação simples do preço da ação, ou seja, $\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) - 1$. Os dados são diários e α e β foram calculados em uma janela de 240 dias antes da negociação (padrão adotado para um ano corrente). A partir do cálculo do retorno anormal, calculou-se o Retorno Anormal Acumulado (RAA ou, do inglês, *Cumulative Abnormal Return - CAR*) conforme abaixo, ou seja, o retorno total durante o período de um dia antes até um dia após o anúncio da aquisição (-1, +1).

$$RAA_{-1+1} = \sum_{t=-1}^{t=1} RA_{it} \quad (2)$$

Variáveis Independentes. Para testar a hipótese 1 foi criada uma variável binária que representaria a condição da empresa focal possuir pelo menos um integrante do seu conselho de administração presente no conselho de outras firmas, sendo igual a um quando esta situação acontecia e igual a zero, caso contrário. Para testar as hipóteses 2 e 3, duas novas variáveis *dummies* foram criadas com vistas a retratar a existência de *board interlock* oriundo de diferentes membros do conselho da empresa focal (adquirente), quais sejam: i) *interlock* a partir de conselheiros externos (*i.e.* independentes) apenas; e ii) *interlock* a partir de conselheiros internos (*i.e.*, executivos) apenas.

Variáveis de Controle. Com vistas a separar o efeito do *interlock* de outros possíveis efeitos no desempenho das aquisições, o modelo empregado nas análises estatísticas procurou controlar por outros possíveis fatores intervenientes reportado pela literatura especializada. A quantidade de variáveis controle, porém, não foi extensa em função do tamanho da amostra não ser grande. Assim, foram empregados controles que regularmente aparecem na literatura de finanças e estratégia, quais sejam:

- *Aquisição relacionada:* negócios relacionados permitem a empresa adquirida explorar melhor as potenciais sinergias entre as empresas (HALEBLIAN *et al.*, 2009). Assim, foi construída uma variável binária que indica se a empresa adquirente e a adquirida atuam no mesmo ramo de negócios, tendo valor igual a 1 (um) quando os quatro primeiros dígitos SIC (Standard Industrial Classification) de ambas forem iguais e 0 (zero) se contrário. A comparação entre os códigos SIC é uma medida comum para checar a relação de *relatedness* (semelhança) entre negócios de duas empresas.
- *Valor da transação:* o valor da empresa adquirida afeta o desempenho da aquisição. É reportado na literatura que grandes aquisições destroem mais valor do que aquisições menores (LODERER; MARTIN, 1990; MALMENDIER; TATE, 2005). Esta variável foi construída aplicando-se o logaritmo neperiano ao valor pago à empresa alvo (em reais). A transformação logarítmica foi utilizada para permitir que a suposição de linearidade entre as variáveis dependente e de controle não fosse violada (requisito da técnica estatística empregada).
- *Tamanho relativo:* empresas menores costumam realizar aquisições melhores do que empresas maiores (MOELLER; SCHLINGEMANN; STULZ, 2004). No entanto, se a empresa adquirida for muito grande em comparação com a empresa adquirente, esta pode ter mais dificuldades para integrar os negócios e explorar os recursos da empresa adquirida (CAPRON; DUSSAUGE; MITCHELL, 1998; KING; SLOTEGRAAF; KESNER, 2008). No limite, esta variável controla o fato da aquisição ter sido decorrente do “gerencialismo”, termo cunhado para caracterizar o fato de quando um gestor opta por uma aquisição apenas para benefício próprio deixando de lado os interesses dos acionistas (SETH; SONG; PETTIT, 2000). Esta variável foi criada por meio da divisão do valor da transação pelo valor da empresa adquirente antes do período de análise do retorno anormal.
- *Tamanho do conselho:* pesquisas anteriores sugerem que conselhos de administração com menos integrantes são mais hábeis para contribuir com a criação de valor (YERMACK, 1996). Embora isso não pareça ser decorrente do maior envolvimento deles com as decisões estratégicas (RUIGROK; PECK; KELLER, 2006), acredita-se que conselhos menores (*i.e.*, com menos integrantes) sejam capazes de monitorar melhor as decisões dos executivos (ZAHRA; PEARCE, 1989). Portanto, este fenômeno foi controlado no modelo estimado e isso ocorreu por meio de uma variável que retratou a quantidade de integrantes do *board* da empresa adquirente.
- *Grau de independência* (do conselho): também existem evidências de que a composição do *board* (*i.e.*, a presença de membros independentes) também afeta as decisões tomadas. Em particular, conselhos de administração nos quais há uma maior presença de membros externos à organização tendem a ser mais ativos no monitoramento dos executivos (HAYWARD; HAMBRICK, 1997; HERMALIN; WEISBACH, 1991, 1998; ZATTONI; CUOMO, 2008). Assim, este efeito foi controlado por meio de uma variável construída a partir da diferença entre o percentual de membros do conselho (da empresa adquirente) que são de fora da organização e o percentual de membros do conselho que são de executivos da firma.

Cabe destacar que em função do tamanho da amostra, o modelo foi especificado sem incorporar muitas variáveis de controle já que, se assim o fizesse, comprometeria o número de graus de liberdade do modelo, ou seja, limitaria o número mínimo de coordenadas independentes para especificar o sistema (i.e. o número de observações menos o número de relações necessárias entre essas observações). E tal limitação poderia resultar em análises estatísticas com estimadores pouco eficientes (WOOLDRIDGE, 2010). Para tanto, foram selecionadas como controle as variáveis comumente encontradas na literatura de estratégia especializada em fusões e aquisições e/ou governança corporativa. No entanto, para evitar problemas de má especificação dos modelos, foram realizados testes para se detectar se havia omissão de variáveis (apresetados na seção de resultados).

3.3 Abordagem estatística

Para entender a relação entre as variáveis de interesse, foi empregada a análise de regressão múltipla a partir da qual são estimadas as relações entre a variável dependente (i.e., desempenho da aquisição, medido pelo RAA ou, do idioma inglês, CAR) e as demais variáveis. Os parâmetros do modelo são estimados pela técnica dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) que permite, sob determinadas condições, o melhor ajuste para um conjunto de dados (GUJARATI, 2006). A Tabela 1 permite a constatação de que as variáveis especificadas no modelo apresentam correlações fracas umas com as outras e, portanto, os resultados do modelo estimado não são afetados por multicolinearidade. Chama a atenção, porém, que o tamanho do conselho está negativamente relacionado ao desempenho da aquisição (i.e., RAA). Analogamente, o maior grau de independência está relacionado ao menor valor pago nas transações. Tais aspectos reforçam a importância do tamanho e da composição do conselho nas boas práticas de governança corporativa.

Tabela 1
Matriz de correlação

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(1) RAA	1,0000						
(2) Aquisição relacionada	0,2508**	1,0000					
(3) Valor da transação (Ln)	0,1987**	-0,1498	1,0000				
(4) Tamanho relativo	0,1437	-0,0332	0,5479***	1,0000			
(5) Tamanho do board	-0,2189**	-0,0631	0,1813*	0,0565	1,0000		
(6) Independência do board	-0,0492	0,1433	-0,3116***	-0,1130	-0,1209	1,0000	
(7) Board interlock	0,1390	0,1263	0,0768	0,0113	0,0835	0,3066***	1,0000

*p<0,10; **p<0,05; ***p<0,01

4 Análise dos Resultados

4.1 Análise exploratória e resultados das regressões

A estatística descritiva (Tabela 2) das variáveis utilizadas na presente pesquisa indica que mais da metade das empresas da amostra optaram por adquirir outras empresas em setores diferentes. O valor médio das aquisições, entretanto, não foi tão grande quando comparado com o tamanho (i.e., valor) médio das empresas que realizaram a aquisição. A Tabela 2

também sugere que, pelo menos na amostra estudada, a elite corporativa das empresas adquirentes costuma compor a elite corporativa de outras firmas. Em análise subsequente, foi possível detectar que cerca de um terço dos entrelaçamentos dos conselhos de administração ocorreu por meio de um membro independente.

Tabela 2
Estatística Descritiva

Variável	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Max
<i>RAA</i>	103	0,0093	0,0405	-0,0922	0,1728
<i>Aquisição relacionada</i>	103	0,4175	0,4956	0	1
<i>Valor da transação (Ln)</i>	103	11,5806	2,2059	2,6390	18,2670
<i>Tamanho relativo</i>	103	0,0689	0,1433	3,57e-06	0,7818
<i>Tamanho do board</i>	103	7,6214	2,1056	3	13
<i>Independência do board</i>	103	-0,6384	0,3796	-1	1
<i>Board interlock</i>	103	0,6990	0,4609	0	1

A Tabela 2 indica que o tamanho médio dos conselhos das empresas adquirentes da amostra está dentro do recomendado pelo Código de Melhores Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009), que é de 5 a 11 membros, entre presidente, conselheiros internos e externos, ainda que uma análise mais detalhada tenha revelado que 24,5% dos conselhos não estariam alinhados com tal recomendação. Por outro lado, é interessante notar também que os conselhos de administração das empresas estudadas não são tão independentes, isto é, as empresas da amostra possuem conselhos que se caracterizam mais pela presença de executivos da própria organização do que pela presença de conselheiros externos.

Antes de se testar se as conexões sociais do conselho de administração tinham algum efeito na criação de valor das aquisições, foi testado se os retornos anormais das aquisições seriam iguais à zero. Os resultados da análise da média dos retornos anormais via teste *t* demonstram um p-valor abaixo de 5% (*i.e.*, 2,11%), ou seja, é possível depreender que os retornos anormais das aquisições são diferentes de zero. A partir daí, foram estimados vários modelos (Tabela 3), partindo do modelo com apenas as variáveis de controle (modelo 1). De modo geral, os resultados entre os modelos são consistentes. Cabe observar, porém, que há uma variação no nível de significância estatística do efeito do valor da transação. Isso, entretanto, não descaracteriza a relevância desse efeito para o desempenho das aquisições. A inserção de novas variáveis no modelo reduz o número de graus de liberdade, alterando, assim, o formato da função densidade de probabilidade da distribuição *t* de Student, que passa a ter uma cauda mais longa. Com isso, o número de desvios padrão da média, necessário para que a distribuição contenha 95% da área da distribuição *t*, aumenta.

Os resultados sugerem que os principais determinantes para o desempenho das aquisições no Brasil são i) o tipo de aquisição que a empresa realiza, ii) o preço que a empresa adquirente paga pela aquisição, e iii) o tamanho do conselho de administração das empresas. Mais especificamente, os resultados ratificam que aquisições no mesmo setor têm mais potencial para criação de valor assim como aquisições que não envolvem valores vultosos. Os resultados reforçam em alguma medida a importância das boas práticas de governança corporativa uma vez que empresas com conselhos de administração muito populosos tendem

a não fazer escolhas, no momento que necessitam adquirir outras organizações, capazes de criar valor.

Tabela 3

Efeitos do *board interlock* no desempenho das aquisições no Brasil

Covariates	Retorno Anormal Acumulado [-1;+1]			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Aquisição relacionada</i>	0,0229 (0,0076)***	0,0216 (0,0077)***	0,0225 (0,0077)***	0,0216 (0,0077)***
<i>Valor da transação (Ln)</i>	0,0049 (0,0021)**	0,0043 (0,0022)*	0,0048 (0,0022)**	0,0043 (0,0022)*
<i>Tamanho relativo</i>	0,0049 (0,0311)	0,0079 (0,0311)	0,0045 (0,0313)	0,0077 (0,0313)
<i>Tamanho do conselho</i>	-0,0049 (0,0018)***	-0,0051 (0,0018)***	-0,0049 (0,0018)***	-0,0052 (0,0018)***
<i>Independência do board</i>	-0,0038 (0,0104)	-0,0090 (0,0110)	-0,0067 (0,0133)	-0,0097 (0,0134)
<i>Board interlock</i>		0,0119 (0,0087)		
<i>Board interlock de membros internos</i>				0,0118 (0,0089)
<i>Board interlock de membros externos</i>			0,0040 (0,0115)	0,0127 (0,0132)
Constante	-0,0222 (0,0255)	-0,0250 (0,0254)	-0,0239 (0,0260)	-0,0254 (0,0260)
<i>N</i>	103	103	103	103
F-statistic	4,3516***	3,9703***	3,6145***	3,3689***
R2	0,1832	0,1988	0,1843	0,1989
R2-adjusted	0,1411	0,1487	0,1333	0,1398

*p<0,10; **p<0,05; ***p<0,01

Os efeitos do *board interlock* nos retornos anormais das firmas adquirentes foram testados nos modelos 2, 3 e 4 (Tabela 3). Em particular, o modelo 2 testa a hipótese 1a de que o *board interlock* está positivamente relacionado ao desempenho das aquisições e os modelos 3 e 4 testam a hipótese 1b referente ao efeito, também positivo, do *interlock* de um membro independente do *board* no desempenho das aquisições. Os resultados, porém, não se mostram alinhados às expectativas preconizadas pela fundamentação teórica empregada neste trabalho. Cabe observar que, no modelo 4, os coeficientes que retratam o *interlock* dos *boards* apresentam magnitudes diferentes (*i.e.*, maior efeito do entrelaçamento quando este ocorre por meio de membros externos). Todavia, como os coeficientes não são estatisticamente diferentes de zero, não é possível afirmar que tal efeito ocorra. Assim, o que os resultados parecem indicar é que as conexões sociais dos membros da alta cúpula das organizações não contribuem para que elas criem valor por meio das aquisições que realizam, ou seja, os resultados rejeitam as hipóteses formuladas neste trabalho.

4.2 Testes de robustez

Os resultados encontrados são, de certo modo, surpreendentes, o que naturalmente leva ao questionamento da estratégia empírica empregada na pesquisa. Um possível problema

poderia estar relacionado à violação da suposição de homoscedasticidade. Assim, aplicou-se o teste de Breusch e Pagan (1979) para heteroscedasticidade aos modelos 2, 3 e 4, mas os resultados não permitiram rejeitar a hipótese nula de variância constante em nenhum dos modelos, ou seja, não foi detectada heteroscedasticidade (i.e. $\chi^2=1,25/ p=0,2627$; $\chi^2=2,05/ p=0,1527$; $\chi^2=1,25/ p=0,2639$, respectivamente). Da mesma forma, ainda que a matriz de correlação (Tabela 1) não tenha sugerido a existência de multicolinearidade, foram calculados os fatores de inflação de variância (VIF) dos modelos 2, 3 e 4. Todos os VIFs das variáveis foram inferiores a cinco e os VIFs médios de cada modelo foram próximos de um (1,29; 1,45; 1,55, respectivamente). Portanto, essas evidências reforçam o que a matriz de correlação já indicava, isto é, não há um problema de aumento da variância dos coeficientes de regressão em função dos regressores estarem correlacionados.

Tabela 4

Efeitos do board interlock no desempenho das aquisições no Brasil, controlando por ano da aquisição

Covariates	Retorno Anormal Acumulado [-1;+1]			
	(1.1)	(2.1)	(3.1)	(4.1)
<i>Aquisição relacionada</i>	0,0220 (0,0079)***	0,0215 (0,0079)***	0,0217 (0,0080)***	0,0214 (0,0080)***
<i>Valor da transação (Ln)</i>	0,0047 (0,0022)**	0,0043 (0,0022)*	0,0046 (0,0022)**	0,0043 (0,0022)*
<i>Tamanho relativo</i>	0,0098 (0,0317)	0,0103 (0,0317)	0,0093 (0,0319)	0,0102 (0,0319)
<i>Tamanho do conselho</i>	-0,0049 (0,0018)***	-0,0052 (0,0018)***	-0,0050 (0,0018)***	-0,0052 (0,0018)***
<i>Independência do board</i>	-0,0042 (0,0105)	-0,0086 (0,0111)	-0,0065 (0,0133)	-0,0091 (0,0135)
<i>Board interlock</i>		0,0106 (0,0092)		
<i>Board interlock de membros internos</i>				0,0105 (0,0094)
<i>Board interlock de membros externos</i>			0,0033 (0,0115)	0,0113 (0,0136)
Constante	-0,0236 (0,0256)	-0,0257 (0,0256)	-0,0250 (0,0262)	-0,0260 (0,0261)
<i>Dummies de Ano</i> ^a	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>N</i>	103	103	103	103
<i>F-statistic</i>	3,2592***	3,0281***	2,8342***	2,6636***
<i>R2</i>	0,1936	0,2049	0,1943	0,2049
<i>R2-adjusted</i>	0,1342	0,1372	0,1258	0,1280

* $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

^a Os coeficientes não são reportados pois nenhuma estimação gerou coeficientes estatisticamente significantes.

Outra possibilidade para os resultados terem sido diferentes da expectativa teórica seria algum efeito temporal, ou seja, os resultados poderiam estar distorcidos em função de fatores específicos aos anos em que as aquisições ocorreram. Para confrontar os resultados com essa possibilidade, além de testes para variáveis omitidas, as regressões foram novamente estimadas, mas, agora, incluindo *dummies* de ano de modo a capturar qualquer efeito temporal

nos resultados (Tabela 4). No entanto, os coeficientes para as *dummies* de ano não apresentaram significância estatística e os resultados da Tabela 4 apenas ratificam os achados reportados na Tabela 3. Portanto, a não identificação do efeito do *board interlock* no desempenho das aquisições não pode ser atribuída a efeitos específicos aos anos em que as aquisições foram realizadas. Além disso, as estimações originais também estão consistentes com os resultados dos testes de Ramsey (1969) para variáveis omitidas, os quais não permitiram rejeitar a hipótese nula de que a regressão está adequadamente especificada (i.e. $p=0,3000$, $p=0,1367$; $p=0,2815$; referentes aos modelos 2, 3 e 4, respectivamente), ou seja, não existem variáveis independentes significantes que deveriam ser adicionadas ao modelo. Sendo assim, apesar de diferentes do esperado, os resultados parecem consistentes e, de fato, sugerem que a elite corporativa de uma organização focal, ao fazer parte da elite corporativa de outras organizações, não contribui diretamente para que as aquisições da empresa focal criem valor.

4.3 Discussão

A literatura de gestão teoriza que conselhos de administração sobrepostos funcionam como conduítes para a transferência de conhecimento (SHROPSHIRE, 2010). Além disso, as limitadas evidências disponíveis já sinalizavam que as interrelações sociais das elites organizacionais seriam mais importantes quando fontes alternativas de informação fossem escassas (HAUNSCHILD; BECKMAN, 1998). Desse modo, seria esperado que em ambientes institucionais onde os fatores de mercado não estivessem presentes de forma abundante, o entrelaçamento dos conselhos de administração seria ainda mais relevante como conduíte de informação (NICHOLSON; ALEXANDER; KIEL, 2004). Tendo em vista as características do ambiente institucional em que a presente pesquisa foi realizada (i.e., Brasil) assim como o fato da literatura já ter documentado que o *board interlock* poderia estar relacionado à capacidade de geração de valor das firmas neste ambiente específico (MENDES-DA-SILVA, 2011), era de se supor que o *interlock* de conselhos de administração estivesse positivamente associado ao desempenho das aquisições. Essa suposição seria também reforçada pela evidência recente apresentada por Cai e Sevilir (2012) em situações em que ambas adquirente e adquirida compartilham o mesmo integrante do conselho ou possuem integrantes de seus conselhos sentados no mesmo conselho de uma terceira empresa. Os autores identificaram que estes *interlocks* contribuía positivamente para o desempenho da aquisição. Mesmo que a presente pesquisa não tenha limitado a análise dos *interlocks* às situações em que as empresas compradoras e compradas compartilhavam membros nos conselhos (delas ou de outras empresas), os achados da presente pesquisa, de que o *interlock* do conselho de administração da empresa adquirente é inócuo à criação de valor nas operações de aquisição, poderiam até ser considerados contraintuitivos.

Por sua vez, a expectativa de que o *interlock* serve como um canal para a transferência de conhecimento não necessariamente está relacionada à expectativa de criação de um diferencial competitivo. Conforme observado por Haunschild (1993), os *interlocks* tendem a promover a imitação entre as organizações. Tendo em vista que a imitação é o resultado de um processo denominado de isomorfismo pela teoria institucional (DIMAGGIO; POWELL, 1983) e que se caracteriza pela homogeneidade de características e comportamentos entre as organizações (LIEBERMAN; ASABA, 2006), a expectativa *ex ante* de que o *interlock* criaria valor poderia ser uma suposição muito forte para um fenômeno que talvez seja mais propenso a promover a paridade competitiva. No limite, a criação de valor ocorreria apenas quando as aquisições da outra empresa na qual o conselheiro tem assento tivessem sido caracterizadas pela criação de valor (HAUNSCHILD, 1994). Ishii e Xuan (2014), por exemplo, estudaram situações em que os membros dos conselhos das empresas envolvidas na aquisição

(adquirente e adquirida) já haviam atuado juntamente no mercado de trabalho ou já haviam tido formação educacional na mesma instituição de ensino e identificaram que o desempenho da aquisição pode até ser negativo nessas situações.

Não obstante, o que os resultados da presente pesquisa parecem trazer à tona é a necessidade de um melhor entendimento dos mecanismos que fazem o *board interlock* contribuir para a criação de valor. Até onde se sabe, os esforços empíricos existentes para se entender os efeitos do *board interlock* no desempenho das firmas tem tratado esse efeito como decorrentes de uma relação simples e direta. No entanto, essa relação pode ser mais complexa do que comumente tem sido tratada. Ou seja, o entendimento do potencial benefício que o entrelaçamento de conselhos pode proporcionar depende do entendimento das condições e dos mecanismos que fazem com que as conexões sociais do conselho sejam revertidas em benefícios para a empresa adquirente.

6 Conclusões

Este trabalho teve como objetivo colocar mais luz na relação entre a governança corporativa e as fusões e aquisições no Brasil. A partir do levantamento dos Retornos Anormais Acumulados das empresas brasileiras adquirentes durante o período de três dias em torno da data do anúncio da aquisição, a presente pesquisa abordou a influência do entrelaçamento de conselhos de administração no desempenho das aquisições. Assim, este estudo buscou identificar a criação de valor para o acionista quando um membro do conselho de administração da empresa adquirente também faz parte do *board* de outra empresa.

Os resultados da pesquisa, no entanto, não identificaram um aumento no desempenho da empresa adquirente após uma transação quando tal empresa se caracterizava por possuir membros do seu conselho de administração ocupando assentos em conselhos de administração de outras empresas. Inclusive, também não foram encontrados resultados estatisticamente significantes quando o *interlock* ocorreu por meio de um membro independente do conselho.

Do ponto de vista teórico, os resultados sugerem que os entrelaçamentos dos conselhos de administração são insuficientes para capturar diferenças de governança entre as empresas, pelo menos em países com mercados de capitais com menor regulamentação dos conselhos de administração, como o Brasil, por exemplo, onde não existe limite para o número de conselhos em que um indivíduo pode atuar. Dessa forma, parece que mais importante do que a existência ou não de entrelaçamentos dos conselhos de administração é o que tais entrelaçamentos podem proporcionar, ou seja, a existência do entrelaçamento, por si só, não garante um conduíte de informação de melhor qualidade. Do ponto de vista prático, a mensagem dos resultados é muito direta: o desempenho das aquisições não melhora, pelo menos não no curto prazo, pelo fato da empresa adquirente ter a presença de conselheiros em vários conselhos.

A evidência aqui descrita, no entanto, deve ser analisada com uma dose de cautela. O número de observações, o período a que se referem as observações e o contexto empírico do estudo são fatores limitantes para a robustez e generalização dos resultados. Trabalhos futuros podem não somente ampliar a janela de pesquisa e incluir novas variáveis (*e.g.*, características do conselho, características financeiras), como também, explorar os contextos assim como os mecanismos pelos quais o compartilhamento de membros do conselho de administração com outras empresas pode afetar o desempenho das aquisições.

Notas

- i. Neste trabalho, membro independente e membro externo do *board* serão utilizados intercambiavelmente tendo em vista a impossibilidade de identificar com precisão quando um membro externo é totalmente independente (*i.e.* não tem outro tipo de relação material com a organização).
- ii. Muito embora o problema de agência também possa ocorrer pelos conflitos de interesse entre os acionistas majoritários e os acionistas minoritários; fenômeno que tende a ocorrer quando a propriedade da empresa não é pulverizada (VILLALONGA; AMIT, 2006), que é uma característica mais comumente observada nos mercados de capitais menos desenvolvidos, como o mercado brasileiro (SAITO; DUTRA, 2006).

Referências

- AMIHUD, Y.; LEV, B. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The Bell Journal of Economics*, v. 12, n. 2, p. 605–617, 1981.
- ANDRADE, G.; MITCHELL, M.; STAFFORD, E. New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, v. 15, n. 2, p. 103–120, 2001.
- BANERJEE, A.; ECKARD, W. Are mega-mergers anticompetitive? Evidence from the first great merger wave. *RAND Journal of Economics*, v. 29, n. 4, p. 803–827, 1998.
- BYRD, J.; HICKMAN, K. Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, v. 32, n. 2, p. 195–221, 1992.
- CAI, Y.; SEVILIR, M. Board connections and M&A transactions. *Journal of Financial Economics*, v. 103, n. 2, p. 327–349, 2012.
- CAPRON, L.; DUSSAUGE, P.; MITCHELL, W. Resource Redeployment Following Horizontal Acquisitions in Europe and North America, 1988-1992. *Strategic Management Journal*, v. 19, n. 7, p. 631–661, 1998.
- CHEN, R.; DYBALL, M. C.; WRIGHT, S. The Link Between Board Composition and Corporate Diversification in Australian Corporations. *Corporate Governance: An International Review*, v. 17, n. 2, p. 208–223, 2009.
- DAHYA, J.; MCCONNELL, J. J. Outside directors and corporate board decisions. *Journal of Corporate Finance*, v. 11, n. 1–2, p. 37–60, 2005.
- DAVIS, G. Agents without principles? The spread of the poison pill through the intercorporate network. *Administrative Science Quarterly*, v. 36, n. 4, p. 605–633, 1991.
- DEUTSCH, Y.; KEIL, T.; LAAMANEN, T. A dual agency view of board compensation: the joint effects of outside director and CEO stock options on firm risk. *Strategic Management Journal*, v. 32, n. 2, p. 212–227, 2011.
- DEUTSCH, Y.; KEIL, T.; LAAMANEN, T. Decision making in acquisitions: the effect of outside directors' compensation on acquisition patterns. *Journal of Management*, v. 33, n. 1, p. 30–56, 2007.
- DIMAGGIO, P. J.; POWELL, W. W. The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, v. 48, n. 2, p. 147–160, 1983.
- EISENHARDT, K. Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, p. 57–74, 1989.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 301–325, 1983.
- FINKELSTEIN, S.; HALEBLIAN, J. Understanding Acquisition Performance: The Role of Transfer Effects. *Organization Science*, v. 13, n. 1, p. 36–47, 2002.
- FINKELSTEIN, S.; HAMBRICK, D. C.; CANNELLA JR, A. A. *Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams and Boards*. New York: Oxford University Press, 2009.
- GUJARATI, D. N. *Econometria Básica*. 4a ed. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- HALEBLIAN, J. *et al.* Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, v. 35, n. 3, p. 469–502, 2009.
- HARFORD, J.; LI, K. Decoupling CEO Wealth and Firm Performance: The Case of Acquiring CEOs. *The Journal of Finance*, v. 62, n. 2, p. 917–949, 2007.

- HAUNSCHILD, P. R. How Much Is That Company Worth?: Interorganizational Relationships, Uncertainty, and Acquisition Premiums. *Administrative Science Quarterly*, v. 39, n. 3, p. 391–411, 1994.
- HAUNSCHILD, P. R. Interorganizational Imitation: The Impact of Interlocks on Corporate Acquisition Activity. *Administrative Science Quarterly*, v. 38, n. 4, p. 564–592, 1993.
- HAUNSCHILD, P. R.; BECKMAN, C. M. When Do Interlocks Matter? Alternate Sources of Information and Interlock Influence. *Administrative Science Quarterly*, v. 43, n. 4, p. 815–844, 1998.
- HAYWARD, M. L. A.; HAMBRICK, D. C. Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris. *Administrative Science Quarterly*, v. 42, n. 1, p. 103–127, 1997.
- HERMALIN, B.; WEISBACH, M. S. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, v. 88, n. 1, p. 96–118, 1998.
- HERMALIN, B.; WEISBACH, M. S. The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, v. 20, n. 4, p. 101–112, 1991.
- HILLMAN, A. J.; DALZIEL, T. Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, v. 28, n. 3, p. 383–396, 2003.
- HOSKISSON, R. E. *et al.* Strategy in emerging economies. *Academy of Management Journal*, v. 43, n. 3, p. 249–267, 2000.
- IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Code of best practice of Corporate Governance*. São Paulo, SP: IBGC, 2010. Disponível em: http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/CodigoIBGC_4a_ed_ingles.pdf <consultado em 01/12/2015>.
- ISHII, J.; XUAN, Y. Acquirer-target social ties and merger outcomes. *Journal of Financial Economics*, v. 112, n. 3, p. 344–363, 2014.
- JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323–329, 1986.
- KIM, J.-Y.; HALEBLIAN, J.; FINKELSTEIN, S. When Firms Are Desperate to Grow via Acquisition: The Effect of Growth Patterns and Acquisition Experience on Acquisition Premiums. *Administrative Science Quarterly*, v. 56, n. 1, p. 26–60, 2011.
- KING, D. R. *et al.* Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, v. 25, n. 2, p. 187–200, 2004.
- KING, D. R.; SLOTEGRAAF, R. J.; KESNER, I. Performance Implications of Firm Resource Interactions in the Acquisition of R&D-Intensive Firms. *Org Science*, v.19, n.2, p.327–340, 2008.
- KLEIN, P. Were the acquisitive conglomerates inefficient? *RAND Journal of Economics*, v. 32, n. 4, p. 745–761, 2001.
- LA PORTA, R. *et al.* Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1, p. 3–27, 2000.
- LIEBERMAN, M. B.; ASABA, S. Why do firms imitate each other? *Academy of Management Review*, v. 31, n. 2, p. 366–385, 2006.
- LODERER, C.; MARTIN, K. Corporate Acquisitions by Listed Firms: The Experience of a Comprehensive Sample. *Financial Management*, v. 19, n. 4, p. 17–33, 1990.
- MALMENDIER, U.; TATE, G. CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance*, v. 60, n. 6, p. 2661–2700, 2005.
- MARION FILHO, P. J.; VIEIRA, G. M. Fusões e aquisições (F&A) de empresas no Brasil (1990–2006). *Revista de Administração da UFSM*, v. 3, n. 1, p. 109–130, 2010.
- MCDONALD, M. L.; WESTPHAL, J. D.; GRAEBNER, M. E. What do they know? The effects of outside director acquisition experience on firm acquisition performance. *Strategic Management Journal*, v. 29, n. 11, p. 1155–1177, 2008.
- MENDES-DA-SILVA, W. SmallWorlds and Board Interlocking in Brazil: A Longitudinal Study of Corporate Networks, 1997–2007. *Brazilian Review of Finance*, v. 9, n. 4, p. 521–548, 2011.
- MIZRUCHI, M. S. *The American Corporate Network, 1904-1974*. Beverly Hills, CA: Sage Publications, 1982.
- MIZRUCHI, M. S. What do interlocks do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directories. *Annual Review of Sociology*, v. 22, n. 1, p. 271–298, 1996.
- MOELLER, S.; SCHLINGEMANN, F.; STULZ, R. Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, v. 73, n. 2, p. 201–228, 2004.

- NGUYEN, B.; NIELSEN, K. M. The value of independent directors: Evidence from sudden deaths. *Journal of Financial Economics*, v. 98, n. 3, p. 550–567, 2009.
- NICHOLSON, G.; ALEXANDER, M.; KIEL, G. Defining the social capital of the board of directors: An exploratory study. *Journal of the Australian and New Zealand Academy of Management*, v. 10, n. 1, p. 54–72, 2004.
- NORTH, D. C. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- PALMER, D.; JENNINGS, D.; ZHOU, X. Late adoption of the multidivisional form by large U.S. corporations: Institutional, political, and economic accounts. *Administrative Science Quarterly*, v. 38, n. 1, p. 100–131, 1993.
- PENG, M. W.; BUCK, T.; FILATOTCHEV, I. Do outside directors and new managers help improve firm performance? An exploratory study in Russian privatization. *Journal of World Business*, v. 38, n. 4, p. 348–360, 2003..
- PFEFFER, J.; SALANCIK, G. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. Stanford, CA: Stanford University Press, 1978.
- POVEL, P.; SERTSIOS, G. Getting to know each other: The role of toeholds in acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, v. 26, p. 201–224, 2014.
- RUIGROK, W.; PECK, S. I.; KELLER, H. Board Characteristics and Involvement in Strategic Decision Making: Evidence from Swiss Companies. *Journal of Management Studies*, v. 43, n. 5, p. 1201–1226, 2006.
- SAITO, R.; DUTRA, M. G. L. Boards of Directors of Publicly-Held Companies in Brazil: profile and implications for minority shareholders. *Corporate Governance: An International Review*, v. 14, n. 2, p. 98–106, 2006.
- SANTOS, R. L.; DA SILVEIRA, A. D. M. Board interlock no Brasil: A participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas. *Brazilian Review of Finance*, v. 5, n. 2, p. 125–163, 2007.
- SCHONLAU, R. J.; SINGH, P. V. *Board Networks and Merger Performance*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1322223>: [s.n.], 2009.
- SCHWARTZ-ZIV, M.; WEISBACH, M. S. What do boards really do? Evidence from minutes of board meetings. *Journal of Financial Economics*, v. 108, n. 2, p. 349–366, 2013.
- SETH, A.; SONG, K. P.; PETTIT, R. Synergy, Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives for Foreign Acquisitions of U.S. Firms. *Journal of International Business Studies*, v. 31, n. 3, p. 387, 2000.
- SHROPSHIRE, C. The role of the interlocking director and board receptivity in the diffusion of practices. *Academy of Management Review*, v. 35, n. 2, p. 246–264, 2010.
- SOUTARIS, V.; MAESTRO, B. M. M. Polychronicity in top management teams: The impact on strategic decision processes and performance of new technology ventures. *Strategic Management Journal*, v. 31, n. 6, p. 652–678, 2010.
- TUCH, C.; O’SULLIVAN, N. The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence. *International Journal of Management Reviews*, v. 9, n. 2, p. 141–170, 2007.
- VILLALONGA, B.; AMIT, R. How do family ownership, control, and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, v. 80, n. 2, p. 385–417, 2006.
- WOOLDRIDGE, J. *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. 4a ed. São Paulo: Cengage Learning, 2010.
- YERMACK, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, v. 40, n. 2, p. 185–211, 1996.
- ZAHRA, S. A.; PEARCE, J. A. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, v. 15, n. 2, p. 291–334, 1989.
- ZATTONI, A.; CUOMO, F. Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives. *Corporate Governance: An International Review*, v. 16, n. 1, p. 1–15, 2008.
- ZHU, D. H. Group polarization on corporate boards: Theory and evidence on board decisions about acquisition premiums. *Strategic Management Journal*, v. 34, n. 7, p. 800–822, 2013.