

Análise da aquisição corporativa na remuneração de executivos: um estudo entre empresas brasileiras familiares e não familiares¹

DOI: 10.4025/enfoque.v41i1.53846

Rafael Manoel de Oliveira

Mestre em Contabilidade pela
Universidade Federal de Goiás (UFG)
Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e
Ciências Econômicas
E-mail: mdeoliveira.rafael@gmail.com
Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-8105-1082>

Daiana Paula Pimenta

Doutora em Administração pela Universidade de Brasília (UnB)
Professora do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da
Universidade Federal de Goiás (UFG)
E-mail: daiana.pimenta@hotmail.com
Orcid: <https://orcid.org/0000-0003-1111-4778>

Marília Paranaíba Ferreira

Doutoranda em Contabilidade pela
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
E-mail: mariliaferreira82@hotmail.com
Orcid: <https://orcid.org/0000-0003-4290-8589>

Alex Mussoi Ribeiro

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela
Universidade de São Paulo (USP)
Professor do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
E-mail: alex.mussoi@ufsc.br
Orcid: <https://orcid.org/0000-0003-3389-9713>

Recebido em: 24.05.2020

Aceito em: 23.09.2020

2ª versão aceita em: 08.10.2020

RESUMO

Os estudos sobre remuneração corporativa despertaram o interesse da academia e do meio empresarial nos últimos anos, principalmente após os órgãos normatizadores e reguladores terem estabelecidos regras mais rígidas de transparéncia das formas de remuneração de executivos. Nesse sentido, este estudo objetiva analisar se existe diferença na remuneração total de executivos entre empresas familiares e não familiares que efetuaram aquisições corporativas no período 2009-2016. Os dados de remuneração de executivos foram coletados no site da B³. Já a identificação das aquisições corporativas e a obtenção das demais informações ocorreram por meio da base de dados da *Thomson Reuters Eikon*. As empresas foram classificadas como familiares ou não familiares a partir da abordagem de componente de envolvimento da família no controle, na propriedade e na gestão da empresa e da abordagem de identidade organizacional, autodeclarada no histórico da empresa. No total, 96 empresas, 39 familiares e 57 não familiares, participaram de 281 aquisições como adquirentes, as quais foram analisadas mediante regressão múltipla com dados em painel não balanceado. Os resultados apontaram que o aumento na remuneração total de executivos das empresas não familiares é superior em relação as empresas familiares no período pós-aquisição. Assim, como contribuição prática, os achados podem levar os acionistas das empresas a refletirem sobre o uso da estratégia de aquisições corporativas, uma vez que os executivos das empresas adquirentes não familiares recebem, em média, maiores remunerações. A contribuição teórica está na análise segregada das empresas, se familiar ou não familiar, que permite uma visão diferente dos resultados e peculiar da Teoria da Agência.

Palavras-chave: Aquisição corporativa. Remuneração de executivos. Empresas familiares. Teoria da Agência.

***Analysis of corporate acquisition on executive compensation: a study between
brazilian family and non-family firms***

ABSTRACT

¹ Trabalho apresentado no Congresso Internacional de Contabilidade e Auditoria (CICA), no dia 08/11/2019, realizado em Porto – Portugal.

Studies on corporate compensation have aroused the interest of academia and the business community in recent years, especially after the normative and regulatory bodies have established stricter rules for the transparency of executive compensation forms. In this sense, this study aims to analyze whether there is a difference in the total executive compensation between family and non-family firms that made corporate acquisitions in the period 2009-2016. Executive compensation data were collected on the B³ website. The identification of corporate acquisitions and the collection of other information took place using the Thomson Reuters Eikon database. Firms were classified as family members or non-family members based on the family involvement component approach in the control, ownership and management of the firm and the organizational identity approach, self-declared in the firm's history. In total, 96 firms, 39 family members and 57 non-family members, participated in 281 acquisitions as acquirers, which were analyzed using multiple regression with unbalanced panel data. The results showed that the increase in the total compensation of executives of non-family firms is higher than that of family firms in the post-acquisition period. Thus, as a practical contribution, the findings may lead the shareholders of the firms to reflect on the use of the corporate acquisition strategy, since the executives of the non-family acquiring firms receive, on average, higher compensations. The theoretical contribution is in the segregated analysis of firms, whether family or non-family, which allows a different view of the results and peculiar to the Agency Theory.

Keywords: Corporate acquisition. Executive compensation. Family firms. Agency Theory.

1 INTRODUÇÃO

A aquisição corporativa é uma estratégia empresarial que representa o processo de compra do controle acionário de uma empresa (adquirida) por outra (adquirente) (TANURE; CANÇADO, 2005; AKIRA, 2020). De modo geral, as evidências empíricas sugerem que os executivos das empresas adquirentes recebem substanciais acréscimos em suas remunerações no período pós-aquisição (HARFORD; LI, 2007; KUBO; SAITO, 2012; CESARI; GONENC; OZKAN, 2016), embora haja comprovações de que os resultados alcançados com as aquisições, normalmente, são voláteis, nulos ou negativos (GRINSTEIN; HRIBAR, 2004; CORNETT; TANYERI; TEHRANIAN, 2011; LEUNG; TSE; WESTERHOLM, 2019). Dentre as justificativas, destacam-se o aumento do tamanho e da complexidade da empresa após o processo de aquisição, além do argumento de que a remuneração deve ser menos sensível ao desempenho corporativo nos primeiros anos pós-aquisição, pelo fato de a empresa estar ainda em fase de integração (HARFORD; LI, 2007).

Tendo em vista que um dos objetivos principais dos sistemas de remuneração é o alinhamento de interesses entre proprietários e gestores

(HOLMSTROM; MILGROM, 1987; MURPHY, 2013), percebe-se, neste caso, divergência entre aspectos teóricos e práticos, já que a remuneração está atendendo apenas aos interesses dos executivos, o que reforça o motivo de que as aquisições podem ser utilizadas pelos gestores como oportunidades de expropriação, ao elevar o potencial de conflitos de interesse junto aos acionistas (JENSEN; RUBACK, 1983). De acordo com Duchin e Schmidt (2013) a aquisição pode apresentar desempenho inferior ao esperado, talvez pela existência de problemas de agência oriundos da fraca governança corporativa em algumas empresas e em determinados períodos.

Os estudos sobre aquisições corporativas são cada vez mais frequentes (PIMENTA; PORTO, 2018; PESSIONHA et al., 2019; WELCH et al., 2020), entretanto, mesmo que exista uma literatura que diferencie as decisões tomadas entre empresas familiares e não familiares (BENNEDSEN; PÉREZ-GONZÁLEZ; WOLFENZON, 2010; HELSEN et al., 2017; MOURA; BEUREN, 2017), os trabalhos de aquisições não costumam segregar a estrutura de propriedade e controle. Conforme Gomez-Mejia, Larraza-Kintana e Makri (2003), Chen et al. (2010) e Bouzgarrou e Navatte (2013) nas empresas familiares a propriedade e a gestão podem coincidir, o que requer menor incentivo para

alinhar interesses, enquanto que nas empresas não familiares problemas de agência resultam da separação entre propriedade e controle.

Nesse sentido, dado que as empresas familiares possuem características específicas em relação às empresas não familiares como o alto envolvimento da família no controle e na gestão da empresa, a preservação da reputação e dos valores familiares e a sucessão da empresa para gerações futuras (BERRONE; CRUZ; GOMEZ-MEJIA, 2012; FELDMAN; AMIT; VILLALONGA, 2016), o objetivo deste estudo é analisar se existe diferença na remuneração total de executivos entre empresas brasileiras familiares e não familiares que efetuaram aquisições corporativas no período de 2009 a 2016.

O estudo justifica-se pela ausência de consenso sobre os motivos que estimulam os executivos a efetuarem aquisições (PESSANHA et al., 2019; WELCH et al., 2020). Parte da literatura defende que o retorno da empresa licitante, tanto no longo quanto no curto prazo, em média, é negativo, nulo ou demasiadamente volátil (CORNELL; TANYERI; TEHRANIAN, 2011; LEUNG; TSE; WESTERHOLM, 2019). Além disso, Geppert et al. (2013) afirmam que, em linhas gerais, a aquisição é um investimento de maior risco em relação a outros tipos de entrada no mercado como licenciamento, exportação e alianças estratégicas.

Ao passo que outra parte alega que a aquisição possibilita o acesso da empresa a novas regiões geográficas e novas tecnologias (MATEEV, 2017), o que pode resultar em oportunidades de crescimento e, consequentemente, em criação de valor. Logo, o presente estudo busca preencher essa lacuna de ausência de consenso sobre os eventos de aquisições corporativas, uma vez que a mesma pode estar vinculada à análise em conjunto das empresas, ou seja, sem considerar se a natureza corporativa é familiar ou não familiar.

Ademais, o sistema de remuneração de executivos é um assunto que tem atraído à atenção da mídia e da academia (SANTOS; SILVA, 2018), pois segundo Krauter (2013) os escândalos da Enron e da WordCom em 2001 e a

crise do *subprime* em 2007 revelaram diversas falhas na estrutura de remuneração dos gestores. No entanto, sob a ótica da Teoria da Agência, esse sistema pode ser utilizado como um mecanismo de alinhamento de interesses entre acionistas e gestores, visto que os incentivos fornecidos aos executivos podem resultar no aumento do esforço da gestão na empresa e, portanto, na melhora do desempenho corporativo (BONNER; SPRINKLE, 2002; ERMEL; MEDEIROS, 2020).

Em relação ao campo de investigação, as empresas familiares são onipresentes em quase todas as economias industriais do mundo e particularmente dominantes em países subdesenvolvidos e em desenvolvimento (BORGES; LESCURA; OLIVEIRA, 2012; FELDMAN; AMIT; VILLALONGA, 2016; ADHIKARI; SUTTON, 2016), como é o caso do Brasil. Estudos sintetizados por Silva (2015) ilustram essa predominância: com dados referentes ao começo do século XXI, as empresas familiares brasileiras representavam 90% do total de empresas no Brasil, com uma participação de 65% no PIB do país. Seguindo essa lógica, Bianchet et al. (2019) ressaltam que muitas das grandes empresas brasileiras são ou já foram familiares e ocupam lugar de destaque no mercado de negócios.

Do ponto de vista teórico, o estudo se difere dos demais e contribui para a literatura de aquisição corporativa e remuneração de executivos por segregar as empresas em familiares e não familiares, o que gera uma visão diferente dos resultados. Adicionalmente, o estudo aponta que os conflitos de agência se diferem conforme o tipo de empresa, se familiar (principal-principal) ou não familiar (principal-agente), o que permite um entendimento peculiar da Teoria da Agência. Sob a perspectiva prática, em decorrência de um ambiente cada vez mais competitivo, a pesquisa subsidia tanto gestores quanto investidores sobre a utilização da estratégia de aquisição corporativa, que entre 2010 e 2019 movimentou 34,4 trilhões de dólares no mundo (STATISTA, 2020), além de incentivar uma análise mais detalhada dos contratos de remuneração de executivos, que podem impactar o comportamento e a estrutura interna organizacional.

2 REVISÃO DE LITERATURA E HIPÓTESE DE PESQUISA

2.2 AQUISIÇÕES CORPORATIVAS E REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS

Geralmente, o desempenho de aquisições em empresas familiares supera o desempenho das empresas não familiares, pelo maior alinhamento de interesses entre executivos e acionistas (BOUZGAROU; NAVATTE, 2013; CRANINCKX; HUGHEBAERT, 2015; ADHIKARI; SUTTON, 2016). A literatura sobre aquisições corporativas diz que estas proporcionam maiores oportunidades de expropriação por parte dos gestores (JENSEN; RUBACK, 1983) e que a arrogância ou o excesso de autoconfiança por parte do CEO podem justificar os equívocos em aquisições (HAYWARD; HAMBRICK, 1997; MALMENDIER; TATE, 2015; WELCH et al., 2020).

Pesquisas apontam um crescimento no valor do pacote compensatório dos gerentes subsequentemente ao adimplemento de aquisições, mesmo que estas não adicionem valor para os acionistas (GRINSTEIN; HRIBAR, 2004; HARFORD; LI, 2007; CESARI; GONENC; OZKAN, 2016), embora haja evidências empíricas que apoiam a hipótese de que executivos com maior propriedade ou com maiores incentivos baseados em ações são menos propensos a tomar decisões que destruam o valor da empresa (HARFORD; LI, 2007).

Assim sendo, com base nos possíveis conflitos de interesses envolvidos na relação de agência, a remuneração pode assumir a função de instrumento de alinhamento de interesses entre proprietários e acionistas (HOLMSTROM; MILGROM, 1987), pois conforme Bender e Moir (2006), a remuneração é capaz de atrair e estimular os gestores a agirem em prol da empresa, o que pode resultar em maior eficiência e garantir o sucesso organizacional. Além disso, Chrisman, Devaraj e Patel (2017) afirmam que a remuneração pode reter colaboradores de alta qualidade, aptos para contribuir com a criação de valor da empresa. Ou, então, assumir uma função expropriativa por parte dos gestores (GRISTEIN; HRIBAR, 2004), quando os executivos visam

maximizar suas utilidades pessoais.

A remuneração pode ser dividida em financeira e não financeira (MURPHY, 2013; BEUREN; SILVA; MAZZIONI, 2014) e, no presente estudo, considera-se apenas a financeira. Segundo Baker, Jensen e Murphy (1988) entende-se como remuneração financeira a recompensa monetária recebida relacionada ao desempenho do indivíduo. Merchant e Van der Stede (2007) destacam que os sistemas de remuneração são importantes para lembrar e informar aos colaboradores quais resultados são desejados e os motivarem a atingir e exceder as *performances* de desempenho.

Exemplos de remuneração são salário-base, bônus anuais, planos de incentivo de longo prazo e incentivos baseados em ações (MURPHY, 1999; MURPHY, 2013), podendo ser classificada como fixa ou variável. A parte fixa, como o salário-base, as contribuições sociais, férias e décimo terceiro salário, não depende do nível de desempenho dos executivos (KRAUTER, 2013; BEUREN; SILVA; MAZZIONI, 2014). Já os outros tipos de remuneração, como opções de ações, ganho compartilhado e partilha de lucros, estão associados a alguma meta ou algum desempenho a ser atingido pelo executivo, sendo estes classificados como remuneração variável (MURPHY, 1999; KRAUTER, 2013; BEUREN; SILVA; MAZZIONI, 2014).

Datta, Iskandar-Datta e Raman (2001) realizaram um estudo nos Estados Unidos acerca da influência das atividades de aquisições corporativas na remuneração de executivos. Uma amostra de 1.719 aquisições do período de 1993 a 1998 foi utilizada e os resultados revelaram, por meio de um estudo de eventos, uma forte relação positiva entre a remuneração baseada em ações dos executivos recebida pela aquisição e a resposta ao preço das ações em torno e após os anúncios de aquisições corporativas.

O trabalho de Grinstein e Hribar (2004), que investigou os bônus das atividades de aquisições na remuneração dos CEOs, também apresenta resultado semelhante. Os autores utilizaram uma amostra estadunidense de 327 operações de aquisições corporativas compreendidas no

período de 1993 a 1999, e as evidências obtidas sugerem uma relação positiva entre a remuneração do CEO e as aquisições corporativas. Além disso, também são descobertos CEOs com uma forte influência no conselho administrativo, recebendo bônus significativamente maiores (GRINSTEIN; HRIBAR, 2004). Esse último achado indica que a fraca governança corporativa também pode inflacionar os bônus referentes às aquisições.

Outros estudos empíricos sobre aquisição e remuneração com resultados similares podem ser encontrados na literatura. Harford e Li (2007) descobriram que, para os anúncios de fusões norte-americanas com datas entre 1993 e 2000, a remuneração geral de um CEO, apesar de ser insensível ao desempenho negativo das ações, aumenta proporcionalmente ao desempenho positivo das ações. Ozkan (2012) constatou que, para as empresas do Reino Unido de 1999 a 2005, os CEOs possuem fortes incentivos para realizar aquisições no exterior, ao invés de aquisições no mercado interno, pois as aquisições estrangeiras resultam em maior remuneração do CEO em relação às aquisições domésticas, independentemente do desempenho da empresa. Já Cesari, Gonenc e Ozkan (2016) encontraram que, para a Europa Continental, enquanto nas empresas familiares a remuneração dos CEOs não aumenta durante o período pós-aquisição, nas empresas não familiares há um acréscimo da remuneração do CEO com o evento de aquisição.

Assim, diante da influência causada pelas atividades de aquisições na remuneração de executivos, cria-se a necessidade de investigar se há diferença entre empresas familiares e não familiares pós-processo de aquisições. A literatura aponta que empresas familiares diferem de empresas não familiares em vários aspectos, incluindo transparência, estrutura de capital e decisões de aquisições (ALI; CHEN; RADHAKRISHNAN, 2007; CAPRIO; CROCI; DEL GIUDICE, 2011; CHEN; DASGUPTA; YU, 2014; CESARI; GONENC; OZKAN, 2016). Tais diferenças são explicadas pela alta concentração das ações por parte de um grupo específico e pelo envolvimento da família na gestão da empresa, além da maior preocupação com a reputação e maior aversão ao risco em empresas familiares

(CHEN et al., 2010; BOUZGARROU; NAVATTE, 2013; HELSEN et al., 2017; MOURA; BEUREN, 2017).

Assim, de acordo com Cesari, Gonenc e Ozkan (2016), os executivos das empresas familiares, geralmente, não realizam aquisições com o propósito de alcançar interesses pessoais, pois além da aquisição diluir o controle da família, os acionistas controladores das empresas familiares têm o intuito de preservar a empresa para gerações futuras, o que demonstra a importância dos objetivos não financeiros nessas empresas. Logo, mesmo que a família não participe diretamente da tomada de decisão, ela possui diversos motivos para monitorar as ações dos agentes (ALI; CHEN; RADHAKRISHNAN, 2007).

Posto isto, espera-se que a associação positiva entre a remuneração de executivos e a aquisição seja superior em empresas não familiares do que em empresas familiares. Assim, formula-se a hipótese desta pesquisa:

Hipótese 1 (H1): O aumento na remuneração total de executivos das empresas não familiares é superior em relação as empresas familiares no período pós-aquisição.

3 METODOLOGIA

3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

O estudo analisa as empresas que negociaram ações na B³ (Brasil, Bolsa e Balcão) e que realizaram aquisições como adquirentes no período entre 2009 e 2016. Após excluir as financeiras, restaram 96 empresas, 39 familiares e 57 não familiares, as quais participaram de 281 aquisições. As empresas do setor financeiro são descartadas em razão dos atributos específicos de regulação e legislação e, também, por remunerarem seus executivos com altos salários em relação às demais empresas (ADUDA, 2011). Como as empresas passaram a publicar o Formulário de Referência em 2010, com as informações referentes ao exercício social de 2009, a janela temporal tem início neste ano.

A remuneração de executivos é coletada no site

da B³, especificamente no item “13.2 de Remuneração Total” (parte da Diretoria Estatutária) do Formulário de Referência de cada empresa em cada ano. O Formulário de Referência, introduzido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) mediante o art. 21 da Instrução Normativa nº 480/2009 (CVM, 2009), é um demonstrativo anual, obrigatório para as empresas de capital aberto e responsável pela divulgação de questões referentes aos auditores independentes, fatores de risco, ativos relevantes, comentários dos diretores, projeções, assembleia e administração, remuneração dos administradores, recursos humanos, controle e grupo econômico, entre outros.

Já a identificação das aquisições corporativas e a obtenção das demais informações ocorrem por meio da base de dados da *Thomson Reuters Eikon*. São consideradas como adquirentes as empresas que adquiriram 50% ou mais de ações com direito a voto de outra, o que representa a compra do controle acionário da companhia (TANURE; CANÇADO, 2005; AKIRA, 2020).

3.2 VARIÁVEIS DEPENDENTE, INDEPENDENTES DE INTERESSE E DE CONTROLE

A Remuneração Total Média (RTM) de executivos é utilizada como variável dependente (ARMSTRONG; ITTNER; LARCKER, 2012; CESARI; GONENC; OZKAN, 2016). Essa variável é obtida por meio da remuneração total paga pela empresa aos executivos dividida pelo número destes. Os componentes presentes na remuneração total, conforme nomenclatura exposta nos formulários de referência das empresas são: salário ou pró-labore; benefícios diretos e indiretos; participações em comitês; outros valores fixos; bônus; participação nos resultados; participação em reuniões e comissões; outros valores variáveis; embasamento em ações.

Para atingir o objetivo proposto, são necessárias três variáveis de interesse. A primeira é a variável anos de experiência em aquisição (ANOSEXP), obtida pela soma acumulada de anos em que as empresas realizaram pelo menos uma aquisição (HAYWARD, 2002). A segunda é a variável

dummy de classificação das empresas (FAMILIAR), em que 1 representa as empresas familiares, e 0 as empresas não familiares. Por fim, a terceira variável de interesse é uma interação das duas primeiras (ANOSEXP*FAMILIAR) (representada por EXPFAMILIAR). Essa variável é responsável por analisar se existe diferença na remuneração total de executivos entre empresas familiares e não familiares que efetuaram aquisições corporativas.

De acordo com Steiger, Duller e Hiebl (2015) não existe um conceito padrão para a classificação de empresas em familiares e não familiares. No entanto, duas abordagens, normalmente, são utilizadas em estudos empíricos para tal classificação. Na abordagem de componente de envolvimento, o atributo principal que classifica uma empresa como familiar (ou não) é o envolvimento da família na empresa, mensurado pela influência no negócio mediante o controle, a propriedade e a gestão (CHRISMAN; CHUA; SHARMA, 2005; ZELLWEGER; EDDLESTON; KELLERMANN, 2010; MAZZI, 2011). Já a abordagem de identidade organizacional julga uma empresa como familiar quando a própria empresa se autodeclara como empresa familiar (CHUA et al., 1999; MAZZI, 2011).

Nesta pesquisa, as duas abordagens são consideradas. Primeiro averígua-se no Formulário de Referência (item 6.3) se a empresa se autodeclara como familiar ou não familiar (abordagem de identidade organizacional). Em seguida, caso necessário, verifica-se se o controle, a propriedade e a gestão da empresa (abordagem de componente de envolvimento) se encaixam simultaneamente nos parâmetros estabelecidos no Quadro 1. Se ao menos uma das abordagens é atendida, a empresa pertence ao grupo familiar; senão, pertence ao grupo não familiar.

As variáveis de controle são: Governança corporativa (GOV): espera-se que empresas com níveis diferenciados de governança remunerem menos os executivos, em razão dos melhores mecanismos de monitoramento e controle interno para o alinhamento de interesses (MERCHANT; VAN DER STEDE, 2007; ARMSTRONG; ITTNER; LARCKER,

2012). Uma variável *dummy* é criada, em que 1 representa as empresas que participam de segmento diferenciado de governança

corporativa conforme a listagem da B³ (Nível 1, Nível 2, Novo Mercado ou Bovespa Mais), e 0 caso contrário (Tradicional).

Quadro 1. Classificação das empresas como familiares.

Medida	Descrição	Fonte	Autores
Controle	O acionista familiar é um acionista controlador.	Itens 12.9 e 15.1/2 do Formulário de Referência.	La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999); Martinez e Ramalho (2014); Silva, Souza e Klann (2016) e Santos e Silva (2018).
Propriedade	Mais de 10% das ações com direito a voto pertencem aos acionistas da família.	Itens 12.9 e 15.1/2 do Formulário de Referência	La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999); Martinez e Ramalho (2014) e Silva, Souza e Klann (2016).
Gestão	O Conselho de administração é composto por dois ou mais membros da família.	Itens 12.6/8 e 12.9 do Formulário de Referência.	La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999); Martinez e Ramalho (2014); Silva, Souza e Klann (2016) e Santos e Silva (2018).

Fonte: Elaboração própria.

Tamanho do conselho administrativo (TAM_CONS): conselhos administrativos maiores podem resultar em problemas de comunicação e coordenação, o que enfraquece o monitoramento dos executivos (OZKAN, 2012; CONYON; HE, 2016). Com o fraco monitoramento, o alinhamento de interesses tende a ser pela remuneração e, por isso espera-se uma relação negativa entre o número de conselheiros administrativos e a remuneração de executivos.

Tamanho da empresa (TAM_EMP): segundo Murphy (1999) o tamanho da empresa tem uma relação positiva com a remuneração de executivos. A justificativa decorre pela maior complexidade das grandes empresas, o que faz com que empresas de maior porte demandem maiores habilidades de seus executivos em relação às empresas de porte menor (GRINSTEN; HRIBAR, 2004; CESARI; GONENC; OZKAN, 2016). Neste estudo, utiliza-se como proxy para tamanho da empresa o logaritmo natural do ativo total.

Oportunidade de crescimento (MTB): em empresas com maiores oportunidades de crescimento, existe uma maior assimetria informacional entre os acionistas e os executivos (GAVER; GAVER, 1995). Isso ocorre pelo fato de os executivos possuírem maiores e melhores informações privadas sobre os valores dos projetos futuros e, também, porque é mais difícil observar o esforço gerencial nas empresas em crescimento (SMITH JR; WATTS, 1992). Assim, empresas com maiores oportunidades

de crescimento oferecem maiores chances de expropriação e têm custos de agência mais altos (GAVER; GAVER, 1995; CONYON; HE, 2016; CORDEIRO et al., 2016). Com isso, supõe-se uma relação positiva entre oportunidade de crescimento e remuneração de executivos. Considera-se o *market-to-book* como proxy de oportunidade de crescimento, mensurado pela relação entre o valor de mercado e valor contábil da empresa.

Retorno (RET): a remuneração de executivos deve estar relacionada positivamente com o retorno da empresa, para um melhor alinhamento de interesses entre os executivos e os acionistas (CORDEIRO et al., 2016). Assim, quanto maior o retorno da empresa, maior será a remuneração paga aos seus executivos, em virtude dos maiores resultados alcançados. Como proxy de retorno da empresa, usa-se o retorno sobre os ativos ajustado pela indústria.

Volatilidade (VOLAT): espera-se que empresas com ações mais voláteis remunerem melhor seus executivos, em detrimento dos maiores riscos oriundos dessas variações (SMITH JR; WATTS, 1992; CONYON; HE, 2016; CORDEIRO et al., 2016). A proxy utilizada para volatilidade é o desvio padrão da percentagem de retorno diário ao longo de um período de um ano (desvio padrão do retorno).

Endividamento (END): os pagamentos de parcelas relativas às dívidas com credores diminuem o fluxo de caixa livre da empresa,

além de reduzir a capacidade dos executivos em utilizar recursos da empresa para seu próprio benefício (JENSEN, 1986), limitando, assim, sua remuneração. Logo, assim como Cesari, Gonenc e Ozkan (2016), espera-se uma relação negativa entre a remuneração de

executivos e o endividamento, o qual corresponde à razão entre as dívidas de longo prazo e o valor contábil dos ativos. Exibe-se, na Tabela 1, o resumo das variáveis utilizadas para testar a hipótese de pesquisa.

Tabela 1. Variáveis dependente, independente de interesse e de controle.

Variável Dependente			
Variável	Descrição	Sinal esperado	Autores
Remuneração total média (RTM)	Razão entre (salário ou pró-labore + benefícios diretos e indiretos + participações em comitês + outros valores fixos + bônus + participação nos resultados + participação em reuniões e comissões + outros valores variáveis + embasamento em ações) e o número de executivos da empresa.		Armstrong, Ittner e Larcker (2012) e Cesari, Gonenc e Ozkan (2016).
Variáveis Independentes de Interesse			
Variável	Descrição	Sinal esperado	Autores
Anos de experiência em aquisição(ANOSEXP)	Número de anos acumulados que a empresa fez, pelo menos, uma aquisição.	+	Hayward (2002).
Familiar (FAMILIAR)	1 = empresas familiares; 0 = empresas não familiares.	-	Cesari, Gonenc e Ozkan (2016) e Santos e Silva (2018).
Anos de experiência em aquisição*Familiar (EXPFAMILIAR)	Variável interativa = ANOSEXP*FAMILIAR.	-	
Variáveis de Controle			
Variável	Descrição	Sinal esperado	Autores
Governança corporativa (GOV)	1 = Empresas que participam de segmento diferenciado de governança corporativa; 0 = caso contrário.	-	Armstrong, Ittner e Larcker (2012).
Tamanho do conselho administrativo (TAM_CONS)	Número de conselheiros administrativos.	+	Conyon e He (2012) e Conyon e He (2016).
Tamanho da empresa (TAM_EMP)	LN do ativo total.	+	Grinsten e Hribar (2004) e Cesari, Gonenc e Ozkan (2016).
Oportunidade de investimento (MTB)	Relação entre o valor de mercado e o valor contábil da empresa.	+	Conyon e He (2012), Conyon e He (2016), Cesari, Gonenc e Ozkan (2016), e Cordeiro et al. (2016).
Retorno (RET)	Retorno sobre o ativo da empresa menos a média de retorno sobre o ativo da indústria.	+	Cesari, Gonenc e Ozkan (2016) e Cordeiro et al. (2016).
Volatilidade (VOLAT)	Desvio padrão anual da percentagem de retorno de ações diárias.	+	Brick, Palmon e Wald (2006), Cesari, Gonenc e Ozkan (2016), Conyon e He (2016) e Cordeiro et al. (2016).
Endividamento (END)	Dívida de longo prazo dividida pelo ativo.	-	Cesari, Gonenc e Ozkan (2016).

Fonte: Elaboração própria.

3.3 MODELO EMPÍRICO

Para testar a hipótese de pesquisa, os dados são estruturados em forma de painel desbalanceado, sendo o modelo, definido a seguir, estimado pelo método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO).

$$RTM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ANOSEXP_{i,t-1} + \beta_2 FAMILIAR_{i,t-1} + \beta_3 EXPFAMILIAR_{i,t-1} + \beta_4 GOV_{i,t-1} + \beta_5 TAM_CONS_{i,t-1} + \beta_6 TAM_EMP_{i,t-1} + \beta_7 MTB_{i,t-1} + \beta_8 RET_{i,t-1} + \beta_9 VOLAT_{i,t-1} + \beta_{10} END_{i,t-1} + \mu$$

Tabela 2. Adequação do modelo de regressão múltipla.

Teste	RMT (p-valor)
F de Chow	0,0000***
Lagrangian Multiplier de Breusch-Pagan	0,0000***
Hausman	0,1797

***Estatisticamente significativa ao nível de 1% (p-valor < 0,01).

Fonte: Elaboração própria.

Como mostra a Tabela 2, a hipótese nula dos testes *F de Chow* e *LM de Breusch-Pagan* é rejeitada (p-valor < 0,05) e, portanto, o modelo *POLS* não é considerado o mais apropriado para este estudo. Adicionalmente, o p-valor do teste de *Hausman* é maior que 0,05 e, por isso a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado não é rejeitada ao nível de 5%.

Para atender aos pressupostos do modelo de regressão múltipla por MQO, são feitos os testes de normalidade e heterocedasticidade dos resíduos, multicolinearidade e autocorrelação serial. O p-valor do teste *Shapiro-Francia* é próximo de 0 (zero), o que indica que os resíduos não seguem distribuição normal. Entretanto, Wooldridge (2015) argumenta que a violação deste pressuposto é comum em estudos que utilizam várias observações (o que é o caso desta pesquisa), devido às propriedades assintóticas dos estimadores obtidos por MQO.

Para verificar se existem problemas de heterocedasticidade, é realizado o teste de *Breush-Pagan*, que tem como hipótese nula variância constante dos resíduos (FÁVERO; BELFIORE, 2017). Como o resultado é próximo de 1 (um), infere-se que o modelo é homocedástico.

Para verificar qual modelo de dados em painel é o mais adequado para estimar a regressão, os testes *F* de *Chow*, *Lagrangian Multiplier de Breusch-Pagan* e *Hausman* são realizados (FÁVERO; BELFIORE, 2017). Os resultados encontrados são apresentados na Tabela 2.

Já para detectar problemas de multicolinearidade, é feito o teste de fatores de inflacionamento de variáveis. Os valores obtidos são descritos na Tabela 3.

Tabela 3. Resultados do teste de multicolinearidade.

Variável	VIF	1/VIF
ANOSEXP	3,12	0,32
FAMILIAR	2,35	0,43
EXPFAMILIAR	1,90	0,53
TAM_EMP	1,77	0,56
TAM_CONS	1,55	0,65
VOLAT	1,26	0,79
RET	1,20	0,84
MTB	1,13	0,88
GOV	1,12	0,89
END	1,10	0,90
Média VIF	1,65	

Fonte: Elaboração própria.

Nenhum VIF (*Variance Inflation Factor*) é superior a 4. Portanto, não há problemas de multicolinearidade nas variáveis explicativas, pois estas não apresentam correlações muito elevadas ou perfeitas (FÁVERO; BELFIORE, 2017). Por fim, aplica-se o teste de Wooldridge para averiguar se há autocorrelação serial. Dado que o p-valor encontrado é 0,10, a hipótese nula de ausência de autocorrelação não é rejeitada. Os dados são *winsorizados* ao nível de 5% (com exceção das variáveis *dummy*) com o intuito de suavizar à média as informações discrepantes e utiliza-se o software STATA 13® para a análise dos resultados.

4 RESULTADOS

As estatísticas descritivas das variáveis antes e após a técnica de *winsorização* são expostas na Tabela 4.

Em relação à técnica de *winsorização*, percebe-se que, de modo geral, há uma alteração significativa na média e no desvio padrão das variáveis causada pela suavização das extremidades, o que é perceptível quando se compara o antes e o depois do máximo e do mínimo. Conforme informações presentes na Tabela 4, a remuneração total média de executivos é de R\$ 2.522.756 (antes da *winsorização*), sendo a maior remuneração total média de aproximadamente R\$ 25.300.000 paga pela Vale S. A., classificada no grupo de empresas não familiares, em 2011, ano em que a média é de 7,75 executivos. Este resultado é semelhante aos encontrados por Gomez-Mejia, Larraza-Kintana e Makri (2003) e Santos e Silva (2018), os quais evidenciam que os maiores valores de remuneração total média

pertencem às empresas não familiares.

Além das informações de remuneração, destaca-se que 82% das observações participam de algum segmento diferenciado de governança corporativa da B³, número relativamente superior quando comparado a todas as empresas listadas na B³, que é cerca de 55%. Ainda, é importante dizer que o número de executivos da empresa pode ser não inteiro, uma vez que, por causa da rotatividade, se algum executivo deixar o quadro de funcionários ou ingressar à empresa ao longo do ano, o valor indicado no Formulário de Referência é proporcional ao tempo de permanência naquele ano.

A Tabela 5 apresenta o resultado da regressão.

Tabela 4. Estatísticas descritivas das variáveis antes e após a técnica de *winsorização*.

Variável	Média		Desvio-Padrão		Mínimo		Máximo	
	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois
RTM (milhares)	2.522,76	2.346,28	2.804,59	2.014,62	1,16	247,57	25.300,00	8.166,14
ANOSEXP	1,11	1,11	1,05	1,05	1	1	6	6
FAMILIAR	0,41	0,41						
EXPFAMILIAR	0,49	0,49						
GOV	0,82	0,82						
TAM_CONS	7,73	7,48	3,23	2,21	1	4	24	12
TAM_EMP	22,21	22,23	1,71	1,44	16,27	19,82	27,53	24,95
MKT	2,47	2,15	8,13	1,95	-21,83	0,14	200,52	7,66
RET	33,69	34,62	325,95	11,43	-64,61	-13,42	3.993	37,92
VOLAT	0,02	0,02	0,01	0,01	5E-05	19,82	0,14	0,04
END	0,32	0,32	0,17	0,16	0	0,01	1,10	0,61

Fonte: Elaboração própria.

Tabela 5. Resultado da regressão múltipla.

Variável dependente: RTM			
Variável de interesse e controle	Sinal Esperado	Coeficiente	P-Valor
ANOSEXP	+	325.003***	(0,001)
FAMILIAR	-	- 203.853	(0,531)
EXPFAMILIAR	-	- 297.266**	(0,016)
GOV	-	14.289	(0,971)
TAM_CONS	+	72.087*	(0,074)
TAM_EMP	+	439.743***	(0,000)
MKT	+	185.285***	(0,000)
RET	+	- 576	(0,922)
VOLAT	+	- 3.325.727	(0,712)
END	-	- 2.027.413***	(0,000)
CONSTANTE		- 8.095.537***	(0,000)
R ²		0,34	

***Estatisticamente significativa ao nível de 1% (p-valor < 0,01); **estatisticamente significativa ao nível de 5% (p-valor < 0,05); *estatisticamente significativa ao nível de 10% (p-valor < 0,10). P-valores entre parênteses.

Fonte: Elaboração própria.

A variável anos de experiência em aquisição busca verificar a relação entre a remuneração de executivos e as aquisições corporativas. O coeficiente dessa variável se mostra positivo e estatisticamente significativo a um nível de 1% (p-

valor < 0,01) e, portanto, em média, a remuneração total de um executivo aumenta cerca de R\$ 325.003 no ano seguinte à realização de pelo menos uma atividade de aquisição. Este achado vai ao encontro dos trabalhos de Datta,

Iskandar-Datta e Raman (2001), Grinstein e Hribar (2004) e Harford e Li (2007).

A variável familiar apresenta coeficiente negativo, porém, devido à falta de significância estatística em relação a variável dependente, este estudo não fornece evidências empíricas suficientes de que a remuneração total média de executivos é influenciada pelo fato de a empresa pertencer ou não ao grupo familiar. Este resultado diverge dos obtidos em outras pesquisas (GOMEZ-MEJIA; LARRAZA-KINTANA; MAKRI, 2003; CHEN; HSU; CHEN, 2014; BAEK; FAZIO; 2015), as quais indicam que a remuneração de executivos é influenciada pelo tipo de controle e propriedade da empresa, se familiar ou não familiar.

A expfamiliar é uma variável interativa, produto das variáveis “anos de experiência em aquisição” e “familiar”, que busca analisar se existe diferença na remuneração de executivos entre empresas familiares e não familiares após os eventos de aquisições corporativas. O coeficiente da expfamiliar se mostra negativo e estatisticamente significativo ($p\text{-valor} < 0,05$), o que converge com o estudo de Cesari, Gonenc e Ozkan (2016) de que enquanto nas empresas familiares a remuneração dos CEOs não aumenta durante o período pós-aquisição, nas empresas não familiares há um acréscimo da remuneração do CEO com o evento de aquisição. Deste modo, confirma-se a hipótese de pesquisa (H_1) e, então, infere-se que o aumento na remuneração de executivos das empresas não familiares é superior em relação as empresas familiares no período pós-aquisição.

De modo geral, Cesari, Gonenc e Ozkan (2016) relatam que essas diferenças entre empresas familiares e não familiares decorrem principalmente das distintas relações de agência. Conforme os autores, as empresas com participação acionária familiar concentrada podem mitigar os problemas de agência oriundos da separação entre propriedade e controle devido ao maior alinhamento dos interesses entre o acionista familiar controlador e os investidores externos, pois como os acionistas familiares controladores possuem fortes incentivos para monitorar a gestão, provavelmente os CEOs dessas empresas não se envolvem em processos

de aquisições como meio de promover interesses pessoais, neste caso de aumentar os pacotes de remuneração.

O tamanho do conselho é significativo ao nível de 10% e apresenta coeficiente positivo conforme o esperado. Assim, este resultado reforça o argumento de que maiores conselhos administrativos podem gerar problemas de coordenação, comunicação e monitoramento da gestão da empresa (OZKAN, 2012; CONYON; HE, 2016), o que pode elevar a remuneração de executivos. O tamanho da empresa possui significância ao nível de 1% e também apresenta coeficiente positivo consoante o previsto. Isso indica que empresas maiores remuneram mais seus executivos, possivelmente pelo maior tamanho e complexidade da empresa, que podem resultar em maior exigência das habilidades e qualificações dos executivos (GRINSTEN; HRIBAR, 2004; CESARI; GONENC; OZKAN, 2016).

A relação entre *market-to-book* e remuneração total média é significante ao nível de 1% e denota coeficiente positivo, o que confirma o pressuposto de que empresas com maiores oportunidades de investimento remuneram mais seus executivos (GAVER; GAVER, 1995; CONYON; HE, 2016; CORDEIRO et al., 2016). O retorno não apresenta significância estatística em relação à remuneração total média, o que vai ao encontro do trabalho de Grinstein e Hribar (2004), pois, de acordo com os autores, as empresas raramente consideram a dimensão de retorno para a concessão de incentivos aos gestores.

O coeficiente do endividamento se mostra negativo e significante ao nível de 1%, o que confirma a ideia de que empresas mais endividadas remuneram menos seus executivos, provavelmente porque a amortização das dívidas com credores reduz o fluxo de caixa livre da empresa. A Tabela 5 ainda informa que as variáveis governança e volatilidade não são significantes e que o poder de explicação do modelo é de 0,34, ou seja, que 34% da variação da remuneração total média de executivos é explicada pela variação das variáveis explicativas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo tem como objetivo analisar se existe diferença na remuneração total de executivos entre empresas brasileiras familiares e não familiares que efetuaram aquisições corporativas no período de 2009 a 2016. No total, 96 empresas, 39 familiares e 57 não familiares, classificadas a partir das abordagens de componente de envolvimento e de identidade organizacional, participaram de 281 aquisições como adquirentes, as quais são analisadas mediante regressão múltipla com dados em painel.

Inicialmente, os achados indicam que a remuneração total média de executivos não é influenciada pela estrutura de propriedade e controle da empresa, uma vez que a variável familiar não apresenta significância estatística. Esse resultado é surpreendente, pois esperava-se que as empresas familiares remunerassesem menos seus executivos, dado que a remuneração pode funcionar como um mecanismo de alinhamento entre os interesses dos gestores e dos proprietários, e esse alinhamento, supostamente, já acontece de forma natural nas empresas familiares (SANTANA; KLANN, 2016). Talvez, uma explicação seria a possível existência de problemas de agência entre principal (acionistas controladores) e principal (acionistas minoritários) nas empresas familiares (KUAN; LI; CHU, 2011).

Contudo, os resultados encontrados confirmam a hipótese de pesquisa levantada (H1) de que o aumento na remuneração total de executivos das empresas não familiares é superior em relação as empresas familiares no período pós-aquisição, corroborando o trabalho de Cesari, Gonenc e Ozkan (2016). Dessa forma, o presente estudo complementa evidências anteriores de que a remuneração de executivos aumenta após as aquisições (GRINSTEIN; HRIBAR, 2004; HARFORD; LI, 2007) e, além disso, mostra que existe diferença no montante de remuneração total quando se considera a estrutura de propriedade e controle da empresa (familiar ou não familiar).

Assim, em linhas gerais, os achados sugerem que as aquisições corporativas podem ser resultantes da expropriação de riqueza dos acionistas pelos gestores, pois, segundo Harford e Li (2007) e

Cesari, Gonenc e Ozkan (2016), os executivos das empresas adquirentes recebem substanciais aumentos em suas remunerações nos períodos pós-aquisição, independentemente dos resultados alcançados com as aquisições. Logo, visto que este aumento é superior em empresas não familiares em comparação as empresas familiares, os mecanismos de controle e monitoramento por parte dos acionistas sobre a tomada de decisão dos gestores representam um papel importante, sobretudo naquelas empresas onde o distanciamento entre propriedade e gestão tende a ser maior, bem como os conflitos de agência e a assimetria de informação.

Posto isto, como contribuição prática, os resultados podem levar os acionistas das empresas a refletirem sobre o uso da estratégia de aquisições corporativas, uma vez que os executivos das empresas adquirentes não familiares recebem, em média, maiores remunerações. A contribuição teórica está na análise dos temas de aquisição corporativa e de diferenciação da estrutura de propriedade e controle (familiar ou não familiar) das empresas de forma complementar, que permite uma visão diferente dos resultados e peculiar da Teoria da Agência, efeito do maior distanciamento entre a propriedade e controle em empresas não familiares.

O trabalho apresenta algumas limitações. Uma corresponde à classificação das empresas em familiares e não familiares, pois como dito anteriormente, não existe um conceito único/padrão na literatura que separe as empresas em familiares e não familiares. Outra limitação é o excesso de dados sobre remuneração obtidos no Formulário de Referência, demonstrativo não, obrigatoriamente, auditado por auditoria externa. Por fim, outra limitação diz respeito à falta de detalhamento das atividades de aquisições realizadas por empresas brasileiras. Sugerem-se como pesquisas futuras a análise da aquisição na remuneração de executivos sob a perspectiva das empresas adquiridas e a análise da aquisição na remuneração de executivos segregando a variável dependente em fixa e variável.

REFERÊNCIAS

- ADHIKARI, H. P.; SUTTON, N. K. All in the family: The effect of family ownership on acquisition performance. **Journal of Economics and Business**, v. 88, p. 65-78, 2016. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2016.08.001>
- ADUDA, J. The relationship between executive compensation and firm performance in the Kenyan banking sector. **Journal of Accounting and Taxation**, v. 3, n. 6, p. 130-139, 2011. <https://doi.org/10.5897/JAT11.009>
- AKIRA, F. The effects of M&A on corporate performance in Japan: DID Analysis in the era of corporate governance reform. **Japan and the World Economy**, v. 55, p. 1-8, 2020. <https://doi.org/10.1016/j.japwor.2020.101013>
- ALI, A.; CHEN, T.; RADHAKRISHNAN, S. Corporate disclosures by family firms. **Journal of Accounting and Economics**, v. 44, n. 1-2, p. 238-286, 2007. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.01.006>
- ARMSTRONG, C. S.; ITTNER, C. D.; LARCKER, D. F. Corporate governance, compensation consultants, and CEO pay levels. **Review of Accounting Studies**, v. 17, n. 2, p. 322-351, 2012. <https://doi.org/10.1007/s11142-012-9182-y>
- BAEK, H. Y.; FAZIO, P. L. The effect of family ownership and control on equity-based compensation: Evidence from S&P SmallCap firms. **Journal of Family Business Management**, v. 5, n. 1, p. 55-72, 2015. <https://doi.org/10.1108/JFBM-04-2014-0008>
- BAKER, G. P.; JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Compensation and incentives: Practice vs. theory. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 3, p. 593-616, 1988. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04593.x>
- BENDER, R.; MOIR, L. Does 'best practice' in setting executive pay in the UK encourage 'good' behaviour? **Journal of Business Ethics**, v. 67, n. 1, p. 75-91, 2006. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9006-8>
- BENNEDSEN, M.; PÉREZ-GONZÁLEZ, F.; WOLFENZON, D. The governance of family firms. **Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice**, v. 8, p. 371-389, 2010. <https://doi.org/10.1002/9781118258439.ch19>
- BERRONE, P.; CRUZ, C.; GOMEZ-MEJIA, L. R. Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research. **Family Business Review**, v. 25, n. 3, p. 258-279, 2012. <https://doi.org/10.1177/0894486511435355>
- BEUREN, I. M.; SILVA, M. Z.; MAZZIONI, S. Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 13, n. 2, p. 9-25, 2014. <https://doi.org/10.21714/1984-6975FACES2014V13N2ART1556>
- BIANCHET, T. D. S. A.; MAZZIONI, S.; ZANIN, A.; MOURA, G. D. Diferenças no valor adicionado em empresas familiares e não familiares listadas na BM&FBovespa. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 38, n. 1, p. 85-104, 2019. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v38i1.39681>
- BONNER, S. E.; SPRINKLE, G. B. The effects of monetary incentives on effort and task performance: theories, evidence, and a framework for research. **Accounting, Organizations and Society**, v. 27, n. 4-5, p. 303-345, 2002. [https://doi.org/10.1016/S0361-3682\(01\)00052-6](https://doi.org/10.1016/S0361-3682(01)00052-6)
- BORGES, A. F.; LESCURA, C.; OLIVEIRA, J. L. O campo de pesquisas sobre empresas familiares no Brasil: análise da produção científica no período 1997-2009. **Organizações & Sociedade**, v. 19, n. 61, p. 315-332, 2012. <https://doi.org/10.1590/S1984-92302012000200008>
- BOUZGARROU, H.; NAVATTE, P. Ownership structure and acquirers performance: Family vs. non-family firms. **International Review of Financial Analysis**, v. 27, p. 123-134, 2013. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.01.002>
- BRICK, I. E.; PALMON, O.; WALD, J. K. CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism?. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 3, p. 403-423, 2006. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.08.005>
- CAPRIO, L.; CROCI, E.; DEL GIUDICE, A. Ownership structure, family control, and acquisition decisions. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 5, p. 1636-1657, 2011. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.09.008>
- CESARI, A.; GONENC, H.; OZKAN, N. The effects of corporate acquisitions on CEO compensation and CEO turnover of family firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 38, p. 294-317, 2016. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.01.017>

- CHEN, S.; CHEN, X.; CHENG, Q.; SHEVLIN, T. Are family firms more tax aggressive than non-family firms?. *Journal of Financial Economics*, v. 95, n. 1, p. 41-61, 2010. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.02.003>
- CHEN, T.; DASGUPTA, S.; YU, Y. Transparency and financing choices of family firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 49, n. 2, p. 381-408, 2014. <https://doi.org/10.1017/S0022109014000313>
- CHEN, C. J.; HSU, C. Y.; CHEN, Y. L. The impact of family control on the top management compensation mix and incentive orientation. *International Review of Economics & Finance*, v. 32, p. 29-46, 2014. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.01.005>
- CHRISMAN, J. J.; CHUA, J. H.; SHARMA, P. Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm. *Entrepreneurship theory and practice*, v. 29, n. 5, p. 555-575, 2005. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2005.00098.x>
- CHRISMAN, J. J.; DEVARAJ, S.; PATEL, Pankaj C. The impact of incentive compensation on labor productivity in family and nonfamily firms. *Family Business Review*, v. 30, n. 2, p. 119-136, 2017. <https://doi.org/10.1177/0894486517690052>
- CHUA, J. H.; CHRISMAN, J. J.; SHARMA, P. Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, v. 23, n. 4, p. 19-19, 1999. <https://doi.org/10.1177/104225879902300402>
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução CVM no 480, de 7 dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em: 25 jul. 2018.
- CONYON, M. J.; HE, L. CEO Compensation and Corporate Governance in China. *Corporate Governance: An International Review*, v. 20, n. 6, p. 575-592, 2012. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2012.00935.x>
- CONYON, M. J.; HE, L. Executive compensation and corporate fraud in China. *Journal of Business Ethics*, v. 134, n. 4, p. 669-691, 2016. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2390-6>
- CORDEIRO, J.; HE, L.; CONYON, M.; SHAW, T.
- Chinese executive compensation: the role of asymmetric performance benchmarks. *The European Journal of Finance*, v. 22, n. 4-6, p. 484-505, 2016. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2013.769892>
- CORNETT, M. M.; TANYERI, B.; TEHRANIAN, H. The effect of merger anticipation on bidder and target firm announcement period returns. *Journal of Corporate Finance*, v. 17, n. 3, p. 595-611, 2011. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.10.004>
- CRANINCKX, K.; HUGHEBAERT, N. Large shareholders and value creation through corporate acquisitions in Europe. The identity of the controlling shareholder matters. *European Management Journal*, v. 33, n. 2, p. 116-131, 2015. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2014.09.001>
- DATTA, S.; ISKANDAR-DATTA, M.; RAMAN, K. Executive compensation and corporate acquisition decisions. *The Journal of Finance*, v. 56, n. 6, p. 2299-2336, 2001. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00406>
- ERMEL, M. D. A.; MEDEIROS, V. Plano de Remuneração Baseado em Ações: Uma Análise dos Determinantes da sua Utilização. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, v. 31, n. 82, p. 84-98, 2020. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201907620>
- FÁVERO, L. P; BELFIORE, P. *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil, 2017.
- FELDMAN, E. R.; AMIT, R.; VILLALONGA, B. Corporate divestitures and family control. *Strategic Management Journal*, v. 37, n. 3, p. 429-446, 2016. <https://doi.org/10.1002/smj.2329>
- GAVER, J. J.; GAVER, K. M. Compensation policy and the investment opportunity set. *Financial Management*, v. 24, n. 1, p. 19-32, 1995. <https://www.jstor.org/stable/3665874>
- GEPPERT, M.; DÖRRENBÄCHER, C.; GAMMELGAARD, J.; TAPLIN, I. Managerial risk-taking in international acquisitions in the brewery industry: institutional and ownership influences compared. *British Journal of Management*, v. 24, n. 3, p. 316-332, 2013. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2011.00806.x>
- GOMEZ-MEJIA, L. R.; HAYNES, K. T.; NÚÑEZ-NICKEL, M.; JACOBSON, K. J.; MOYANO-

- FUENTES, J. Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, v. 52, n. 1, p. 106-137, 2007. <https://doi.org/10.2189/asqu.52.1.106>
- KUAN, T. H.; LI, C. S.; CHU, S. H. Cash holdings and corporate governance in family-controlled firms. *Journal of Business Research*, v. 64, n. 7, p. 757-764, 2011. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2010.07.004>
- GOMEZ-MEJIA, L. R.; LARRAZA-KINTANA, M.; MAKRI, M. The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. *Academy of Management Journal*, v. 46, n. 2, p. 226-237, 2003. <https://doi.org/10.2307/30040616>
- KUBO, K.; SAITO, T. The effect of mergers on employment and wages: Evidence from Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*, v. 26, n. 2, p. 263-284, 2012. <https://doi.org/10.1016/j.jjie.2011.04.001>
- GRINSTEIN, Y.; HRIBAR, P. CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses. *Journal of Financial Economics*, v. 73, n. 1, p. 119-143, 2004. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.06.002>
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- 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. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01227.x>
- LEUNG, H.; TSE, J.; WESTERHOLM, P. J. CEO traders and corporate acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, v. 54, p. 107-127, 2019. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.09.013>
- HAYWARD, M. L. A. When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990 to 1995. *Strategic Management Journal*, v. 23, n. 1, p. 21-39, 2002. <https://doi.org/10.1002/smj.207>
- MALMENDIER, U.; TATE, G. CEOs comportamentais: o papel do excesso de confiança gerencial. *Journal of Economic Perspectives*, v. 29, n. 4, p. 37-60, 2015. <http://dx.doi.org/10.1257/jep.29.4.37>
- 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. <https://doi.org/10.2307/2393810>
- MARTINEZ, A. L.; RAMALHO, G. C. Family firms and tax aggressiveness in Brazil. *International Business Research*, v. 7, n. 3, p. 129-136, 2014. <http://dx.doi.org/10.5539/ibr.v7n3p129>
- HELSEN, Z.; LYBAERT, N.; STEIJVERS, T.; ORENS, R.; DEKKER, J. Management control systems in family firms: A review of the literature and directions for the future. *Journal of Economic Surveys*, v. 31, n. 2, p. 410-435, 2017. <https://doi.org/10.1111/joes.12154>
- HOLMSTROM, B.; MILGROM, P. Aggregation and linearity in the provision of intertemporal incentives. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, v. 55, n. 2, p. 303-328, 1987. <https://doi.org/10.2307/1913238>
- MATEEV, M. Is the M&A announcement effect different across Europe? More evidences from continental Europe and the UK. *Research in International Business and Finance*, v. 40, p. 190-216, 2017. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.02.001>
- JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.
- MAZZI, C. Family business and financial performance: Current state of knowledge and future research challenges. *Journal of Family Business Strategy*, v. 2, n. 3, p. 166-181, 2011. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2011.07.001>
- KRAUTER, E. Remuneração de executivos e desempenho financeiro: um estudo com empresas brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, v. 7, n. 3, p. 259-273, 2013. <https://doi.org/10.17524/repec.v7i3.988>
- MERCHANT, K. A.; VAN DER STEDE, W. A. *Management control systems: performance measurement, evaluation and incentives*. Pearson Education, 2007.
- HOLMSTROM, B.; MILGROM, P. Aggregation and linearity in the provision of intertemporal incentives. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, v. 55, n. 2, p. 303-328, 1987. <https://doi.org/10.2307/1913238>
- MOURA, G. D.; BEUREN, I. Influência da estrutura de propriedade e do gerenciamento familiar sobre o posicionamento em fusões e aquisições. *Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, v. 25, n. 1, p. 129-149, 2017. <http://dx.doi.org/10.18359/rfce.2658>

- MURPHY, K. J. Executive compensation. *Handbook of Labor Economics*, v. 3, p. 2485-2563, 1999. [https://doi.org/10.1016/S1573-4463\(99\)30024-9](https://doi.org/10.1016/S1573-4463(99)30024-9)
- MURPHY, K. J., "Executive Compensation: Where we are, and how we got there". *Handbook of the Economics of Finance*. Elsevier, 211-356, 2013. <https://doi.org/10.1016/B978-0-44-453594-8.00004-5>
- OZKAN, N. Do CEOs gain more in foreign acquisitions than domestic acquisitions?. *Journal of Banking & Finance*, v. 36, n. 4, p. 1122-1138, 2012. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.12.005>
- PESSANHA, G. R. G.; LOPES, L. P.; CALEGARIO, C. L. L.; SÁFADI, T.; BERNARDO, D. C. D. R. Previsão do Perfil das Instituições Envolvidas em Estratégias de Fusões e Aquisições (F&A) do Setor Bancário Brasileiro. *Contabilidade Vista & Revista*, v. 30, n. 3, p. 73-105, 2019. <https://doi.org/10.22561/cvr.v30i3.4963>
- PIMENTA, D.; PORTO, R. Por que as empresas realizam aquisições com frequência?. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 12, p. e143279, 2018. <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2018.143279>
- RUBACK, R. S.; JENSEN, M. C. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, v. 11, n. 1-4, p. 5-50, 1983. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.244158>
- SANTANA, A. G.; KLANN, R. C. Conservadorismo Contábil e a adoção das IFRS: Evidências em empresas brasileiras familiares e não familiares. *Enfoque Reflexão Contábil*, v. 35, n. 1, p. 35-53, 2016. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v35i1.29417>
- SANTOS, T. R.; SILVA, J. O. A influência da família tem algum efeito? Análise da remuneração dos executivos das empresas familiares e não familiares. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 12, p. e148149, 2018. <http://dx.doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2018.148149>
- SILVA, A.; SOUZA, T. R.; KLANN, R. C. Tempestividade da informação contábil em empresas familiares brasileiras. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, v. 56, n. 5, p. 489-502, 2016. <http://dx.doi.org/10.1590/s0034-759020160504>
- SILVA, J. O. *Remuneração variável de executivos em empresas familiares brasileiras*. 2015. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.
- SMITH JR, C. W.; WATTS, R. L. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, v. 32, n. 3, p. 263-292, 1992. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90029-W](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90029-W)
- STATISTA. Value of mergers and acquisitions (M&A) worldwide from 1985 to 2019 (in billion U.S. dollars). The Statistics Portal, 2020. Disponível em: <<https://www.statista.com/statistics/267369/volume-of-mergers-and-acquisitions-worldwide/>>
- STEIGER, T.; DULLER, C.; HIEBL, M. R. W. No consensus in sight: an analysis of ten years of family business definitions in empirical research studies. *Journal of Enterprising Culture*, v. 23, n. 1, p. 25-62, 2015. <https://doi.org/10.1142/S0218495815500028>
- TANURE, B.; CANÇADO, V. L. Fusões e aquisições: aprendendo com a experiência brasileira. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, v. 45, n. 2, p. 10-22, 2005.
- WELCH, X.; PAVIĆEVIC, S.; KEIL, T.; LAAMANEN, T. The pre-deal phase of mergers and acquisitions: A review and research agenda. *Journal of Management*, v. 46, n. 6, p. 843-878, 2020. doi: 10.1177/0149206319886908
- WOOLDRIDGE, J. M. *Introductory econometrics: A modern approach*. Nelson Education, 2015.
- ZELLWEGER, T. M.; EDDLESTON, K. A.; KELLERMANN, F. W. Exploring the concept of familiness: Introducing family firm identity. *Journal of Family Business Strategy*, v. 1, n. 1, p. 54-63, 2010. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2009.12.003>

Endereço dos Autores:

Rua Samambaia, s/n
 Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas,
 Campus Samambaia
 Goiânia – GO – Brasil
 74001-970