

Poison Pills e Governança Corporativa: Um Estudo no Mercado Acionário Brasileiro

YURI GOMES PAIVA AZEVEDO

Universidade de São Paulo

HELLEN BOMFIM GOMES

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

SÍLVIO HIROSHI NAKAO

Universidade de São Paulo

Resumo

O presente estudo tem por objetivo investigar se existe associação entre a adoção de *poison pills* e os níveis diferenciados de governança corporativa no mercado acionário brasileiro, considerando que a criação da listagem dos segmentos diferenciados de governança corporativa oferece uma oportunidade para a realização dessa investigação. Assim, este estudo preenche uma lacuna na literatura pois, até o presente momento, não foram identificados estudos que investiguem a associação entre a adoção de *poison pills* e a listagem em segmentos diferenciados de governança. A amostra do presente estudo compreende 217 companhias abertas não-financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), com dados disponíveis ao longo do período 2010-2017. A coleta de dados foi realizada por meio da base dados Bloomberg®, bem como do *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os principais resultados evidenciam que a adoção de *poison pills* está positivamente associada à listagem nos segmentos Novo Mercado e Nível 2 de governança corporativa. Assim, a adoção deste dispositivo *anti-takeover* por companhias que possuem nível elevado (Novo Mercado) ou intermediário (Nível 2) de governança pode ser visualizada como uma sinalização de que essas têm procurado, de forma voluntária, adotar mecanismos complementares que visam a proteção dos acionistas minoritários. Esse achado pode ser útil para atuais e potenciais investidores, ao passo que dado o surgimento de companhias abertas com o capital predominantemente disperso no mercado acionário brasileiro, as tentativas de tomada de controle de forma hostil podem ser cada vez mais recorrentes. Além disso, os resultados contribuem teoricamente no sentido de uma possível convergência entre a Teoria da Sinalização e a adoção de *poison pills*, subsidiando a discussão de que a adoção desse dispositivo *anti-takeover* como mecanismo complementar de governança corporativa pode representar um sinal de proteção emitido pelas empresas ao mercado visando a atração de novos investidores.

Palavras-chave: *Poison Pills*, Governança Corporativa, Dispositivos *anti-takeover*.

1 Introdução

Desde que foram introduzidas no mercado de capitais estadunidense, as *poison pills* tornaram-se um popular mecanismo de defesa em tentativas de *takeovers* hostis, tendo em vista que aumentam o poder de negociação dos gestores, tornando essas tentativas de tomada de controle mais onerosas para os potenciais adquirentes (Ryngaert, 1988). A partir dessa inserção das *poison pills* no mercado de capitais, a literatura na área tem levantado duas visões acerca dos fatores que levam à adoção desses mecanismos *anti-takeover*.

Por um lado, a hipótese do alinhamento de interesses dos acionistas preconiza que a adoção de *poison pills* pode ser influenciada por fatores que visam reduzir os conflitos de agência entre gestores e acionistas (Heron & Lie, 2006; Heron & Lie, 2015), como mecanismos relacionados à governança corporativa. No entanto, por outro lado, também é possível que sua adoção seja influenciada por aspectos que não visam beneficiar os acionistas (notadamente os minoritários), mas sim, perpetuar os atuais controladores em suas posições, conforme evidenciado na hipótese do entrenchamento gerencial (Arikawa & Mitsusada, 2011).

A partir dessas duas visões, diversos estudos empíricos foram realizados a fim de identificar os fatores associados à sua adoção por companhias abertas (Arikawa & Mitsusada, 2010; Bhojraj, Sengupta, & Suning, 2017; Dah, Michael, & Dixon, 2017; Davis, 1991; Harris & Madura, 2010; Heron & Lie, 2006; Heron & Lie, 2016; Loh, 1994; Mallette & Fowler, 1992). No entanto, as evidências reportadas pelos estudos anteriores na área não são convergentes no que tange aos aspectos de governança corporativa, bem como econômico-financeiros, que estão associados à adoção das *poison pills* por companhias abertas.

De forma complementar à inexistência deste consenso, também verifica-se que todos os estudos foram realizados em mercados de capitais desenvolvidos, como o Japão (Arikawa & Mitsusada, 2010) e os Estados Unidos (Bhojraj et al., 2017; Dah et al., 2017; Davis, 1991; Harris & Madura, 2010; Heron & Lie, 2006; Heron & Lie, 2016; Loh, 1994; Mallette & Fowler, 1992). Nesse sentido, a criação de segmentos diferenciados de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) pela BM&FBovespa (atual B3) oferece uma oportunidade para investigar a associação entre diferentes níveis de governança corporativa e a adoção de *poison pills* no contexto brasileiro.

A criação dos segmentos diferenciados de governança corporativa partiu da necessidade de aumento da credibilidade das informações financeiras, bem como de atrair novos investidores internacionais. Antes da sua criação, o mercado acionário brasileiro sofria com a ausência de estruturas legais que protegessem os acionistas minoritários, além da falta de transparência das companhias (Manoel, Moraes, Nagano, & Sobreiro, 2018).

Assim, tendo em vista que mercados de capitais emergentes, como o Brasil, possuem menores níveis de proteção ao investidor em comparação com mercados de capitais mais desenvolvidos, como o Japão e os Estados Unidos (Claessens & Yurtoglu, 2013), bem como pelo fato de que nesse ambiente de baixa proteção ao investidor, espera-se que as companhias abertas brasileiras queiram melhor proteger seus acionistas minoritários (Carvalho & Pennacchi, 2012), o presente estudo tem por objetivo investigar se existe associação entre a adoção de *poison pills* e os níveis diferenciados de governança corporativa no mercado acionário brasileiro.

Essa visão baseia-se na perspectiva de que a adoção de *poison pills* envia sinais ao mercado acerca das preferências dos gestores (Arikawa & Mitsusada, 2011). Assim, com o intuito de atrair novos investidores, bem como manter os atuais, é possível que as companhias listadas em melhores níveis de governança corporativa tenham buscado adotar *poison pills* como um dispositivo complementar relacionado à proteção dos investidores, uma vez que ele

fornece benefícios e privilégios aos acionistas da companhia, impedindo a tomada de controle de forma hostil (Rhee & Fiss, 2014).

Dessa forma, nosso artigo preenche uma lacuna nos estudos que analisam as *poison pills* no contexto brasileiro pois, apesar de existirem evidências acerca dos aspectos teórico-conceituais e disposições legais aplicáveis à sua adoção (Vieira, Martins, & Fávero, 2009), do quantitativo e de suas peculiaridades no contexto brasileiro (Ambrozini, Pimenta & Gaio, 2015), bem como de efeitos desse dispositivo *anti-takeover* (Azevedo & Nakao, 2019; Portulhak, Theiss, Kühl e Colauto, 2017), até o presente momento, nenhum estudo examinou os aspectos associados à adoção de *poison pills* por companhias abertas brasileiras.

De forma complementar, preenche uma lacuna na literatura de governança corporativa no Brasil ao passo que — apesar de existirem estudos empíricos que examinam a associação entre os níveis diferenciados de governança e aspectos como a imagem institucional das empresas (Nardi & Nakao, 2008), os custos de auditoria (Bortolon, Sarlo e Santos, 2013), a acurácia das previsões dos analistas (Dalmácio, Lopes, Rezende, & Sarlo, 2013), o valor de mercado das companhias abertas (Caixe & Krauter, 2014), dentre outros — até o presente momento, não foram identificados estudos que investiguem a relação entre os níveis diferenciados de governança corporativa e a adoção de *poison pills* por companhias abertas brasileiras.

2 Referencial Teórico

2.1 *Poison pills*

As *poison pills* tornaram-se um popular mecanismo de defesa em tentativas de *takeovers* hostis pois elas aumentam o poder de negociação dos gestores, tornando esses *takeovers* mais onerosos para os adquirentes-alvo (Davis, 1991; Ryngaert, 1988). Nesse sentido, embora as *poison pills* assumam várias formas, de maneira geral, elas são projetadas para aumentar substancialmente a quantia que um adquirente precisaria pagar para realizar o *takeover* de uma empresa-alvo (Downen, Johnson, & Jensen, 1994).

Nos Estados Unidos, a categoria mais comum é a *poison pill flip-in*, que dilui significativamente a porcentagem de ações detidas pelo investidor adquirente, caso ele tenha atingido determinada porcentagem de ações ordinárias de uma companhia-alvo visando a obtenção do controle de forma hostil. Desse modo, ao acionar a *poison pill*, todos os acionistas, exceto o investidor que adquiriu o montante do percentual de disparo, podem comprar ações com um desconto no seu valor de mercado, diluindo, portanto, a participação do adquirente hostil na companhia-alvo (Sikes, Tian, & Wilson, 2014).

As *poison pills* da categoria *flip-over* também são comuns no mercado de capitais estadunidense. Diferentemente da *flip-in*, esses mecanismos geralmente são desencadeados por fusões, permitindo que os atuais acionistas da companhia-alvo tenham o direito de comprar as ações da nova companhia com um desconto substancial, sendo considerada um importante mecanismo por manter a participação societária desses acionistas na entidade alvo do *takeover* (Long, 2016).

No âmbito Brasileiro, as *poison pills* (também denominadas *Brazilian pills*) são distintas das utilizadas nos Estados Unidos, visto que elas geralmente exigem que o potencial adquirente realize uma oferta pública de aquisição (OPA) destinada a todos os demais acionistas da companhia para adquirir a totalidade das ações da companhia-alvo, atendendo a determinados parâmetros de preço e condições de pagamento (Leal, Carvalhal, & Iervolino, 2015).

Essas diferenças entre as formas das *poison pills* são explicadas por Kabir, Cantrijn e Jeunink, (1997), que descrevem que os dispositivos *anti-takeover* podem apresentar diferenças

entre países devido às características específicas de cada mercado, como práticas de governança corporativa e nível de concentração acionária.

Além disso, estudos empíricos sugerem que os fatores que levam à adoção das *poison pills* também são distintos, uma vez que a adoção desses mecanismos *anti-takeover* pode ser influenciada por fatores que visam reduzir os conflitos de agência entre gestores e acionistas, conforme preconiza a hipótese do alinhamento de interesses dos acionistas (Heron e Lie, 2006; Heron e Lie, 2015). Porém, também é possível que sua adoção seja influenciada por aspectos que não visam beneficiar os acionistas (notadamente os minoritários), mas sim, perpetuar os atuais controladores em suas posições, conforme evidenciado na hipótese do entrincheiramento gerencial (Arikawa & Mitsusada, 2011).

A partir dessas duas visões, diversos estudos empíricos foram realizados, no âmbito internacional, visando identificar os fatores associados à adoção de *poison pills* (Arikawa & Mitsusada, 2010; Bhojraj et al., 2017; Dah et al., 2017; Davis, 1991; Harris & Madura, 2010; Heron & Lie, 2006; Heron & Lie, 2015; Loh, 1994; Mallette & Fowler, 1992). No entanto, ao analisar esses estudos anteriores, verifica-se que não há um consenso acerca dos determinantes da sua adoção e, conseqüentemente, se os fatores são direcionados pela hipótese do alinhamento de interesses dos acionistas ou entrincheiramento gerencial.

Tabela 1 – Síntese dos estudos anteriores que investigam os fatores associados à adoção de *poison pills*

Autor(es)	Amostra	Principais Resultados
Davis (1991)	Companhias abertas Estadunidenses listadas na <i>Fortune</i> 500.	A concentração acionária, a concentração acionária de <i>insiders</i> e o valor de mercado influenciam negativamente a adoção de <i>poison pills</i> . Por outro lado, a presença de <i>shark repellents</i> , a quantidade de <i>interlocks</i> e a concentração institucional influenciam positivamente.
Mallette e Fowler (1992)	Companhias abertas Estadunidenses.	O tamanho da firma, a concentração acionária de <i>insiders</i> e de investidores institucionais, bem como a dualidade do CEO influenciam negativamente na probabilidade de adoção das <i>poison pills</i> .
Loh (1994)	Companhias abertas Estadunidenses.	O tamanho do conselho e o número de membros independentes no conselho influenciam negativamente na probabilidade de adoção de <i>poison pills</i> , ao passo que o tamanho da firma influencia positivamente.
Heron e Lie (2006)	Companhias abertas Estadunidenses.	O excesso de caixa, a concentração acionária de <i>insiders</i> e a dualidade do CEO influenciam negativamente na probabilidade de adoção das <i>poison pills</i> . Por outro lado, a remuneração de executivos, o <i>market-to-book</i> e a presença de <i>staggered boards</i> influenciam positivamente.
Harris e Madura (2010)	Companhias abertas Estadunidenses.	A concentração acionária de <i>insiders</i> , o valor de transação do <i>spin-off</i> , o número de <i>takeovers</i> em empresas do mesmo setor e o <i>market-to-book</i> influenciam positivamente na probabilidade de adoção das <i>poison pills</i> .
Arikawa e Mitsusada (2011)	Companhias abertas Japonesas.	A proporção de investidores estrangeiros e o tempo do CEO no cargo influenciam positivamente a adoção de <i>poison pills</i> , ao passo que o percentual de ações detidas pelo CEO influencia negativamente na adoção.
Heron e Lie (2015)	Companhias abertas Estadunidenses.	A concentração acionária de <i>insiders</i> influencia negativamente a probabilidade de adoção <i>poison pills</i> . No entanto, a presença de <i>staggered board</i> , a performance da companhia e a passagem da regulação de Delaware influenciam positivamente a probabilidade da sua adoção.

Bhojraj et al. (2017)	Companhias abertas Estadunidenses.	O tamanho da firma e o percentual de membros independentes no conselho influenciam negativamente a probabilidade de adoção <i>poison pills</i> , ao passo que a alavancagem e a concentração acionária de <i>insiders</i> e de investidores institucionais influenciam positivamente na probabilidade de adoção.
Dah et al. (2017)	Companhias abertas Estadunidenses listadas na <i>S&P Composite 1500 index</i> .	O tamanho da firma, o percentual de membros independentes no conselho e a propriedade acionária do CEO influenciam negativamente a probabilidade de adoção <i>poison pills</i> . Por outro lado, a dualidade do CEO, a alavancagem e os gastos com pesquisa e desenvolvimento influenciam positivamente na probabilidade de adoção.

Fonte: Elaborado pelos autores

Por um lado, verifica-se que determinados aspectos relacionados a boas práticas de governança corporativa (e.g., presença de *staggered board*, independência do conselho e *board interlocking*) ou relacionados às características das companhias (e.g., performance, *market-to-book*, tamanho e alavancagem) influenciam positivamente a adoção das *poison pills*, estando, assim, em linha com o preconizado pela perspectiva de alinhamento de interesses dos acionistas. Entretanto, algumas evidências também se encontram em consonância com a ótica do entrenchamento gerencial, tendo em vista a influência positiva da dualidade do CEO e da remuneração de executivos na adoção desse dispositivo *anti-takeover*.

Além da inexistência de consenso em relação às visões de alinhamento de interesses dos acionistas e entrenchamento gerencial, também verifica-se que não há um consenso acerca de diversos fatores que explicam a adoção de *poison pills*, como a concentração acionária, o tamanho do conselho, a remuneração de executivos, o *market-to-book*, a performance, a alavancagem e o tamanho da firma.

Apesar de Davis (1991) indicar que a concentração acionária se associa negativamente à adoção das *poison pills*, Mallette e Fowler (1992) não reportam uma relação estatisticamente significativa entre a concentração acionária e adoção de *poison pills*. De forma similar, Loh (1994) reporta que o tamanho do conselho exerce influência negativa na probabilidade de adoção de *poison pills*, diferentemente de Bhojraj et al. (2017) e Dah et al. (2017), que não encontraram uma relação estatisticamente significativa entre o tamanho do conselho e adoção de *poison pills*.

No tocante à remuneração de executivos, apesar de Heron e Lie (2006) evidenciarem que esta se encontra positivamente associada à adoção de *poison pills*, Harris e Madura (2010) e Heron e Lie (2015) indicam, em um mesmo cenário (companhias abertas Estadunidenses), que a remuneração de executivos não possui poder explicativo na adoção deste dispositivo *anti-takeover*.

O mesmo também ocorre para aspectos econômico-financeiros, como a performance, a alavancagem e a oportunidade de crescimento, que, apesar de se mostrarem positivamente associados à adoção de *poison pills* nos estudos de Heron e Lie (2015), Bhojraj et al. (2017), Dah et al. (2017), Heron e Lie (2006) e Harris e Madura (2010), não se apresentaram estatisticamente significantes para explicar a adoção das *poison pills* nos estudos de Mallette e Fowler (1992) e Arikawa e Mitsusada (2011).

Além da inexistência de consenso entre os estudos anteriores, também verifica-se que esses foram realizados apenas em mercados de capitais desenvolvidos, como Estados Unidos e Japão. Existindo, assim, uma diferença significativa entre os aspectos relacionados à

governança corporativa entre esses mercados desenvolvidos e mercados emergentes, como o Brasil.

Essas diferenças são evidenciadas por Claessens e Yurtoglu (2013), que demonstram que os índices de proteção dos acionistas minoritários em mercados desenvolvidos, como os Estados Unidos e Japão (65 e 48, respectivamente), são superiores a índices de alguns países emergentes, como o Brasil (29). Nesse sentido, considera-se que a reputação de um tratamento mais igualitário aos acionistas tem maior valor em países com fraca proteção legal dos acionistas minoritários, como no caso brasileiro (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000).

Assim, considerando a lacuna no que tange aos estudos empíricos que analisam a influência de mecanismos de governança corporativa (e demais determinantes) na adoção de *poison pills* em mercados emergentes, bem como tendo em vista que esses mercados se diferenciam dos mercados desenvolvidos em relação aspectos de governança corporativa (e.g., sua menor proteção aos acionistas minoritários), torna-se relevante investigar os aspectos que levam as companhias abertas brasileiras a adotarem mecanismos relacionados à proteção de acionistas, como as *poison pills*.

2.2 Hipótese de pesquisa

Em um ambiente de baixa proteção ao investidor, não é de surpreender que algumas companhias abertas brasileiras queiram proteger melhor seus acionistas minoritários (Carvalho & Pennacchi, 2012). Assim, considerando que as *poison pills* fornecem benefícios e privilégios aos acionistas, uma vez que impedem a tomada de controle de forma hostil por parte de um potencial investidor (Rhee & Fiss, 2014), é possível que companhias listadas em segmentos diferenciados de governança corporativa possuam uma maior tendência à adoção de *poison pills*.

Sob a ótica da Teoria da Sinalização, os mecanismos e práticas diferenciadas de governança corporativa podem representar sinais da empresa, pois são comunicados ao mercado de que elas podem representar boas oportunidades de investimento, além de assegurar aos interessados (acionistas) sua qualidade e credibilidade informacional (Dalmácio et al., 2013). Nessa perspectiva, estudos anteriores têm mostrado que, por meio da adoção de mecanismos de governança corporativa, as empresas buscam sinalizar, para o mercado, sua preocupação acerca da proteção aos investidores (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2002; Klapper & Love, 2004), sendo a adoção de *poison pills* um desses sinais que recebeu considerável atenção ao longo dos anos (Straska & Waller, 2014).

As *poison pills* — também denominadas como planos de direitos dos acionistas (Malatesta & Walkling, 1988) — são tidas como um dos mecanismos relacionados à proteção dos direitos de acionistas, e estão incluídas até mesmo em índices que mensuram a qualidade da governança corporativa, como o *G-index* proposto por Gompers, Ishii e Metrick (2003). Assim, considerando que a qualidade da governança corporativa no Brasil tem sido determinada por meio de diversos aspectos, sendo um deles a participação em segmentos diferenciados de governança corporativa (Almeida, Scalzer, & Costa, 2008; Bortolon et al., 2013; Dalmácio et al., 2013; Silva, Caixe & Krauter, 2019), espera-se que as companhias listadas nesses segmentos sejam mais propensas a adotar, de forma voluntária, dispositivos que visem a proteção dos seus acionistas, como as *poison pills*.

De forma complementar, é possível que a relação positiva entre a governança corporativa e adoção de *poison pills* no âmbito brasileiro também esteja relacionada à consolidação dos segmentos diferenciados de governança corporativa no Brasil, uma vez que

as companhias listadas nesses segmentos são mais propensas a tentativas de *takeover* hostis devido à tendência de dispersão acionária.

Segundo, Martes (2014), o aumento no número de companhias listadas nos segmentos especiais (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) tem ocasionado uma maior dispersão do mercado de capitais brasileiro (tendo em vista o requisito mínimo de 25% de *free float*), sendo a existência de companhias com capital em um elevado grau de dispersão acionária (pulverizado) e, conseqüentemente, a possibilidade de *takeovers* hostis, uma realidade no Brasil.

Considerando que as *poison pills* tendem a ser implementadas em situações em que um potencial investidor pode adquirir determinada porcentagem de ações ordinárias em circulação de uma companhia alvo do *takeover* hostil até que o montante total adquirido lhe configure como um acionista controlador (Sikes et al., 2014), considera-se que a implementação da *poison pill* torna-se ainda mais importante em companhias listadas no segmento Novo Mercado.

Isto ocorre tendo em vista que as companhias listadas nesse segmento podem emitir apenas ações ordinárias. Assim, o percentual de 25% de *free float* composto apenas por ações ordinárias as torna mais propensas a tentativas de um *takeover* hostil por parte de potenciais adquirentes, que podem adquirir um determinado montante de ações ordinárias que lhes configure como controladores da companhia.

No entanto, companhias listadas no Nível 2 também podem possuir incentivos à adoção voluntária das *poison pills* tendo em vista que nesse segmento já são discutidos aspectos relacionados a operações que desencadeiam a configuração de controle da companhia. Essa visão é pautada no direito de voto por parte de acionistas preferenciais (originalmente sem direito a voto) em eventos de fusão ou aquisição, operações essas em que, segundo Jiraporn (2005), os dispositivos *anti-takeover* podem propiciar uma vantagem estratégica na negociação de maiores prêmios, maximizando, assim, a riqueza dos acionistas.

Nessa perspectiva, tendo em vista que uma melhor governança corporativa propicia um tratamento mais igualitário a todos os *stakeholders* (Claessens & Yurtoglu, 2013), espera-se que companhias listadas em segmentos especiais de governança corporativa estejam adotando as *poison pills*, de forma voluntária, como um dispositivo complementar de proteção aos investidores, conforme proposto na hipótese H₁:

H₁: Companhias listadas em níveis diferenciados de governança corporativa são mais propensas à adoção de *poison pills*.

3 Seleção da Amostra e Design da Pesquisa

3.1 Seleção da amostra

A amostra do presente estudo compreende companhias abertas brasileiras com ações negociada na B3, com dados disponíveis ao longo do período 2010-2017. Esse período foi considerado em decorrência da adoção obrigatória do *International Financial Reporting Standard* no Brasil ter se iniciado em 2010, a qual propiciou um aumento na qualidade das informações contábeis (Pelucio-Grecco, Geron & Grecco, 2014), afetando, assim, dados econômico-financeiros que são interesse nessa investigação.

Os dados econômico-financeiros foram obtidos por meio da base de dados Bloomberg®, ao passo que as informações acerca das *poison pills* e da remuneração de executivos foram obtidas do *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Assim, procedeu-se à coleta das *poison pills* a partir da seção de Alienação do Controle de Ações dos estatutos sociais, bem como dos montantes de remuneração dos executivos a partir da seção Remuneração Total do Conselho de Diretores dos formulários de referência.

A amostra inicial é composta por todas as companhias abertas listadas na B3. Entretanto, foram excluídas as companhias financeiras devido a particularidades em suas estruturas financeiras e operacionais. Além disso, foram excluídas as companhias com dados faltantes. Após as exclusões, a amostra final consiste em 1.377 observações de 217 companhias, conforme evidenciado na Tabela 2.

Tabela 2 – Procedimento de seleção da amostra

	Companhias
Total de empresas de capital aberto brasileiras	412
(-) Companhias financeiras	(78)
(-) Sem dados de remuneração de executivos	(83)
(-) Sem dados para cálculo do <i>market-to-book</i>	(34)
Amostra Final	217

Fonte: Dados da pesquisa.

Visando evitar viés de sobrevivência, não foi requerido que as companhias possuíssem dados ao longo de todos os anos da janela temporal analisada para serem incluídas na amostra. Sendo assim, as análises foram realizadas a partir de dados desbalanceados. Adicionalmente, como forma de mitigar o efeito de *outliers* na amostra, foi aplicada a winsorização dos dados quantitativos ao nível de 1%.

3.2 Design da pesquisa

Com o objetivo de investigar os fatores associados à probabilidade de adoção das *poison pills*, estimou-se o modelo *logit* apresentado a seguir:

$$\log\left(\frac{\pi_{it}}{1-\pi_{it}}\right) = \text{logit}(\pi_{it}) = \beta_0 + \beta_1 NM_{i,t} + \beta_2 N2_{i,t} + \beta_3 N1_{i,t} + \beta_4 \text{Concentração}_{i,t} + \beta_5 \text{TamConselho}_{i,t} + \beta_6 \text{TamFirma}_{i,t} + \beta_7 \text{Perf}_{i,t} + \beta_8 \text{Remuneração}_{i,t} + \beta_9 \text{Alav}_{i,t} + \beta_{10} \text{OportCresc}_{i,t} + \mu_{i,t}$$

Em que: $\left(\frac{\pi_{it}}{1-\pi_{it}}\right)$ é a razão de chance (*odds ratio*); π_{it} é a probabilidade do evento i no período t acontecer (aferido pela variável binária $PoisonPill_{i,t}$, sendo 1 caso a empresa i tenha adotado a *poison pill* no período t , e 0 caso contrário).

Em consonância com estudos anteriores que utilizam a listagem em segmentos especiais da B3 como *proxy* para qualidade da governança corporativa (Bortolon et al., 2013; Caixe & Krauter, 2014; Dalmácio et al., 2013), foram utilizadas as *dummies* Novo Mercado (NM), Nível 2 (N2) e Nível 1 (N1) como variáveis explicativas.

A opção por essa *proxy* pauta-se na perspectiva de que, fundamentada nos quatro pilares base da governança corporativa (preocupação com a equidade no tratamento dado aos investidores, conformidade legal, prestação responsável de contas e transparência nas informações e demonstrações contábeis), a segmentação em níveis diferenciados de governança corporativa tem como objetivo gerar um ambiente mais seguro aos acionistas, usuários e outras partes relacionadas (Nardi & Nakao, 2008).

Assim, as companhias que não se encontram listadas nesses segmentos diferenciados de governança corporativa são captadas pela constante. Na Tabela 3, encontram-se listadas as variáveis incluídas no modelo econométrico, suas formas de mensuração, bem como os estudos prévios relacionados à adoção de *poison pills* (ou dispositivos *anti-takeover*) que subsidiaram sua inclusão.

Tabela 3 – Descrição das variáveis

Abreviação	Variável	Descrição	Estudos Anteriores
<i>Poison Pill</i>	<i>Poison Pill</i>	Variável binária, sendo 1 para companhias que possuem <i>poison pill</i> em seu estatuto social, 0 caso contrário.	Davis (1991); Mallette e Fowler (1992); Loh (1994); Heron e Lie (2006); Harris e Madura (2010); Arikawa e Matususada (2011); Heron e Lie (2015); Bhojraj et al. (2017); Dah et al. (2017).
<i>NM</i>	<i>Novo Mercado</i>	Variável binária, sendo 1 para companhias listadas no Novo Mercado, 0 caso contrário.	-
<i>N2</i>	<i>Nível 2</i>	Variável binária, sendo 1 para companhias listadas no Nível 2, 0 caso contrário.	-
<i>N1</i>	<i>Nível 1</i>	Variável binária, sendo 1 para companhias listadas no Nível 1, 0 caso contrário.	-
<i>Concentração</i>	<i>Concentração Acionária</i>	Percentual acumulado de ações com direito a voto detidas pelo maior acionista em relação ao total de ações com direito a voto.	Sundaramurthy (1996); Heron e Lie (2006); Arikawa e Matsusada (2011).
<i>TamConselho</i>	<i>Tamanho do Conselho</i>	Total de membros no conselho de administração da companhia.	Loh (1994); Schepker e Oh (2013); Dah et al. (2017).
<i>TamFirma</i>	<i>Tamanho da Firma</i>	Logaritmo natural do ativo total.	Loh (1994); Harris e Madura (2010); Schepker e Oh (2013); Gine, Moussawi e Sedunov (2017); Dah et al. (2017).
<i>Perf</i>	<i>Performance</i>	Razão entre lucro líquido e ativo total	Mallette e Fowler (1992); Heron e Lie (2006); Arikawa e Matsusada (2011); Dah et al. (2017); Bhojraj et al. (2017).
<i>Remuneração</i>	<i>Remuneração de Executivos</i>	Soma das remunerações fixa, variável e <i>stock options</i> recebida pelos gestores.	Field e Karproff, (2002); Heron e Lie (2006); Dah et al. (2017).
<i>Alav</i>	<i>Alavancagem</i>	Razão entre total das dívidas e ativo total	Mallette e Fowler (1992); Bhojraj et al. (2017); Dah et al. (2017).
<i>OportCresc</i>	<i>Oportunidade de Crescimento</i>	Razão entre o valor de mercado e o valor patrimonial	Harris e Madura (2010); Heron e Lie (2006); Arikawa e Matsusada (2011); Schepker e Oh (2013).

Fonte: Elaborado pelos autores.

No tocante à concentração acionária (*Concentração*), verifica-se que os padrões de concentração de companhias abertas brasileiras têm reduzido nos últimos anos (Martes, 2014). Assim, devido ao aumento na probabilidade de ocorrência de *takeovers* hostis por parte de companhias com maiores níveis de dispersão acionária, espera-se que companhias com maior concentração acionária apresentem uma menor tendência a adotarem *poison pills* pois a concentração de ações ordinárias naturalmente dificulta a alteração da atual disposição de controle da empresa.

Entretanto, tendo em vista que quando a participação acionária aumenta substancialmente, práticas de entrenchamento gerencial começam a ocorrer (Sundaramurthy, 1996), também é possível que uma maior concentração acionária esteja associada positivamente à adoção de *poison pills*. Essa perspectiva baseia-se na visão de que esse dispositivo *anti-takeover* pode ser utilizado por gestores como uma forma de entrenchamento, prejudicando, assim, os interesses dos acionistas da companhia (Jiraporn, 2005).

Bona-Sánchez, Pérez-Alemán e Santana-Martín (2011) corroboram essa visão, sugerindo que a adoção de dispositivos *anti-takeover* podem exacerbar conflitos de agência

tendo em vista que, quando entrincheirados, os gestores têm maior segurança para tomarem decisões visando à obtenção de benefícios próprios, como reduções na distribuição de lucros aos acionistas e aumentos nas remunerações dos executivos.

Em relação ao tamanho do conselho (*TamConselho*), a literatura sugere que, em empresas com conselhos maiores, a alta gerência pode ter mais dificuldade em influenciar a maioria dos membros da organização a concordar e tomar decisões, como a de implementar uma medida *anti-takeover*, em comparação à companhias com conselhos menores (Singh & Harianto, 1989).

Sendo assim, é provável que o aumento no número de membros no conselho acarrete um maior espectro de interesses que ele representa (Singh & Harianto, 1989). E, por conseguinte, esse crescimento pode torná-lo mais simbólico e reduzir sua efetiva participação no processo de gestão (Hermalin & Weisbach, 2003).

Nesse sentido, considerando que os conselhos menores inspiram uma melhor estrutura de governança, bem como tomam decisões colegiadas de forma mais eficaz (Dah et al., 2017; Hermalin & Weisbach, 2003), sugere-se que conselhos maiores (e conseqüentemente com tomadas de decisões mais difusas) podem ser menos propensos a adotarem mecanismos *anti-takeover*, como *poison pills*.

Em relação ao tamanho da firma (*TamFirma*), estudos anteriores consideram que este atua como um impedimento a *takeovers* hostis devido à complexidade e ao alto custo dessa operação em tais companhias (Cyert, Kang, & Kumar, 2002; Dah et al., 2017). Dessa forma, é esperado que essas maiores companhias sejam alvos mais difíceis para aquisições hostis, existindo, assim, uma relação negativa entre tamanho da firma e a adoção de *poison pills* (Gine et al., 2017; Schepker & Oh, 2013).

Por outro lado, também é possível que firmas maiores, por serem mais monitoradas e conhecidas pelo mercado (González & García-Meca, 2014), sejam alvos mais prováveis de *takeovers* hostis. Essa visão é proposta por Field e Karpoff (2002), que apontam que firmas maiores, no momento da sua abertura de capital, são mais propensas a serem alvos de aquisição quando comparadas às firmas menores.

A Performance da companhia (*Perf*) também pode ser considerada como uma característica que pode determinar a adoção de dispositivos *anti-takeover*. De acordo com Arikawa e Mitsusada (2011), as companhias com baixo desempenho podem ter um incentivo maior para a adoção de *poison pills* uma vez que os preços mais baixos das ações causados pelo menor desempenho em relação às demais companhias facilitam o envolvimento de um potencial adquirente em um *takeover* hostil.

Nesse sentido, empresas com menor performance podem representar oportunidades de investimento potencialmente lucrativas para potenciais adquirentes tendo em vista o possível reduzido valor de mercado e, portanto, tendem a ser mais propensas a adotarem dispositivos *anti-takeover*, como as *poison pills*, do que empresas mais lucrativas (Dah et al., 2017; Heron & Lie, 2006; Mallette & Fowler, 1992).

De forma complementar, gestores com uma performance abaixo do esperado também podem ser mais propensos a sofrerem um *turnover* (Schepker & Oh, 2013). Assim, sob a perspectiva do entrincheiramento gerencial, é possível que os gestores tenham uma maior tendência a adotarem esses mecanismos para se protegerem em suas atuais posições em caso de desempenho abaixo do esperado. Assim, espera-se uma relação negativa entre a performance da companhia e a adoção de *poison pills*.

Outro fator que pode estar associado à adoção de *poison pills* é a remuneração de executivos (*Remuneração*). Nesse sentido, estudos anteriores sugerem que a remuneração pode

ser um fator que torne os gestores mais propensos a se protegerem contra *takeovers* hostis, tendo em vista a associação positiva entre a remuneração de executivos e a adoção de dispositivos *anti-takeover*, como as *poison pills* (Heron & Lie, 2006; Souther, 2016).

Dah et al. (2017) explicam que os gestores geralmente não estão dispostos a sofrer uma ameaça de *takeover*, uma vez que a maioria das aquisições implicam em uma mudança da atual gestão (*turnover*). Assim, os gestores podem ser mais propensos a adotarem *poison pills* visando se manterem em seus cargos e, conseqüentemente, sua remuneração.

De forma complementar, Souther (2016), descreve que a intenção de manter ou elevar os níveis de remuneração pode ser um fator que leve os gestores a adotarem dispositivos *anti-takeover*, ao passo que estes, apesar de beneficiar acionistas, também propiciam o entrenchamento dos gestores, conferindo, assim, um maior poder a estes indivíduos.

Assim como a complexidade das companhias de maior tamanho e a baixa performance podem atuar como determinantes para a não adoção de *poison pills*, empresas altamente alavancadas (*Alav*) são onerosas de adquirir e, assim, possuem uma menor necessidade de adotar esses dispositivos *anti-takeover* por serem alvos menos prováveis que companhias com baixos níveis de alavancagem (Dah et al., 2017).

Essa perspectiva é corroborada por Cochran, Wood e Jones (1985) e Mallette e Fowler (1992), que apontam que à medida em que a alavancagem aumenta, as companhias terão menor probabilidade de enfrentar uma ameaça de *takeover* hostil pois seus altos passivos a tornarão menos atrativa para potenciais investidores.

Por fim, no tocante à oportunidade de crescimento (*OportCresc*), considera-se que o *market-to-book* pode se relacionar com o risco de *takeover* nas companhias ao passo que maiores índices de *market-to-book* (valor de mercado superior ao valor patrimonial) são indicativo de que o mercado está considerando que a atual gestão é eficiente. Nesse sentido, a probabilidade de *takeover*, e, conseqüentemente, alteração da atual gestão, é reduzida, ocasionando um menor incentivo para a adoção de um dispositivo *anti-takeover* (Sundaramurthy, 1996).

Em contrapartida, Harris e Madura (2010) apontam que as empresas com índices mais altos de *market-to-book* podem ser alvos mais atraentes porque podem ter melhores oportunidades de crescimento do que as empresas com índices mais baixos e, portanto, apresentam maior tendência à adoção de *poison pills*.

4 Análise de Resultados

4.1 Análise descritiva

Na análise descritiva, observa-se, em média, que aproximadamente 25% da amostra possui *poison pills* em seus estatutos sociais, o que corresponde a 55 companhias abertas. Essa evidência encontra-se em linha com o estudo de Portulhak et al. (2017), bem como propicia evidenciar, ao longo dos anos, que tem ocorrido um aumento da adoção desse dispositivo *anti-takeover* no Brasil, uma vez que em 2006, apenas sete companhias abertas brasileiras adotavam *poison pills*, conforme evidenciado por Vieira et al. (2009).

Em relação aos segmentos especiais de governança corporativa, observa-se que a maioria das companhias analisadas encontram-se no segmento Novo Mercado (47,7%), seguido no Nível 1 (11,6%) e Nível 2 (5,5%), respectivamente. As demais companhias que compõem a amostra do estudo estão incluídas no segmento Tradicional de governança corporativa (35,2%), sendo retiradas do modelo econométrico a fim de evitar a armadilha da variável *dummy*.

Esse percentual de companhias listadas no Novo Mercado encontra-se em consonância com o estudo de Bortolon et al. (2013), bem como sinaliza que aproximadamente a metade das

companhias abertas não-financeiras listadas na B3 tem buscado, de forma voluntária, estarem listadas no nível mais alto de governança corporativa. Esse aspecto pode ser considerado como uma sinalização de que as companhias abertas têm procurado, de forma voluntária, adotar mecanismos que visam o alinhamento dos interesses entre gestores e acionistas.

Isso corre à medida em que as companhias listadas no Novo Mercado precisam atender uma série de exigências que visam a proteção dos acionistas, sendo alguns exemplos a adoção de política de *tag along*, em que, em caso de alienação da companhia, todos os acionistas têm o direito de vender suas ações pelo mesmo preço que o controlador, bem como a formação do conselho de administração com, no mínimo, cinco membros, cada um com mandato de até dois anos, sendo este formado, ao menos, por 20% de membros independentes (Machado & Famá, 2011; Potin, Silva, Reina, & Sarlo, 2016).

Tabela 4 – Estatística descritiva

Variável	Obs	Média	Desv. Pad.	Mín.	Max.
<i>PoisonPill</i>	1377	0,251	0,433	0	1
<i>NM</i>	1377	0,477	0,499	0	1
<i>N2</i>	1377	0,055	0,228	0	1
<i>N1</i>	1377	0,116	0,320	0	1
<i>Concentração</i>	1377	47,437	25,255	7,342	99,924
<i>TamConselho</i>	1377	7,448	3,111	3	18
<i>TamFirma*</i>	1377	14,418	2,311	6,979	18,317
<i>Perf</i>	1377	0,008	0,146	-0,942	0,247
<i>Remuneração*</i>	1377	12,022	12,565	0,000	89,881
<i>Alav</i>	1377	0,697	0,467	0,058	3,526
<i>OportCresc</i>	1377	2,756	11,027	-0,312	81,649

Fonte: Dados da pesquisa. *Variáveis em logaritmo natural.

No tocante à concentração acionária (*Concentração*), verifica-se que, em média, o principal acionista detém, em média, 47% da totalidade de ações da companhia, em linha com a visão de que as companhias abertas latino-americanas são caracterizadas por uma estrutura de alta concentração acionária em que, diversas vezes, o controlador também assume papel de gestor da companhia (Saona & Muro, 2018).

De forma complementar, observa-se que o tamanho médio do conselho de administração (*TamConselho*) é de sete membros, sendo essa uma possível influência da predominância de companhias listadas no segmento Novo Mercado, que tem como uma das regras a manutenção de, pelo menos, cinco membros no conselho administração (Machado & Famá, 2011).

Em média, verifica-se que as firmas apresentam baixa performance (0,008) e alta alavancagem (0697), fato esse que pode estar relacionado à crise do período 2014-2017, conforme evidenciado por Barbosa (2017). No entanto, apesar desse período de crise econômica, observa-se que as companhias presentes na amostra apresentam oportunidades de crescimento (*OportCresc*), tendo em vista o índice *market-to-book* médio de 15,4769.

A Tabela 5 apresenta os resultados do teste de correlação entre as variáveis inseridas no modelo econométrico. Considerando que as variáveis examinadas não apresentaram normalidade, de acordo com o teste de Shapiro-Wilk, foram realizadas correlações de Spearman entre variáveis quantitativas contínuas, além da correlação de Phi em situações de duas variáveis binárias.

Tabela 5 – Matriz de correlação

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1 <i>PoisonPill</i>	1										
2 <i>NM</i>	0,501	1									
3 <i>N2</i>	0,095	0,230	1								
4 <i>NI</i>	0,188	0,346	0,087	1							
5 <i>Concen tração</i>	-0,364	-0,436	0,129	0,165	1						
6 <i>Tam Conselho</i>	-0,036	0,090	0,177	0,183	-0,034	1					
7 <i>Remun eração</i>	0,284	0,321	0,049	0,042	-0,263	0,398	1				
8 <i>TamFirma</i>	-0,087	0,082	0,132	0,231	0,015	0,512	0,419	1			
9 <i>Perf</i>	-0,035	0,079	-0,036	-0,067	-0,054	0,083	0,184	0,053	1		
10 <i>Alav</i>	0,001	-0,063	0,087	-0,058	0,087	-0,028	-0,051	0,079	-0,376	1	
11 <i>Oport Cresc</i>	0,105	0,212	0,025	-0,050	-0,142	0,209	0,293	0,197	0,214	0,246	1

Fonte: Dados da pesquisa. Coeficientes em negrito são significativos ao nível de 5%.

Os resultados da matriz de correlação sinalizam que as *poison pills* (*PoisonPill*) tendem possuir maior correlação com as companhias listadas no segmento novo mercado (*NM*), do que com companhias listadas no nível 1 (*NI*) ou no nível 2 (*N2*) de governança corporativa. Além dessa relação positiva, verifica-se que empresas com maiores níveis de remuneração (*Remuneração*) e *market-to-book* (*OportCresc*) associam-se positivamente à adoção de *poison pills*, ao passo que a concentração acionária (*Conc*) e o tamanho da firma (*TamFirma*) associam-se de forma negativa.

Por meio da Tabela 5, também verifica-se que a maior correlação entre as variáveis examinadas é de 0,512 (correlação moderada entre *TamFirma* e *TamConselho*). Assim, considera-se que não existem indícios de multicolinearidade, tendo em vista que não há forte correlação entre as variáveis independentes inseridas no modelo econométrico.

4.2 Modelo econométrico

Para investigar a associação entre a adoção de *poison pills* e os níveis diferenciados de governança corporativa no mercado acionário brasileiro, foi utilizado um modelo *logit*, tendo em vista a natureza binária da variável dependente (*PoisonPill*). Os coeficientes reportados na Tabela 6 podem ser interpretados como o aumento (redução) da probabilidade de ocorrência do evento.

Tabela 6 – Modelo econométrico

Variável Dependente	<i>PoisonPill</i>
<i>NM</i>	18,992*** (5,081)
<i>N2</i>	5,889*** (3,134)
<i>NI</i>	-3,950 (0,575)
<i>Concentração</i>	-1,902*** (0,004)
<i>TamConselho</i>	-13,894*** (0,036)
<i>TamFirma</i>	-13,691*** (0,038)
<i>Perf</i>	-75,164**

	(0,166)
Remuneração	1,041 ***
	(0,008)
Alav	-6,198
	(0,217)
OportCresc	1,001
	(0,006)
Constante	-72,047
	(0,230)
Ano	Incluído
Setor	Incluído
<hr/>	
LR chi2	536,07 ***
Goodness-of-fit	1268,14
Count R2	0,821
McFadden's Adjusted R2	0,325

Fonte: Dados da pesquisa. Erros-padrão reportados entre parênteses.
***, **, * indicam significância ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

A partir da Tabela 6, verifica-se que há uma associação positiva entre os níveis de governança corporativa e a adoção de *poison pills* por parte de companhias abertas brasileiras. No entanto, essa associação se restringe apenas às companhias listadas nos segmentos Novo Mercado (NM) e Nível 2 (N2). Os coeficientes indicam que a listagem no Novo Mercado está associada a um aumento médio de, aproximadamente, 19% de probabilidade de adoção de *poison pills*, em comparação com o grupo base (segmento tradicional), ao passo que companhias listadas no Nível 2 apresentam uma maior probabilidade de adoção de, aproximadamente, 6%.

Nesse sentido, considerando que os níveis diferenciados de governança corporativa têm como foco a preocupação com a equidade no tratamento dado aos investidores, conformidade legal, prestação responsável de contas e transparência nas informações e demonstrações contábeis (Nardi & Nakao, 2008), verifica-se que as empresas listadas nos segmentos Novo Mercado (NM) e Nível (N2) têm procurado adotar, de forma voluntária, *poison pills* como um mecanismo complementar de proteção aos acionistas.

A maior probabilidade de adoção de *poison pills* por companhias listadas no Novo Mercado corrobora a visão de que essas companhias, por emitirem apenas ações ordinárias e precisarem manter um *free float* de 25%, são mais suscetíveis a aquisições hostis. Sendo assim, relevante que essas companhias adotem as *poison pills* como um dispositivo complementar à governança corporativa relacionado à proteção dos investidores.

De forma complementar, a associação positiva e estatisticamente significativa entre o Nível 2 e a adoção de *poison pills* pode ser devido às companhias listadas nesse segmento (assim como as listadas no Novo Mercado) adotarem um conjunto de regras de governança mais amplo que o Nível 1, priorizando e ampliando os direitos dos acionistas minoritários, conforme evidenciado por Almeida et al. (2008).

Nesse sentido, verifica-se que a não significância entre o Nível 1 e a adoção de *poison pills* pode estar relacionado ao fato de não ser requerido que as companhias desse segmento adotem práticas relacionadas à proteção dos investidores minoritários. Um exemplo é que o direito de voto por parte de acionistas preferenciais (originalmente sem direito à voto) em operações que desencadeiam a configuração de controle da companhia, como eventos de fusão ou aquisição, só é requerido a partir do Nível 2 de governança corporativa.

Outro aspecto que também sinaliza uma maior preocupação com a proteção dos acionistas minoritários, porém, que só é requerido a partir do Nível 2 é que, no caso de venda de controle da empresa, é assegurado que os detentores de ações ordinárias e preferenciais tenham o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador (Soares, Peters, & Ciasca, 2017). Nesse sentido, devido às principais características do Nível 1 serem de práticas relacionadas ao *disclosure* de informações e liquidez das ações (Dalmácio et al., 2013; Potin et al., 2016), é possível que as companhias listadas nesse segmento não tomem como prerrogativa para suas ações de governança corporativa aspectos de proteção aos acionistas, como a adoção de *poison pills*.

Em relação à concentração acionária (*Concentração*), verifica-se que quanto mais concentrada é a firma, menor sua probabilidade da adoção de *poison pills*. Essa evidência encontra-se em linha com a perspectiva de que companhias com maiores níveis de concentração acionária tendem a apresentar uma menor propensão a adotarem *poison pills* pois a concentração de ações ordinárias naturalmente dificulta a alteração de controle da empresa.

Assim, considerando que as *poison pills* podem ser adotadas por companhias que também possuem um controle concentrado (Vieira et al., 2009), essa relação negativa entre a concentração acionária e adoção de *poison pills* fornece indícios de que esses dispositivos *anti-takeover* podem não estarem sendo adotados no contexto brasileiro com o foco de entrenchamento gerencial, situação essa que poderia ocorrer caso a concentração acionária exercesse influência positiva na adoção das *poison pills*, indicando, assim a busca ou manutenção do entrenchamento gerencial.

No tocante ao tamanho do conselho (*TamConselho*), os resultados indicam que conselhos maiores estão associados a uma redução na probabilidade das companhias adotarem *poison pills*. Essa relação pode estar sob a perspectiva de que o aumento no número de membros no conselho enseja tomadas de decisão mais difusas, o que dificulta a implementação de um dispositivo de proteção como as *poison pills*.

Nesse sentido, a relação negativa indica que as companhias com conselhos menores podem ser mais propensas à adoção desse dispositivo *anti-takeover* no cenário brasileiro, evidenciando que conselhos menores podem ser mais participativos no processo de gestão, o que leva a decisões mais eficazes, além de apresentar uma melhor estrutura de governança (Dah et al., 2017; Hermalin & Weisbach, 2003).

Em relação ao tamanho da firma (*TamFirma*), os resultados indicam que firmas maiores possuem uma menor probabilidade de adotar *poison pills*. Dessa forma, considera-se que a complexidade e o alto custo da operação que acarretaria a modificação de controle em maiores companhias pode torná-las menos suscetíveis a *takeovers* hostis, reduzindo, assim, a necessidade de adoção desse dispositivo *anti-takeover* (Dah et al., 2017).

Quanto à performance (*Perf*), as evidências apontam para uma relação negativa entre essa variável e a probabilidade da adoção de *poison pills*, estando, assim, em linha com a evidência de que firmas com melhor performance são alvos menos atrativos e, por esse motivo, é menos provável que adotem *poison pills* (Mallette & Fowler, 1992).

No tocante à remuneração dos executivos (*Remuneração*), verifica-se que o nível de remuneração se associa positivamente à adoção de *poison pills*, corroborando a visão de que os gestores têm maior probabilidade de adotar defesas de aquisição, como *poison pills*, por seus próprios interesses, quando seus salários são maiores (Heron e Lie, 2006). Portanto, essa adoção, no contexto brasileiro, pode também estar sendo influenciada por fatores que nem sempre visam beneficiar os acionistas.

Essa perspectiva é baseada na visão de que a remuneração pode ser vista como um fator que torna os gestores mais propensos a se protegerem contra *takeovers* hostis, ao passo que estes normalmente incorrem em alterações na atual gestão (*turnover*) e, conseqüentemente, a perda de compensação (Dah et al., 2017; Souther, 2016). No entanto, torna-se relevante ressaltar que esse pode ser um indício de entrincheiramento gerencial, por demonstrar que os gestores que adotam *poison pills* tornam-se arraigados em sua empresa, podendo, assim, agir em seu próprio interesse (Dah et al., 2017).

Por fim, as variáveis relativas à alavancagem (*Alav*) e à oportunidade de crescimento (*OportCresc*) não apresentaram significância estatística. Portanto, não é possível inferir que esses fatores econômico-financeiros tenham relação com a adoção de *poison pills* por companhias abertas brasileiras.

5 Considerações Finais

Sob a perspectiva de que companhias listadas em melhores níveis de governança corporativa podem estar adotando, de forma complementar, mecanismos que propiciem uma maior proteção dos investidores minoritários, o presente estudo procurou verificar se existe associação entre a adoção de *poison pills* e os níveis diferenciados de governança corporativa no mercado acionário brasileiro.

Os principais resultados corroboram essa visão, evidenciando que as companhias abertas listadas no Novo Mercado e no Nível 2, segmentos esses que possuem maiores mecanismos de proteção de acionistas minoritários, associam-se positivamente à adoção de *poison pills* no Brasil. No entanto, não é possível confirmar a hipótese de que companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa são mais propensas à adoção de *poison pills*, tendo em vista que não foi observada associação estatisticamente significativa para as companhias listadas no Nível 1.

Esse achado pode ser útil para atuais e potenciais investidores, ao passo que dado o surgimento de companhias abertas com o capital predominantemente disperso no mercado acionário brasileiro, as tentativas de tomada de controle de forma hostil podem ser cada vez mais recorrentes. Assim, a adoção de *poison pills* por companhias que possuem nível elevado (Novo Mercado) ou intermediário (Nível 2) de governança pode ser visualizada como uma sinalização de que essas têm procurado, de forma voluntária, adotar mecanismos complementares que visam a proteção dos acionistas minoritários.

Além disso, os resultados contribuem teoricamente no sentido de uma possível convergência entre a Teoria da Sinalização e a adoção de *poison pills*, subsidiando a discussão de que a adoção desse dispositivo *anti-takeover* como mecanismo complementar de governança corporativa pode representar um sinal de proteção emitido pelas empresas ao mercado visando a atração de novos investidores.

No entanto, ressalta-se que a adoção de *poison pills* por si só não implica fundamentalmente em proteção aos investidores minoritários, uma vez que é necessário que essa adoção esteja acompanhada de outros mecanismos, como os requisitos para listagem nos níveis diferenciados de governança corporativa.

Por fim, o presente trabalho também contribui para a literatura na área de governança corporativa ao evidenciar, de forma exploratória, possíveis determinantes da adoção de *poison pills* por companhias abertas brasileiras. Nesse sentido, foi observado que a concentração acionária, o tamanho do conselho, o tamanho da firma e a performance da companhia tendem a reduzir a propensão das companhias adotarem este dispositivo *anti-takeover*, de forma contrária a remuneração de executivos, que associa-se positivamente à adoção de *poison pills*.

Em relação às limitações, além da implementação de uma única *proxy* para captar a qualidade da governança corporativa, ressalta-se que os resultados se limitam à verificação de associação entre a adoção de *poison pills* e os níveis diferenciados de governança corporativa, não sendo possível realizar nenhuma inferência acerca da causalidade entre ambas.

Nesse sentido, estudos futuros podem empregar índices de governança corporativa a fim de verificar se os resultados são consistentes com os obtidos, bem como expandir a análise ao identificar a influência de aspectos individuais de governança corporativa na adoção de *poison pills*, como a independência do conselho, dualidade do CEO, board *interlocking* e estrutura piramidal. Por fim, também recomenda-se verificar, por meio de um estudo de evento, se o mercado acionário reage positivamente ou negativamente à adoção das *poison pills* por companhias abertas brasileiras.

Referências

- Almeida, J. C. G., Scalzer, R. S., & Costa, F. M. (2008). Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: Estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(2), 118-131.
- Ambrozini, M. A., Pimenta, T. Jr., & Gaio, L. E. (2015). As pílulas de veneno: cláusulas em estatutos sociais de empresas para dificultar o takeover hostil. *Revista de Administração IMED*, 5(1), 59-69.
- Arikawa, Y., & Mitsuada, Y. (2011). The adoption on poison pills and managerial entrenchment: Evidence from Japan. *Japan and the World Economy*, 23(1), 63-77.
- Azevedo, Y. G. P., & Nakao, S. H. (2019). The influence of poison pills on executive compensation. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 12(3), 39-61.
- Barbosa, F. H. Filho. A Crise Econômica de 2014/2017. (2017). *Estudos Avançados*, 31(89), 51-89.
- Bhojraj, S., Sengupta, P., & Suning, Z. (2017). Takeover defenses: entrenchment and efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 63(1), 142-160.
- Bona-Sánchez, C., Pérez-Alemán, J., & Santana-Martín, D. J. Defense measures and earnings management in an owner dominant context. *Journal of Business & Finance Accounting*, 38(7), 765-793.
- Bortolon, P. M., Sarlo, A. Neto, & Santos, T. B. (2013). Custos de Auditoria e Governança Corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(61), 27-36.
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2014). Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. *Brazilian Business Review*, 11(1), 96-117.
- Carvalho, A. G., & Pennacchi, G. G. (2012). Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firms' migration to premium listings in Brazil. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 883-903

- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1-33.
- Cochran, P. L., Wood, R. A., & Jones, T. B. (1985). The composition of boards of directors and incidence of golden parachutes. *Academy of Management Journal*, 28(3), 664-671.
- Cyert, R. M., Kang, S. H., & Kumar, P. (2002). Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: theory and evidence. *Management Science*, 48(4), 453-469.
- Dah, B. A., Michael, A., & Dixon, R. (2017). Antitakeover provisions and CEO monetary benefits: Revisiting the E-index. *Research in International Business and Finance*, 42(1), 992-1004.
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Rezende A. J., & Sarlo, A. Neto. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie*, 14(5), 104-139.
- Davis, G. F. (1991). Agents without principles? The spread of the poison pill through the intercorporate network. *Administrative Science Quarterly*, 36(4), 583-613.
- Downen, R. J., Johnson, J. M., & Jensen, G. R. (1994). Poison pills and corporate governance. *Applied Financial Economics*, 4, 305-313.
- Field, L. C., & Karpoff, J. M. (2002). Takeover defenses of IPO firms. *The Journal of Finance*, 52(5), 1857-1889.
- Gine, M., Moussawi, R., & Sedunov, J. (2017). Governance mechanisms and effective activism: Evidence from shareholder proposals on poison pills. *Journal of Empirical Finance*, 43, 185-202.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-156.
- González, J. S., & García-Meca, E. (2014). Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets? *Journal of Business Ethics*, 121(3), 419-440.
- Harris, O., & Madura, J. (2010). Cause and effects of poison pills adoptions by spinoff units. *Journal of Economics and Business*, 62(1), 307-330.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9(1), 7-26.
- Heron, R. A., & Lie, E. (2006). On the use of poison pills and defensive payouts by takeover targets. *Journal of Business*, 79(4), 1783-1807.
- Heron, R. A., & Lie, E. (2015). The effect of poison pill adoptions and court rulings on firm entrenchment. *Journal of Corporate Finance*, 35, 286-296.

- Jiraporn, P. (2005). An empirical analysis of corporate takeover defenses and earnings management: evidence from the US. *Applied Financial Economics*, 15(5), 293-303.
- Kabir, R., Cantrijn, D., & Jeunink, A. (1997). Takeover defenses, ownership structure and stock returns in the Netherlands: An empirical analysis. *Strategic Management Journal*, 18(2), 97-109.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.
- Leal, R. P., Carvalhal, A. L., & Iervolino, A. P. One decade of evolution of corporate governance practices in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 13(1), 134-161.
- Loh, C. (1994). The influence of outside directors on the adoption of poison pills. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 33(1), 3-11.
- Long, A. M. (2016). Looking the boardroom door: what can Georgia courts learn from recent Delaware poison pill decisions? *Georgia State University Law Review*, 32(3), 727-754.
- Machado, J. H., & Famá, R. (2011). Ativos intangíveis e governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 8(16), 89-109.
- Malatesta, P. H., & Walking, R. A. (1988). Poison pill securities: stockholder wealth, profitability, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 20, 347-376.
- Mallette, P., & Fowler, K. L. (1992). Effects of Board Composition and Stock Ownership on the Adoption of "Poison Pills". *The Academy of Management Journal*, 35(5), 1010-1035.
- Martes, C. R. (2014). *Sobre o controle minoritário nas companhias listadas no novo mercado*. (Dissertação de doutorado). Faculdade de Direito da Universidade Federal de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Manoel, A. A. S., Moraes, M. B. C., Nagano, M. S., & Sobreiro, V. A. (2018). Cash holdings and corporate governance: The effects of premium listing in Brazil. *Review of Development Finance*, 8(2), 106-115.
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2008). Impacto da Entrada nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre a Imagem Institucional das Empresas. *Contabilidade Vista & Revista*, 19(2), 85-111.
- Pelucio-Grecco, M. C., Geron, C. M. S., & Grecco, G. B. (2014). The effect of IFRS on earnings management in Brazilian non-financial public companies. *Emerging Markets Review*, 21, 42-66.

- Portulhak, H., Theiss, V., Kühl, M. R., & Colauto, R. D. (2017). Poison Pills e Gerenciamento de Resultados: Estudo em Companhias do Novo Mercado da BM&FBovespa. *Revista Universo Contábil*, 13(2), 25-42.
- Potin, S., Silva, V. C., Reina, D., & Sarlo, A. Neto. (2016). Análise da relação de dependência entre proxies de governança corporativa, planejamento tributário e retorno sobre ativo das empresas da BM&FBovespa. *Organizações em Contexto*, 12(23), 455-478.
- Rhee, E. Y., & Fiss, P. C. (2014). Framing controversial actions: Regulatory focus, source credibility, and stock market reaction to poison pill adoption. *Academy of Management Journal*, 57(6), 1734-1758.
- Ryngaert, M. (1988). The effect of poison pill securities on shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 20, 377-417.
- Saona, P., & Muro, L. (2018). Firm- and Country-Level Attributes as Determinants of Earnings Management: an Analysis for Latin American Firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(12), 2736-2764.
- Schepker, D. J., & Oh, W. (2013). Complementary or Substitutive Effects? Corporate Governance Mechanisms and Poison Pill Repeal. *Journal of Management*, 39(7), 1729-1759.
- Sikes, S.A., Wilson, R. J., & Tian, X S. (2014). Investors' Reaction to the Use of Poison Pills as a Tax Loss Preservation Tool. *Journal of Accounting and Economics*, 57(2-3), 132-148.
- Silva, B. A. O., Caixe, D. F., & Krauter, E. (2019). Relação entre governança corporativa e restrição financeira em empresas brasileiras. *Revista de Governança Corporativa*, 6(1), 96-114.
- Singh, H., & Harianto, F. (1989). Management-board relationships, takeover risk, and the adoption of golden parachutes. *Academy of Management Journal*, 32(1), 7-24.
- Soares, A. M., Peters, M. R. S., & Ciasca, D. N. (2017). Evidenciação: índice de conformidade e evidenciação do relatório de administração das empresas de energia elétrica listadas no nível 1 e 2 de governança da BM&FBovespa em 2016 em relação ao parecer de orientação 15/87 da CVM. *Revista Metropolitana de Governança Corporativa*, 2(2), 3-18.
- Souther, M. E. (2016). The effects of takeover defenses: Evidence from closed-end funds. *Journal of Financial Economics*, 119(2), 420-440.
- Straska, M., & Waller, G. (2014). Antitakeover provisions and shareholder wealth: A survey of the literature. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(4), 933-956.
- Sundaramurthy, C. (1996). Corporate governance within the context of antitakeover provisions. *Strategic Management Journal*, 17, 377-394.
- Vieira, J., Martins, E., & Fávero, L. P. L. (2009). Poison pills no Brasil: um estudo exploratório. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 6-24.