



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO E CONTROLADORIA
MESTRADO ACADÊMICO EM ADMINISTRAÇÃO E CONTROLADORIA

JERFERSON FREITAS DA SILVA

***POISON PILLS* E VALOR DE MERCADO: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS EM
EMPRESAS BRASILEIRAS**

FORTALEZA

2023

JERFERSON FREITAS DA SILVA

POISON PILLS E VALOR DE MERCADO: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS EM EMPRESAS
BRASILEIRAS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração e Controladoria.

Linha de Pesquisa: Contabilidade, Controladoria e Finanças.

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Vera Maria Rodrigues Ponte

Coorientadora: Prof^a. Dr^a. Editinete André da Rocha Garcia

FORTALEZA

2023

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal do Ceará
Sistema de Bibliotecas

Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

- S58p Silva, Jerferson Freitas da.
Poison Pills e Valor de Mercado : Evidências Empíricas em Empresas Brasileiras / Jerferson Freitas da Silva. – 2024.
60 f.
- Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Fortaleza, 2024.
Orientação: Profa. Dra. Vera Maria Rodrigues Ponte .
Coorientação: Prof. Dr. Editinete André da Rocha Garcia.
1. Mecanismos anti-takeover. 2. Mercado de controle. 3. Poison pills. 4. Takeover. I. Título.
CDD 658
-

JERFERSON FREITAS DA SILVA

POISON PILLS E VALOR DE MERCADO: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS EM EMPRESAS
BRASILEIRAS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração e Controladoria.

Linha de Pesquisa: Contabilidade, Controladoria e Finanças.

Aprovado em: ___/___/_____

BANCA EXAMINADORA:

Prof^a. Dr^a. Vera Maria Rodrigues Ponte (Orientadora)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof.^a Dr.^a Editinete André da Rocha Garcia (Coorientadora)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof^a. Dr. Dante Baiardo Cavalcante Viana Junior
Universidade do Algarve (UALG)

Prof^a. Dr^a. Edilene Santana Santos
Fundação Getulio Vargas (FGV)

Aos meus pais, por serem a motivação
para a concretização desse trabalho.

AGRADECIMENTOS

A Deus, por ter me dado forças para continuar mesmo diante das adversidades que a vida me propôs durante esta trajetória de mestrado.

Aos meus pais, que mesmo não tendo noção da magnitude do que seja um mestrado, me dão força e acreditam no meu potencial, sendo as minhas motivações para enfrentar este mundão em busca de uma melhor qualidade de vida.

Aos meus professores da graduação, em especial aos professores Francisco Felipe, Ítalo Carlos e Gustavo Nicácio, e às professoras Iriane Tereza, Adriana Martins e Antonia Wigna. Até a graduação, eu não tinha noção da minha capacidade, sempre meio cabisbaixo, reflexo da minha “criação”, mas vocês despertaram o quanto eu sou capaz. É... Eu tenho um débito grande com vocês neste sentido. Gratidão por marcarem a minha vida!

À minha orientadora, Dr^a. Vera Maria Rodrigues Ponte, pela sua essencialidade, suporte e compreensão durante todo este processo, mas sobretudo pelos conhecimentos compartilhados. Obrigado por me acompanhar nessa trajetória! Você foi incrível, gratidão!

À banca examinadora do projeto e qualificação, composta pelo professor Dr. Dante Baiardo Cavalcante Viana Junior e pela professora Dr.^a Editinete André da Rocha Garcia, obrigado por estarem comigo. À Professora Dr^a. Edilene Santana Santos, que participou da banca examinadora referente à defesa final. Sou grato pela disponibilidade e pelas brilhantes contribuições! Vocês foram e são essenciais! Gratidão!

Aos professores do Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria (PPAC) da Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade (FEAAC) da Universidade Federal do Ceará (UFC), pelo conhecimento compartilhado durante todo o programa, tornando esse trabalho possível.

Aos meus amigos (as), pelo companheirismo e apoio emocional durante o programa, em especial a Ítalo Carlos, Geison Calyo, Liandra Medeiros, Yohanna Leoncio, Larissa Portácio e Victor Mateus. Vocês foram e são essenciais! Gratidão!

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) pelo apoio financeiro durante todo o programa.

A todos aqueles que contribuíram, direta ou indiretamente, para a realização deste trabalho.

RESUMO

Em cenários corporativos de pulverização acionária, é imperativo a adoção de mecanismos contra *takeovers* hostis de controle. Um desses mecanismos é a cláusula estatutária denominada de *poison pills*, que é projetada para aumentar demasiadamente a quantia que um potencial comprador precisaria desembolsar para concretizar a aquisição de uma empresa-alvo. Apesar de terem sido implementadas desde a década de 1980 no Estados Unidos, ainda hoje discute-se sobre os efeitos da sua adoção para os acionistas, visto uma possível intensificação dos problemas de agência em empresas adotantes. Nessa discussão, estudos internacionais buscaram entender a reação do mercado quanto à adoção do mecanismo; contudo, não chegaram a um consenso. Diante do aumento de empresas brasileiras adotantes desse mecanismo, bem como considerando as características idiossincráticas do contexto societário nacional, o presente estudo tem como objetivo investigar a relação entre a adoção de *poison pills* e o valor de mercado de empresas brasileiras de capital aberto. Para tanto, foram examinadas 2.388 observações de companhias não-financeiras listadas na B3, no período de 2010 a 2021. Os dados sobre *poison pills* foram coletados a partir da leitura dos estatutos corporativos, e os dados econômico-financeiros na Economática®. Os dados foram analisados utilizando técnicas de estatística descritiva, testes de diferença entre médias, testes de correlação e regressões múltiplas. Os achados do estudo evidenciam uma associação positiva e estatisticamente significativa entre a adoção de *poison pills* e valor de mercado, seja a cláusula de *poison pills* associada ou não a uma cláusula pútrea. Ademais, observou-se que a concentração acionária no principal acionista modera negativamente essa relação quando a *poison pills* não está associada a uma cláusula pútrea. Com base nos resultados, sugere-se que o mercado acionário enxerga a adoção de *poison pills* em âmbito nacional como um mecanismo benéfico e de alinhamento de interesses, porém, à medida que a concentração acionária do principal acionista se eleva, o mercado torna-se mais cauteloso ao atribuir valor às companhias. Essas evidências contribuem para o avanço da discussão teórica sobre a adoção do mecanismo pelas empresas, mas também para a gestão das companhias e para o desenvolvimento do mercado de capitais, ao fornecer *insights* capazes de contribuir para o aperfeiçoamento dos sistemas de Governança Corporativa. Ao fornecer uma base empírica sobre modificações no valor de mercado das companhias em função da adoção de *poison pills*. O estudo contribui ainda para a fundamentação das decisões de investidores em relação a sua carteira de investimento.

Palavras-chaves: Mecanismos *anti-takeover*. Mercado de controle. *Poison pills*. *Takeover*.

ABSTRACT

In corporate scenarios of ownership dispersion, it is imperative to adopt mechanisms against hostile takeovers of control. One of these mechanisms is the statutory clause called poison pills, which is designed to excessively increase the amount potential buyer would need to pay to complete the acquisition of a target company. Although they have been implemented since the 1980s in the United States, there still needs to be more debate about the effects of their adoption on shareholders, given a possible intensification of agency problems in adopting companies. In this discussion, international studies sought to understand the market's reaction to adopting the mechanism; however, they have yet to reach a consensus. Given the increase in Brazilian companies adopting this mechanism, and considering the idiosyncratic characteristics of the national corporate context, the general objective of this study was to investigate the relationship between the adoption of poison pills and the market value of publicly traded Brazilian companies. To achieve the objective, 2,388 observations of non-financial companies listed on B3 were examined from 2010 to 2021. Data on poison pills were collected from reading corporate statutes and economic-financial data from Economática®. To achieve the objective of the study, descriptive statistics techniques, difference between means tests, correlation tests, and multiple regressions were used. The study findings show a positive and statistically significant association between the adoption of poison pills and market value, whether or not the poison pill clause is associated with an eternity clause. Furthermore, it was observed that ownership concentration in the main shareholder negatively moderates this relationship when poison pills are not associated with an eternity clause. In this way, it is suggested that the stock market sees the adoption of poison pills nationwide as a beneficial mechanism and alignment of interests. However, as the shareholding concentration of the principal shareholder increases, the market becomes more cautious when assigning value to companies. This evidence contributes to advancing the discussion in the literature about the adoption of the mechanism by companies, but also to company management and the development of the capital market by providing insights capable of contributing to improving corporate governance systems by providing an empirical basis for changes in the market value of companies due to the adoption of poison pills. The study also contributes to justifying investor's investment decisions.

Keywords: Anti-takeover mechanisms. Control market. Poison pills. Takeover

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Estudos anteriores sobre a reação do mercado às <i>poison pills</i>	28
Quadro 2 – Hipóteses da pesquisa.....	51

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Amostra da pesquisa.....	35
Tabela 2 – Observações por setores econômicos.....	36
Tabela 3 – Variáveis do estudo.....	36
Tabela 4 – Estatística descritiva.....	43
Tabela 5 – Teste de diferença de médias e medianas do valor de mercado entre empresas adotantes e não adotantes de <i>Poison Pills</i> e de Cláusulas Pétreas.....	44
Tabela 6 – Matriz de correlação (coeficiente de Pearson e coeficiente de <i>phi</i> para dummies).....	45
Tabela 7 - Relação entre adoção de <i>poison pills</i> e valor de mercado, este estimado pelo Q de Tobin.....	46
Tabela 8 – Relação entre adoção de <i>poison pills</i> e valor de mercado, moderada pela concentração acionária no principal acionista.....	49

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

B3	Brasil Bolsa Balcão
CP	Cláusulas Pétreas
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IFRS	International Financial Reporting Standards
MQG	Mínimos Quadrados Generalizados
OPA	Oferta Pública de Ações
PP	Poison Pills
TCL	Teorema Central do Limite

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 Contextualização.....	13
1.2 Questão de pesquisa	18
1.3 Objetivos.....	18
1.4 Justificativa	18
1.5 Estrutura do trabalho	19
2 REFERENCIAL TEÓRICO	21
2.1 <i>Takeover</i> hostil e a adoção de mecanismos <i>anti-takeover</i>.....	21
2.2 <i>Poison pills</i>	23
2.3 <i>Poison pills</i> e valor de mercado	27
2.4 <i>Poison pills</i>, valor de mercado e a concentração acionária.....	32
3 METODOLOGIA.....	34
3.1 Tipologia da pesquisa	34
3.2 População e amostra do estudo	35
3.3 Coleta e operacionalização dos dados.....	36
3.4 Tratamento dos dados	39
4 RESULTADO E DISCUSSÕES	43
4.1 Análises descritivas.....	43
4.2 Análise econométrica.....	46
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	53
REFERÊNCIAS	55

1 INTRODUÇÃO

Esta seção apresenta uma contextualização sobre os principais aspectos conceituais e teóricos sobre o tema, conduzindo à problemática e à formulação da questão de pesquisa. Na sequência, são apresentados os objetivos gerais e específicos, assim como a justificativa para a realização da pesquisa, evidenciando suas possíveis contribuições para a academia e para prática no mercado de capitais brasileiro.

1.1 Contextualização

Em mercados de capitais desenvolvidos, as companhias listadas em bolsa são caracterizadas pela pulverização das ações com direito a voto e a ausência de um acionista controlador. Nestes mercados, é comum ocorrer ofertas públicas de ações (OPA) destinadas à aquisição de controle acionário de maneira hostil (*takeover* hostil), observando-se competições pelo controle de uma determinada companhia (Vieira; Martins; Fávero, 2009).

Tal contexto tem demandado um arcabouço regulatório sólido para proteger os interesses dos acionistas e manter a estabilidade do mercado. Esta demanda se relaciona à possibilidade de haver uma grande reestruturação em uma empresa adquirida por meio de um *takeover* hostil, comumente em uma dimensão maior do que em transações de controle amigáveis (Leite, 2021; Pearce; Robinson Junior, 2004). O fenômeno pode ser explicado a partir de ações esperadas do adquirente. Uma vez que o adquirente obtém uma posição de propriedade suficiente para exercer o controle de uma determinada empresa, poderá implementar diversas estratégias, incluindo a integração das duas empresas, alienação ou interrupções de unidades de negócios, demissões em massa, entre outras (Pearce; Robinson Junior, 2004).

Nesse contexto, a existência de arranjos societários dispersos e a ameaça de *takeovers* hostis de controle, que podem de alguma forma impactar a continuidade da companhia-alvo e prejudicar os acionistas, desencadeou o desenvolvimento de uma série de mecanismos de defesa *anti-takeover* (Sunder, 2014; Tachmatzidi, 2018). Entre esses mecanismos, destaca-se a cláusula estatutária denominada genericamente de *poison pills*, por dificultar demasiadamente o processo de aquisição de uma empresa, sendo considerada um dos mais eficientes mecanismos inibidores do *takeover* hostil (Catan, 2019).

O surgimento das *poison pills* remonta à década de 1980 nos Estados Unidos, em um período turbulento para a economia norte-americana, após um grande volume de aquisições de

ativos de grandes corporações. O mecanismo foi criado e aplicado para proteger os direitos e interesses dos acionistas, além de proporcionar-lhes melhores retornos (Maestri, 2011), uma vez que a ausência de um acionista controlador em empresas com capital pulverizado exigia um sólido arcabouço regulatório para proteger os acionistas (Leite, 2021).

No contexto societário e na percepção de um potencial adquirente, uma *poison pills* poder ser definida como uma cláusula de proteção à pulverização acionária ou uma cláusula que dificulta a aquisição do poder de controle por meio de uma oferta inesperada ou indesejável. No Brasil, esse mecanismo geralmente estabelece que o potencial adquirente do controle da organização realize uma Oferta Pública de Ações (OPA) aos demais acionistas ordinários quando sua aquisição atingir determinado percentual de ações da companhia alvo (Maestri, 2011), o que a literatura denomina como "gatilho" ou "percentual de disparo" (Ambrozini; Pimenta Junior; Gaio, 2015).

Uma vez que a cláusula de *poison pills* é ativada, será difícil para o adquirente concluir o processo de aquisição, pois o torna substancialmente mais oneroso, enfraquecendo, desse modo, as ameaças do mercado de controle corporativo (Hu; Tong; Liang, 2021; Rhee; Fiss, 2014). De outra forma, pode-se afirmar que as *poison pills* têm como objetivo tornar a empresa que as adota menos atrativa aos olhos de um investidor interessado em adquirir o controle (Maestri, 2011; Leite, 2021).

No Brasil, até o ano de 2006, apenas sete empresas de capital aberto tinham cláusulas estatutárias de *poison pills*, e nem todas elas estavam livres de um acionista controlador, conferindo um caráter peculiar desses mecanismos em âmbito nacional (Vieira, Martins; Fávero, 2009). Neste contexto societário, as empresas foram tradicionalmente caracterizadas pela concentração de propriedade, geralmente com um acionista controlador identificado, o que justifica a baixa adoção à época, uma vez que a concentração acionária forma naturalmente uma barreira às aquisições hostis (Hu; Tong; Liang, 2021).

No entanto, tem-se observado uma evolução no mercado de capitais brasileiro em direção à dispersão acionária (Peixoto; Buccini, 2013), tornando as empresas alvo de tentativas de aquisição hostil. Como exemplos, podem ser mencionadas a oferta da Sadia pelo controle da Perdigão em 2006 (Vieira, Martins; Fávero, 2009), da Cromossomo Participações II pelo controle da Diagnósticos da América em 2014, da Sapore pelo controle da International Meal Company e da Energisa pelo controle da Eletropaulo em 2018 (Azevedo; Gomes; Nakao, 2021).

Nessa conjuntura, notou-se cada vez mais a preocupação das empresas sobre o desenho de seus estatutos quanto à adoção de mecanismos de proteção do controle, principalmente, no que se refere à introdução de medidas contra aquisições hostis, como as cláusulas de *poison*

pills (Ambrozini; Pimenta Junior; Gaio, 2015). Enquanto até o ano de 2006 apenas sete empresas possuíam uma cláusula de *poison pills*, um estudo mais recente, com dados de 2010 a 2017, aponta que, dentre 217 empresas não-financeiras de capital aberto, 55 possuíam *poison pills* em seu estatuto (Azevedo; Gomes; Nakao, 2021).

A adoção desses mecanismos *anti-takeover* tem sido foco de atenção acadêmica e profissional; todavia, ainda não há um consenso se esses mecanismos são vantajosos ou prejudiciais aos acionistas (Barry; Hatfield, 2011). No mercado estadunidense, por exemplo, ainda que a intenção do desenvolvimento e aplicação de *poison pills* tenha sido proteger os interesses dos acionistas, tem-se questionado sobre uma possível intensificação dos problemas de agência nas empresas adotantes, pois, à medida que este mecanismo protege a empresa de um *takeover* hostil, também pode viabilizar a priorização de interesses dos gestores em detrimento do interesse dos acionistas (Ambrozini; Pimenta Junior; Gaio, 2015; Rhee; Fiss, 2014; Schepker; Oh; Patel, 2018; Straska; Waller, 2014). Neste contexto, surge o principal debate sobre *poison pills*, que busca compreender se a sua adoção é de interesse dos acionistas ou uma tentativa de firmar a gestão em seu cargo (Sunder, 2014).

As *poison pills* podem ser benéficas por oferecer aos acionistas a possibilidade de obtenção de prêmios mais altos em transações de controle (Arikawa; Mitsusada, 2011; Comment; Schwert, 1995; Gine *et al.*, 2017). Neste ponto de vista, os acionistas valorizam o efeito protetor das *poison pills*, pois a sua adoção sinaliza que a companhia resistirá a uma oferta hostil de controle ou exigirá um prêmio que seja do interesse deles (Ferraz; Lopes; Hitzelberger, 2019).

Ademais, ao proteger os gerentes da rotatividade involuntária que comumente segue uma mudança de controle, as *poison pills* podem permitir que a gestão foque em estratégias de longo prazo que aumentam a riqueza dos acionistas (Caton; Goh, 2008, Kacperczyk, 2009). Neste sentido, argumenta-se que cláusulas *anti-takeover* mitigam a miopia gerencial e o conflito de agência principal-agente, sendo favoráveis a melhorias no valor da empresa (Hu; Tong; Liang, 2021).

Em sentido contrário, argumenta-se que, por isolar a gestão do mercado de controle corporativo e garantir uma certa perpetuidade em seu cargo, a adoção de *poison pills* funciona como um mecanismo de entrincheiramento gerencial e aumentam os custos de agência que, em última análise, são suportados pelos acionistas (Ferraz; Lopes; Hitzelberger, 2019; Straska; Waller, 2014). Nestas circunstâncias, a adoção de *poison pills* sinaliza ao mercado que a gestão estaria agindo conforme os pressupostos da teoria da agência, em busca de seus interesses pessoais, e não os dos acionistas (Schepker; Oh; Patel, 2018).

Nessa discussão, diversos estudos internacionais, focados principalmente nos Estados Unidos e Japão, buscaram entender a reação do mercado quanto à adoção desse mecanismo, contudo, não chegaram a um consenso. A literatura tem considerado as *poison pills* como um sinal ambíguo, em razão da inexistência de um consenso da sua relação com o valor de mercado das companhias (Schepker; Oh; Patel, 2018). Nos estudos, observa-se tanto uma reação negativa (Bebchuk; Cohen; Ferrel, 2009; Cremers, Masconale e Sepe, 2016; Cremers; Ferrell, 2014) como positiva (Caton; Goh, 2008; Ferraz; Lopes; Hitzelberger, 2019; Schepker; Oh; Patel, 2018). Aqueles que constatam uma reação negativa do mercado suportam a proposição de intensificação dos conflitos de interesses, em decorrência do entrincheiramento gerencial; enquanto os que suportam uma reação positiva sugerem que as *poison pills* possibilitam a maximização de riqueza dos acionistas, os quais avaliam positivamente a empresa adotante.

No Brasil, embora tenha evoluído o número de empresas de capital aberto adotantes de *poison pills*, pouco se tem investigado sobre suas possíveis consequências. Os estudos empíricos até então realizados investigaram a sua relação com a remuneração de executivos (Azevedo; Nakao, 2019), gerenciamento de resultados (Azevedo *et al.*, 2020; Portulhak *et al.*, 2017), governança corporativa (Azevedo; Gomes; Nakao, 2021) e risco de queda no preço das ações (Azevedo *et al.*, 2023), permanecendo inexplorada a sua relação com o valor de mercado das empresas.

As *poison pills* adotadas por empresas brasileiras guardam algumas peculiaridades em comparação com as estadunidenses, o que potencializa o seu poder, constituindo barreiras rigorosas à dispersão acionária e ao fenômeno de *takeover* (Ambrozini; Pimenta Junior; Gaio, 2015). Conforme os autores, evidencia-se nas *poison pills* brasileiras percentuais de disparo muito baixos, alertando os controladores mais rapidamente sobre um eventual *takeover* e sinalizando o apego pelo controle corporativo. Os autores também mencionam que, diferentemente das *poison pills* americanas, que costumam ser adotadas por um período de dez anos, algumas *poison pills* brasileiras estão aparadas por cláusulas péticas que dificultam a sua remoção ou alteração do estatuto. Esta última característica foi considerada recentemente como um mecanismo de entrincheiramento gerencial, por incentivar as práticas de gerenciamento de resultados (Azevedo *et al.*, 2020).

Além disso, nem todas as companhias adotantes estão livres de um acionista controlador, que em alguns casos detém mais da metade das ações ordinárias (Azevedo; Gomes; Nakao, 2021; Vieira, Martins; Fávero, 2009). Alinhado com esta perspectiva, estudos teóricos-conceituais mencionam que o objetivo das *poison pills* adotadas no Brasil é desestimular a aquisição de um número significativo de ações e intencionar a perpetuidade do controlador, o

que impede, muitas vezes, o arejamento, abertura ou rotatividade da administração (Maestri, 2011, Silva, 2021). Sendo este o objetivo, há de se esperar uma relação negativa da adoção desse mecanismo com o valor de mercado, posto que a concentração do poder de voto em um acionista ou grupo de acionistas é avaliada negativamente pelo mercado nacional (Caixe; Krauter, 2013; Marques; Guimarães; Peixoto, 2015).

A condição de controle de um acionista resulta em poder a seu favor, atribuindo-lhe capacidade para influenciar os administradores a agir em busca de seus próprios interesses (Brandão, 2022; Caixe; Krauter, 2013; Thomsen; Pedersen, 2000). Neste sentido, ao poder perpetuar o controlador em seu cargo, as cláusulas de *poison pills* poderão sinalizar ao mercado um maior domínio deste no processo decisório e, portanto, uma maior possibilidade de expropriação de riqueza.

Além disso, alguns fatores institucionais que caracterizam os países emergentes, como é o caso do Brasil, favorecem a uma avaliação negativa, pelo mercado, das empresas que adotam *poison pills*. Nesses países, evidencia-se uma maior informalidade e infraestruturas governamentais e regulatórias menos maduras (Marquis; Raynard, 2015), problemas graves de governança corporativa (Ahn *et al.*, 2018), maiores níveis de instabilidade macroeconômica, piores níveis de monitoramento por parte dos acionistas e de proteção de investidores minoritários (Viana Junior *et al.*, 2021).

Embora as proposições teóricas e os fatores institucionais favoreçam uma reação negativa do mercado em relação às empresas adotantes de *poison pills*, Azevedo, Gomes e Nakao (2021) demonstram que a adoção de *poison pills* por empresas brasileiras está positivamente associada a companhias listadas nos níveis mais elevados de governança corporativa. Os autores concluem que a adoção do mecanismo, como um dispositivo complementar de governança corporativa, pode representar um sinal emitido pelas empresas com vistas a atrair novos investidores. Tais evidências tangenciam para uma reação positiva do mercado quanto à adoção de cláusulas de *poison pills*, já que empresas com níveis diferenciados de governança são valorizadas pelo mercado acionário (Caixe; Krauter, 2014).

Neste contexto, torna-se oportuna a investigação de alterações no valor de mercado ante a adoção desses mecanismos pelas empresas brasileiras, pois, é natural que os controladores adotem todos os mecanismos que têm à disposição para se defender de um *takeover*; contudo, por trás de tal adoção pode haver não só a busca de proteção aos minoritários e ampliação do valor da empresa, como também motivações pessoais (Ambrozini; Junior; Gaio, 2015), o que poderá, em última análise, influenciar no valor da companhia.

1.2 Questão de pesquisa

Considerando o exposto, e visando a compreensão do efeito da adoção de *poison pills* no valor de mercado das empresas brasileiras, questiona-se: **qual a relação entre a adoção de *poison pills* e o valor de mercado de empresas brasileiras de capital aberto?**

1.3 Objetivos

Com vistas a responder à questão formulada, este estudo tem como objetivo geral **investigar a relação entre a adoção de *poison pills* e o valor de mercado de empresas brasileiras de capital aberto**. Ao considerar as particularidades da adoção do mecanismo pelas empresas brasileiras, este estudo analisa a relação considerando também a adoção da cláusula pética acessória à *poison pills*.

Adicionalmente, e considerando o predomínio de companhias brasileiras com capital concentrado, além de que nem todas as companhias adotantes de *poison pills* estão livres de um acionista controlador, que em alguns casos detém mais da metade das ações ordinárias, este estudo verifica se a relação entre a adoção de *poison pills* e o valor de mercado é influenciada pela concentração acionária do principal acionista.

1.4 Justificativa

O estudo do efeito da adoção de *poison pills* no valor de mercado de empresas brasileiras apresenta contribuições teóricas e práticas. O estudo complementa as evidências empíricas anteriores, que inferem sobre efeitos de alinhamento de interesse ou entrincheiramento gerencial (Azevedo *et al.*, 2020; Azevedo; Gomes; Nakao, 2021, Azevedo; Nakao, 2019) e estudos teórico-conceituais que levantam proposições sobre possíveis efeitos da adoção de *poison pills* (Maestri, 2011; Silva, 2021).

Visando a contribuir para o avanço e aprofundamento das discussões sobre a forma como o mercado acionário enxerga a adoção de *poison pills*, esta pesquisa considera, além da simples adoção do mecanismo, fatores específicos das *poison pills* brasileiras que podem contextualizar a sua relação com o valor de mercado. Para este fim, introduzem-se discussões sobre as cláusulas pétreas, uma característica específica das *poison pills* brasileiras que tem sido considerada como uma forma de proporcionar o entrincheiramento gerencial (Azevedo *et al.*, 2020; Azevedo; Nakao, 2019).

Adicionalmente, é analisada a influência da concentração acionária na relação entre *poison pills* e valor de mercado. Os estudos sobre esta relação concentram-se nos Estados Unidos e Japão (Arikawa; Mitsusada, 2011; Bebchuk; Cohen; Ferrell, 2009, Caton; Goh, 2008; Cremers; Ferrell, 2014; Cremers, Masconale e Sepe, 2016; Rhee; Fiss, 2014; Yeh, 2014; Schepker; Oh; Patel, 2018; Ferraz; Lopes; Hitzelberger, 2019), onde a propriedade das companhias é predominantemente dispersa, diferentemente das companhias brasileiras, em que a propriedade é relativamente concentrada, o que constitui uma defesa natural ao *takeover* hostil (Hu; Tong; Liang, 2021). Logo, é possível que a relação seja influenciada pela concentração acionária.

Compreender a estrutura de propriedade e os fatores que influenciam ou que podem ser influenciados por essas estruturas pode contribuir para a perpetuidade das companhias abertas e para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro (Brandão, 2022). Com isso, contribui-se para o aprimoramento dos sistemas de governança corporativa em busca de uma maior proteção dos acionistas (Marques; Guimarães; Peixoto, 2015). Assim, o estudo trará também implicações práticas para o mercado de capitais, contribuindo para o seu desenvolvimento.

Ao investigar possíveis efeitos da adoção de *poison pills* no valor de mercado, este estudo também pode contribuir para os formuladores de políticas, a exemplo da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que, em 2009, instruiu o Parecer de Orientação nº 36 em relação a inserção de cláusulas pétreas aliadas às *poison pills*, estabelecendo que não aplicaria *enforcement* aos acionistas que votarem a favor da supressão ou alteração das cláusulas. Logo, este estudo fornece evidências empíricas que poderão ser utilizadas para instrução de resoluções ou novos pareceres de instrução sobre a adoção de tais mecanismos, a fim de promover a expansão e funcionamento eficiente e regular do mercado acionário.

Por fim, destaca-se a relevância do estudo para os investidores, uma vez que os resultados poderão auxiliá-los em seus processos de tomada de decisão, levando em consideração distintos cenários de adoção de *poison pills* que, em última análise, poderá impactar nos retornos esperados.

1.5 Estrutura do trabalho

Além desta introdução, este trabalho encontra-se composto de mais cinco seções. Na segunda seção, apresenta-se o referencial teórico, que dá sustentação ao desenvolvimento da

pesquisa, contemplando aspectos conceituais e teóricos sobre *takeover* hostil e mecanismos de defesa adotados pelas empresas, enfocando na adoção de *poison pills*.

Ainda na segunda seção, apresenta-se teoricamente uma relação a ser testada empiricamente entre adoção de *poison pills* e valor de mercado, assim como potenciais fatores que podem intervir nessa relação.

A terceira seção apresenta a metodologia para atingir os objetivos propostos e responder à questão de pesquisa formulada. Dessa forma, dentre outros aspectos, são apresentados os critérios para delimitação da amostra da pesquisa e os procedimentos para obtenção e tratamentos dos dados.

Na quarta seção, apresentam-se os resultados obtidos a partir do tratamento quantitativo dos dados, possibilitando a elaboração das considerações finais apresentadas na quinta seção.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção, apresenta-se a literatura que dá sustentação para a realização do estudo. Inicialmente, apresentam-se conceitos sobre as práticas de *takeover* entre as empresas, evidenciando as situações em que a prática é possível e quando medidas defensivas são adotadas pelas empresas. Posteriormente, apresentam-se os principais aspectos conceituais e teóricos sobre *poison pill*, assim como sua origem e aplicação em âmbito nacional. Por fim, apresentam-se os potenciais efeitos da adoção de *poison pills* no valor de mercado das empresas brasileiras, formulando-se as hipóteses de estudo a serem testadas estatisticamente.

2.1 *Takeover* hostil e a adoção de mecanismos *anti-takeover*

Takeovers são transações para aquisição do controle de uma determinada companhia, entendidas no contexto societário como parte indispensável da estratégia corporativa (Sunder, 2014), podendo ocorrer de maneira amigável (*takeover* amigável) assim como de maneira hostil ou inesperada (*takeover* hostil) (Tachmatzidi, 2017). No caso do *takeover* amigável, a empresa-alvo é adquirida pela adquirente por mútuo acordo, em um processo em que as empresas vislumbram uma oportunidade de negócio (Grandoni, 2021). Nestes casos, antes de fazer uma oferta de aquisição, a empresa adquirente comunica ao conselho de administração da empresa-alvo para que este, ao analisar e concluir que a proposta atende o melhor interesse dos acionistas, aconselhe-os a aceitar a oferta (Grandoni, 2021).

As ofertas amigáveis geralmente beneficiam ambas as companhias. No Brasil, pode-se citar exemplos recentes de aquisição de empresas negociadas amigavelmente, como a compra da Biosev pela Raízen, na área de energia e a aquisição do grupo BIG pelo Carrefour, no setor de varejo, conforme o relatório *Global M&A Report 2022*, da consultoria *Bain & Company*, (Bain; Company, 2022). De acordo com informações divulgadas pela Biosev, a negociação se concentrou em preservar os compromissos de ambas as empresas com todos os seus *stakeholders* e assegurar a sustentabilidade do novo negócio em longo prazo (Biosev, 2021). Já o Carrefour comunicou ao mercado que além de expandir seus formatos tradicionais, voltado para o atacarejo, a companhia passará a atuar em um novo segmento de mercado com o formato *Sam's Club*, abrindo novas alavancas de crescimento (Carrefour, 2022).

Diferentemente do *takeover* amigável, o *takeover* hostil é a oferta não solicitada em que o interessado pode comunicar ao mercado sua intenção em adquirir o controle da empresa sem necessariamente ter negociado com qualquer acionista ou comunicado ao conselho de

administração da sociedade objeto da oferta (Maestri, 2011; Tachmatzidi, 2017). Trata-se de um fenômeno principalmente anglo-americano, sendo ocasional mesmo nesses países, mas que está, há muito tempo, no centro das discussões sobre *takeover* (Burkart; Panunzi, 2007).

A possibilidade de um *takeover* hostil depende de como está estruturada a propriedade da empresa alvo (Armour; Jacobs; Milhaupt, 2011). As experiências internacionais mostraram que os *takeovers* hostis surgirão se a propriedade das ações das empresas se tornar suficientemente dispersa (Huang; Chen, 2019). A ideia está pautada na premissa de que o *takeover* hostil só será possível em empresas cujo capital seja pulverizado ou o controle seja detido por acionista ou grupo de acionistas com menos da metade das ações com direito a voto (controle difuso), de modo que a empresa disponha de ações ordinárias em circulação (*free float*) passível de uma Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) (Silva, 2021).

Esse fenômeno tem sido observado no mercado de capitais nos Estados Unidos, caracterizado por ser um mercado disperso (Burkart; Panunzi, 2007). Contudo, é necessário ressaltar que o mercado de capitais brasileiro tem evoluído rumo à dispersão acionária (Ambrozini; Pimenta Junior; Gaio, 2015; Peixoto; Buccini, 2013), resultando no surgimento de ofertas públicas para aquisição hostil do controle de empresas (Ambrozini; Pimenta Junior; Gaio, 2015).

No Brasil, um dos casos de oferta hostil para aquisição de controle aconteceu em 2006, quando a Sadia tentou adquirir o controle da Perdigão, tendo, no entanto, desistido, alegando que os acionistas componentes do grupo de controle da Perdigão, detentores em conjunto de 55,38% das ações da companhia, haviam recusado a proposta (Maestri, 2011). Esse episódio reforça a questão levantada de que um *takeover* hostil só é possível em companhias com capital disperso, pois no caso de empresas com um acionista ou grupo de acionistas detentores de controle majoritário (mais de 50% das ações) o *takeover* é barrado pelo próprio acionista ou grupo (Huang; Chen, 2019; Silva, 2021).

Podem-se citar ainda alguns casos mais recentes de tentativas de aquisição hostil de controle, como o da Cromossomo Participações II pelo controle da Diagnósticos da América em 2014, o da Sapore pelo controle da International Meal Company e o da Energisa pelo controle da Eletropaulo em 2018 (Azevedo; Gomes; Nakao, 2021).

É neste cenário de possibilidade de *takeovers* hostis e de propriedade pulverizada que surgiram os mecanismos de defesa (*anti-takeover*), a fim de obstruir a aquisição indesejada (Tachmatzidi, 2018), cujo objetivo original foi o de proteger os acionistas, haja vista a necessidade de uma regulação sólida devido à dispersão acionária e inexistência muitas vezes de um acionista ou bloco de acionista controlador (Silva, 2021).

Os mecanismos *anti-takeover* podem ser classificados em preventivos e repressivos (Silva, 2021). Os primeiros são conhecidos na doutrina americana como *Shark repellents* (repelentes de tubarões), fazendo referência aos ofertantes hostis, denominados de “raiders”, como sendo tubarões. Para tanto, esses tipos de defesas têm como finalidade manter os tubarões afastados. Em outras palavras, eles são adotados antes de qualquer tentativa de um *takeover* hostil. Já os repressivos, são adotados diante da tentativa de um *takeover* em curso, visando torná-lo excessivamente mais oneroso.

São diversos os mecanismos adotados pelas companhias, destacando-se alguns, como *poison pills*, paraquedas dourado, cavaleiro branco, *greenmail*, joia da coroa, *pac man*, entre outros. Devido à falta de desenvolvimento do mercado, proibição legal ou regulamentar, muitos desses mecanismos não são utilizados no Brasil. Via de regra, neste ambiente, tem-se aplicado um desses mecanismos, as *poison pills* (Silva, 2021).

2.2 Poison pills

As *poison pills* são inseridas nos estatutos das companhias de forma preventiva e são consideradas, internacionalmente, como um dos mecanismos mais eficientes contra um *takeover* hostil, ao tornar o processo demasiadamente custoso para o adquirente (Catan, 2019). Ao aumentar o custo de aquisição de uma empresa alvo, tais dispositivos enfraquecem a ameaça do mercado de controle corporativo (Hu; Tong; Liang, 2021).

Este mecanismo foi adotado pela primeira vez no início da década de 1980, quando os *takeovers* hostis nos Estados Unidos estavam se tornando frequentes (Rhee; Fiss, 2014). Do ponto de vista do acionista, uma cláusula de *poison pills*, em seu sentido originário, pode ser definida como um prêmio que acompanha as ações ordinárias e garante a todos os acionistas (exceto o adquirente) o direito de comprar ações com preços inferiores ao valor de mercado (Maestri, 2011). Esse direito dos acionistas é ativado quando um investidor ou empresa investidora adquire determinado percentual de ações (geralmente 15% a 35%) sem aprovação prévia do conselho de administração (Rhee; Fiss, 2014).

Nos Estados Unidos, são dois os tipos de *poison pills* mais comumente adotados, o “flip-in” e o “flip-over” (Sunder, 2014). As do tipo “flip-in” fornecem direitos aos acionistas atuais para comprar ações da empresa a preços reduzidos no caso de a empresa ser alvo de uma oferta de aquisição ou se um determinado investidor adquirir um percentual predefinido de ações (Schepker; Oh; Patel, 2018). A ideia por trás desse mecanismo é que a participação do

adquirente seja diluída, aumentando assim o número de ações que o mesmo teria que comprar, tonando o processo de aquisição substancialmente mais custoso (Maestri, 2011).

Já as *poison pills* do tipo “flip-over” dão aos atuais acionistas da empresa-alvo o direito de adquirir ações da adquirente após a aquisição, também por um preço inferior ao de mercado (Straska; Waller, 2014). Este direito somente é exercível em caso de incorporação da empresa alvo pela adquirente, ou seja, quando a empresa adquirente compra todas as ações da empresa-alvo, fundindo-se com ela (Sunder, 2014).

No Brasil, as sociedades anônimas, que tradicionalmente possuíam uma estrutura marcada por um modelo de capital concentrado, com identificação de um acionista controlador e uma reduzida base acionária, passaram por transformações no século XXI, convivendo uma nova realidade, em direção à dispersão acionária (Silva, 2021). Como consequência, surgem também as ofertas públicas para a tomada hostil de controle, permitindo a importação de mecanismos de defesa do direito estrangeiro, como as cláusulas de *poison pills* (Ambrozini; Pimenta Junior; Gaio, 2015; Silva, 2021).

Em virtude de peculiaridades do ambiente legal e societário brasileiro, a cláusula de *poison pills* estabelece regramentos diferentes das americanas, embora o seu objetivo continue sendo o de inibir o fenômeno do *takeover* hostil. No estatuto das empresas brasileiras, este dispositivo prevê geralmente que, em caso de aquisição de determinado percentual de ações de emissão da companhia (10%, 15%, etc.), estará o adquirente obrigado a realizar uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) direcionada aos demais acionistas da empresa-alvo, assim como, geralmente, estabelece critérios de avaliação que aumentam os preços de aquisição das ações (Ungarelli; Albuquerque, 2021).

Não obstante a sua eficiência em limitar o fenômeno do *takeover* hostil, a literatura tem levantado perspectivas teóricas de que nem sempre a adoção de tais mecanismos é benéfica do ponto de vista dos acionistas, visto que sua implementação pode exacerbar os conflitos de agência (Jarrel *et al.*, 1988). Por isso, as *poison pills* têm sido objeto de controvérsias entre acadêmicos e profissionais, que discutem sobre seus possíveis efeitos na riqueza dos acionistas (Schepker; Oh; Patel, 2018; Straska; Waller, 2014).

Ainda que o intuito da criação de *poison pills* tenha sido proteger os acionistas de eventuais *takeovers* hostis, estudos também sustentam teórica e empiricamente que a sua instituição poderá promover o entrincheiramento gerencial, podendo intensificar os problemas de agência (Azevedo; Gomes; Nakao, 2021; Ferraz; Lopes; Hitzelberger, 2019). Neste contexto, a questão central sobre a inserção de *poison pills* nos estatutos corporativos é se e como tais mecanismos afetam a riqueza dos acionistas (Straska; Waller, 2014).

Nessa discussão, a maioria dos estudos empíricos anteriores sobre os efeitos de *poison pills* no valor para o acionista se pautam em duas perspectivas teóricas, fundamentadas na teoria da agência, quais sejam, a de entrincheiramento gerencial e a de alinhamento de interesses (Arikawa; Mitsusada, 2011). Trata-se de perspectivas concorrentes que buscam explicar se a adoção de *poison pills* é benéfica ou não para o acionista (Schepker; Oh, 2013). Porém, nenhum apoio inequívoco para uma perspectiva de alinhamento de interesses ou entrincheiramento gerencial surgiu em evidências empíricas anteriores, permanecendo em andamento esta discussão (Bornhoft, 2021).

Sob a hipótese de alinhamento de interesses, defende-se a adoção de *poison pills* como um mecanismo de proteção aos acionistas (Azevedo; Gomes; Nakao, 2021). A sua adoção pode impedir que os acionistas recebam menos do que o valor integral de suas participações acionárias, haja vista que esse mecanismo geralmente proporciona a obtenção de um prêmio sobre o valor de mercado das ações nas operações de controle bem-sucedidas (Arikawa; Mitsusada, 2011; Comment; Schwert, 1995; Gine *et al.*, 2017). Nestas circunstâncias, a adoção de *poison pills* pode ser vista positivamente pelo mercado, contribuindo para aumentar o valor da empresa (Tachmatzidi, 2017).

Argumenta-se ainda que as *poison pills*, ao proteger os executivos das demissões involuntárias que ocorrem frequentemente após uma mudança de controle, permitem que eles se concentrem em estratégias de longo prazo para aumentar o valor da empresa (Caton; Goh, 2008, Kacperczyk, 2009). Um mercado de controle societário mais ativo, ou seja, com empresas suscetíveis a *takeovers* hostis, piora a miopia gerencial, visto que os gestores têm menos certeza sobre suas carreiras quando a empresa está vulnerável a um *takeover* hostil e, conseqüentemente, não possuem incentivos para adotar projetos com retorno de longo prazo (Chatjuthamard; Ongsakul; Jiraporn, 2022). Em outras palavras, os gestores tendem a ser míopes quando expostos a ameaças de *takeover* hostil, dando preferências a projetos que mostrem retornos no curto prazo em detrimento de projetos de longo prazo (Wongsinhirun *et al.*, 2022).

De outro modo, argumenta-se que as *poison pills* podem acarretar entrincheiramento gerencial. Esta perspectiva parte do pressuposto de que a possibilidade de um *takeover* hostil pode funcionar como uma ferramenta disciplinadora do conselho de administração, fazendo-o agir de maneira estratégica e eficiente, buscando ao máximo maximizar a riqueza dos acionistas (Tachmatzidi, 2017). Quando sujeitos a ameaças de *takeovers* hostis, os gestores mostram-se menos inclinados a tomar decisões oportunistas que reduzem a riqueza dos acionistas (Chatjuthamard; Ongsakul; Jiraporn, 2022). Dessa forma, a adoção de mecanismos de defesa,

como é o caso das *poison pills*, pode desestimular os gestores em relação à maximização de riqueza dos acionistas, uma vez que os isolam do mercado de controle, garantindo certa perpetuidade no seu cargo (Ruling, 2012). Isolada da tentativa de aquisição hostil de controle, a gestão pode sentir-se livre para perseguir seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos acionistas (Caton; Goh, 2008).

Como consequência da proteção dos gestores do mercado de controle corporativo, a literatura supõe que a adoção de mecanismos *anti-takeover* exacerbam os conflitos de agência, permitindo que os gestores expropiem a riqueza dos acionistas, prejudicando o valor da companhia (Hu; Tong; Liang, 2021; Lee; Kim; Lee, 2020; Straska; Waller, 2014). Condizente com esta perspectiva é que estudos anteriores, a título de exemplo, denotam que a adoção de mecanismos *anti-takeover* relaciona-se positivamente com a remuneração de executivos (Azevedo; Nakao, 2019; Hu; Tong; Liang, 2021), o que remete a uma das formas de expropriação de riqueza dos acionistas.

As evidências empíricas anteriores têm se concentrado em países desenvolvidos, principalmente nos Estados Unidos e Japão (Azevedo; Gomes; Nakao, 2021), o que é de se esperar, visto que são economias caracterizadas pela dispersão de capital (Armour; Jacobs; Milhaupt, 2011), exigindo-se a implementação de mecanismos contra o *takeover* hostil. Os estudos nestes ambientes apoiam ambas as perspectivas teóricas, a de alinhamento de interesse (Caton; Goh, 2008; Ferraz; Lopes; Hitzelberger, 2019; Schepker; Oh; Patel, 2018) e a de entrincheiramento gerencial (Arikawa; Mitsusada, 2011; Bebchuk; Cohen; Ferrell, 2009; Cremers, Masconale e Sepe, 2016; Cremers; Ferrell, 2014; Sikes; Tian; Wilson, 2014; Yeh, 2014).

No mercado de capitais brasileiro, existe uma cultura fortemente arraigada na manutenção do controle corporativo em um ou poucos acionistas e um ambiente instável de regulação (Vieira; Martins; Fávero, 2009). Dada a predominância da concentração de capital nessas empresas (Silva; Lona; Marcon, 2018), estudos teóricos-conceituais sugerem que o objetivo da adoção de *poison pills* tem sido o de promover o entrincheiramento gerencial e não o de proteger o interesse dos acionistas (Maestri, 2011). Contudo, ainda não se tem clareza sobre as consequências desse mecanismo *anti-takeover* neste ambiente, visto que os estudos empíricos, até então realizados, não direcionam para um consenso.

Azevedo e Nakao (2019) examinaram a relação entre *poison pills* e a remuneração de executivos das empresas brasileiras de capital aberto e documentaram a existência de uma relação positiva. Os autores sugerem, para tanto, que embora a adoção de *poison pills* reduzam o risco de uma aquisição hostil de controle, elas estão incorrendo em um custo adicional para

os acionistas que nem sempre leva a minimização do conflito entre estes e os gestores, uma vez que no cenário brasileiro estes dispositivos parecem estar sendo adotados não para beneficiar os acionistas, mas sim para proteger os gestores em suas posições.

De outro modo, Azevedo, Gomes e Nakao (2021), ao investigar a associação entre a adoção de *poison pills* e governança corporativa, constataram que a adoção está positivamente associada com as empresas do Novo Mercado e Nível 2 de governança corporativa, sugerindo os autores que, por estarem listadas em seguimentos que exigem uma maior proteção do investidor, tais empresas adotam *poison pills* como mecanismo complementar dessa proteção, proporcionando benefícios aos acionistas por evitar o *takeover* hostil.

Diferentemente dos estudos de Azevedo e Nakao (2019) e Azevedo, Gomes e Nakao (2021), Portulhak *et al.* (2017), ao investigar a relação entre adoção de *poison pills* e gerenciamento de resultados em companhias brasileiras listadas no Novo Mercado, nível mais elevado de governança corporativa, demonstram que as empresas adotantes de *poison pills* não apresentam níveis de gerenciamento de resultados diferente das demais, não sendo possível se inferir sobre entrincheiramento gerencial ou alinhamento de interesse. Porém, Azevedo *et al.* (2020) ampliaram esta análise para todas as empresas financeiras e consideraram uma característica peculiar das *poison pills* brasileiras, que é a sua associação com uma cláusula pétrea que dificulta a sua remoção ou alteração. Com isso, Azevedo *et al.* (2020) demonstraram que a simples adoção de *poison pills* não implica em gerenciamento de resultados, mas, quando a *poison pills* é aliada a uma cláusula pétrea, apresenta-se positivamente associada ao gerenciamento de resultados.

Mais recentemente, Azevedo *et al.* (2022) investigaram se o risco de queda no preço das ações estaria associado com a adoção de *poison pills* como um mecanismo complementar de governança corporativa, porém não encontram uma relação estatística significativa para fazer inferências sobre tal associação.

Em virtude dos possíveis efeitos da adoção desses mecanismos na riqueza dos acionistas, estudos internacionais têm dispendido esforços objetivando entender a forma como o mercado enxerga tal adoção. Uma síntese dos resultados desses estudos é feita na subseção a seguir.

2.3 *Poison pills* e valor de mercado

Das medidas *anti-takeover* adotadas pelas companhias e discutidas na literatura, as *poison pills* têm sido as mais controversas (Sunder, 2014). Em virtude da divergência dos

resultados anteriores sobre a sua relação com o valor de mercado das companhias, a literatura as tem considerado um sinal ambíguo (Schepker; Oh; Patel, 2018). De antemão, ressalta-se que os estudos que objetivaram investigar a reação do mercado em relação à adoção de *poison pills* são estrangeiros, inexistindo pesquisas em âmbito nacional.

De forma a compreender as evidências empíricas anteriores, apresenta-se, no Quadro 1, uma síntese dos estudos sobre como os investidores reagem à adoção desses mecanismos. A busca desses estudos, na base de dados *Web of Science*, ocorreu mediante as palavras-chave “poison pill”, “shareholder rights plans”, “Antitakeover provisions” e “takeover defenses”, bem como seus respectivos termos em português. Além disso, filtraram-se os estudos nas seguintes categorias “Business Finance”, “Economics”, “Law”, “Business” e “Management”, em virtude de que as pesquisas sobre *poison pills* são realizadas a partir de quatro disciplinas acadêmicas: finanças, economia, administração e direito (Straska; Waller, 2014).

Quadro 1 – Estudos anteriores sobre a reação do mercado às *poison pills*

Autores	Amostra	Principais resultados
Caton e Goh (2008)	2.218 empresas identificadas pela <i>Securities Data Corporation</i> (SDC), no período de 1990 a 2004.	Empresas que não adotam outro dispositivo de proteção em sua estrutura de governança além das <i>poison pills</i> obtêm retornos anormais de ações significativamente positivos.
Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009)	Todas as companhias com informações disponíveis em um dos volumes do Investor Responsibility Research Center (IRRC), no período de 1990 a 2002.	Em empresas adotantes de <i>poison pills</i> , constata-se uma Correlação negativa entre <i>poison pills</i> e valor de mercado (<i>Q</i> de Tobin).
Arikawa e Mitsusada (2011)	171 casos de empresas que anunciaram a adoção de <i>poison pills</i> no Japão, referente aos anos de 2005 a 2006.	As <i>poison pills</i> revelam informações privadas sobre preferência de entrincheiramento gerencial, logo, o mercado de ações a considera como um sinal de que o gestor irá se consolidar, o que ocasiona uma queda no preço das ações.
Cremers e Ferrell (2014)	Aproximadamente 1.000 companhias estadunidenses, com dados coletados manualmente de 1978 a 1989, em conjunto com dados do Responsibility Research Center (IRRC) de 1990 a 2006.	Relação negativa entre as restrições aos direitos dos acionistas, incluindo as <i>poison pills</i> , e <i>Q</i> de Tobin, sugerindo que as <i>poison pills</i> entre outras medidas são responsáveis pela queda no valor das companhias.
Rhee e Fiss (2014)	789 empresas estadunidenses listadas na NYSE e na AMEX, que adotaram <i>poison pills</i> pela primeira vez entre 1983 e 2008.	A reação positiva do mercado frente a adoção de <i>poison pills</i> , sendo que essa reação é influenciada por atributos contextuais da divulgação.
Sikes, Tian e Wilson (2014)	62 empresas estadunidenses adotantes de <i>poison pills</i> , com dados fornecidos pela empresa FactSet SharkRepellent de 2000 a 2012.	Reação negativa do mercado em relação ao anúncio da adoção de <i>poison pills</i> .
Yeh (2014)	130 empresas japonesas que adotaram medidas <i>anti-takeover</i> entre 2005 e 2007.	Consistente com a hipótese de entrincheiramento gerencial, observou-se retornos anormais das ações negativos em relação ao anúncio de adoção de <i>poison pills</i> .

Cremers, Masconale e Sepe (2016)	2.186 empresas americanas de capital aberto, no período de 1978 a 2008.	Arranjos de proteção que não exigem a aprovação dos acionistas, incluindo as <i>poison pills</i> , estão associados à diminuição no valor das empresas, sendo este aproximado pelo Q de Tobin.
Schepker, Oh e Patel (2018)	578 empresas estadunidenses adotantes de <i>poison pills</i> entre 2002 e 2011, com dados fornecidos pela empresa FactSet SharkRepellent.	Retornos anormais das ações positivos associados à adoção de <i>poison pills</i> quando a empresa recebe uma oferta de aquisição, mas negativa quando o mecanismo é adotado para proteger perdas operacionais líquidas.
Ferraz, Lopes, Hitzelberger (2019)	4.479 eventos de adoção de pílulas venenosas por empresas dos Estados Unidos durante o período de 1997-2015.	Retornos anormais positivos das ações de empresas adotantes no dia de adoção de <i>poison pills</i> , convergindo com a hipótese de maximização de riqueza dos acionistas.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se que os estudos encontrados foram realizados, proeminentemente, nos Estados Unidos e Japão, países caracterizados pela dispersão acionária, cenário que fez surgir as *poison pills*. A maioria dos estudos encontrados são de eventos em torno da adoção de *poison pills*, os quais focam na análise de retornos anormais das ações dias após a adoção (Arikawa; Mitsusada, 2011; Ferraz; Lopes; Hitzelberger, 2019; Goh, 2008; Sikes; Tian; Wilson, 2014; Schepker; Oh; Patel, 2018, Yeh, 2014), com exceção dos estudos de Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009), Cremers e Ferrell (2014), Cremers, Masconale e Sepe (2016), que utilizaram o Q de Tobin como medida do valor de mercado da companhia.

Evidencia-se tanto uma reação negativa (Arikawa; Mitsusada, 2011; Bebchuk; Cohen; Ferrell, 2009; Cremers, Masconale e Sepe, 2016; Cremers; Ferrell, 2014; Sikes; Tian; Wilson, 2014; Yeh, 2014) quanto positiva (Caton; Goh, 2008; Ferraz; Lopes; Hitzelberger, 2019, Schepker; Oh; Patel, 2018) face da adoção do mecanismo de defesa, mesmo dentro de um único país, convergente com a literatura anterior que destaca não haver um consenso sobre a forma como o mercado enxerga a sua adoção (Sunder, 2014; Schepker; Oh; Patel, 2018).

Subjacente aos resultados encontrados pelos estudos, estão as hipóteses teóricas de entrenchamento gerencial e alinhamento de interesses, as quais se encontram ancoradas em relações de agência. Acontece que os Estados Unidos e Japão são países de economia desenvolvida e guardam consigo características institucionais diferentes de países menos desenvolvidos, como é o caso do Brasil. Em economias menos desenvolvidas, os conflitos de agência tendem a seguir uma direção diferente, em decorrência da estrutura de propriedade das empresas (Altaf; Shah, 2018; Murtinu, 2015; Yabei; Izumida, 2008; Sacristán-Navarro; Gómez-Ansón, 2007; La Porta *et al.*, 1999). Argumenta-se que quando a propriedade da empresa está concentrada em um ou poucos acionistas, a natureza do problema de agência tende a mudar do conflito principal-agente para o conflito principal-principal (Bebchuk; Weisbach, 2010).

A concentração de propriedade é uma característica das empresas brasileiras que costuma estar associada à presença de acionistas controladores na gestão, tornando os acionistas não controladores mais suscetíveis a problemas de expropriação de riqueza, quer seja pelos benefícios de controle privado aos controladores, quer seja pela baixa proteção legal (Crisóstomo; Pinheiro; Nakamura, 2020). Neste ambiente, o problema de agência se dá, predominantemente, entre acionistas controladores e não controladores, diferentemente do conflito de agência em países anglo-saxões, quando o conflito predominante é entre os gestores e os acionistas (Young *et al.*; 2008).

Neste contexto, estudos teóricos-conceituais relatam que o foco das *poison pills* no Brasil é desestimular a aquisição de um número significativo de ações e intencionar a perpetuidade do controlador, o que impede, muitas vezes o arejamento, abertura ou rotatividade da administração (Maestri, 2011, Silva, 2021). Havendo esta possibilidade, pode-se esperar que o mercado avalie negativamente as empresas adotantes desse mecanismo, pois a condição de controle exercida por um acionista resulta em poder em seu favor, atribuindo-lhe condições para influenciar as decisões dos gestores de acordo com os seus interesses, isso reflete nas estratégias da empresa no que se refere a metas de lucro, dividendos e estrutura de capital (Brandão, 2022; Thomsen; Pedersen, 2000), sendo essas algumas das condições que fazem com que a concentração do poder de voto em um acionista ou grupo de acionistas seja avaliada negativamente pelo mercado nacional (Caixe; Krauter, 2013; Marques; Guimarães; Peixoto, 2015).

Associado ao alto nível de concentração acionária, alguns fatores institucionais que caracterizam os países emergentes favorecem a uma avaliação negativa, pelo mercado, das empresas que adotam *poison pills*. Nesses países, destaca-se uma maior informalidade e infraestruturas governamentais e regulatórias menos maduras (Marquis; Raynard, 2015), problemas graves de governança corporativa (Ahn *et al.*, 2018), maiores níveis de instabilidade macroeconômica, piores níveis de monitoramento por parte dos acionistas e de proteção de investidores minoritários (Viana Junior *et al.*, 2021).

Desse modo, havendo a possibilidade de que as *poison pills* protejam a posição de controle de um acionista ou grupo de acionistas, há de se esperar uma reação negativa dos investidores em virtude da sua adoção, conforme o argumento de que os acionistas não controladores estariam vulneráveis à expropriação de riqueza, em decorrência de benefícios privados de controle do acionista controlador, além da baixa proteção legal dos minoritários (Crisóstomo; Pinheiro; Nakamura, 2020; Dyck; Zingales, 2004; La Porta *et al.*, 2000; YOUNG *et al.*, 2008). Em outras palavras, poderia se pressupor uma relação negativa entre a adoção de

poison pills e o valor de mercado das companhias brasileiras, visto que tais mecanismos funcionariam como um mecanismo que perduraria o acionista ou grupo controlador e que favoreceria ao entrincheiramento gerencial.

Apesar das proposições teóricas e os fatores institucionais que favorecem uma relação negativa, Azevedo, Gomes e Nakao (2021) demonstram, no Brasil, que a adoção de *poison pills* está positivamente associada a companhias listadas nos níveis mais elevados de governança corporativa, mais especificamente, empresas que compõem o Novo Mercado e o Nível 2 de governança da B3. Os autores concluem que a adoção do mecanismo, como um dispositivo complementar de governança corporativa, pode representar um sinal emitido pelas empresas com vistas a atrair novos investidores. Tais evidências sugerem uma reação positiva do mercado quanto à adoção de cláusulas de *poison pills* e encontra-se em linha com a perspectiva teórica de alinhamento de interesses, uma vez que empresas que participam de níveis diferenciados são mais valorizadas pelo mercado (Caixe; Krauter, 2014).

Dessa maneira, considerando que a literatura *a priori* não induz para uma única perspectiva, entende-se que em âmbito nacional a adoção de *poison pills* pode ser vista pelo mercado acionário tanto de uma forma positiva quanto negativa, formulando-se a primeira hipótese do estudo que:

H1 - Nas empresas brasileiras, há uma relação entre adoção de *poison pills* e valor de mercado.

Em seu estudo, Ambrozini, Pimenta Junior e Gaio (2015) explicitam algumas características das *poison pills* brasileiras, como os baixos percentuais de disparo, alertando os controladores mais rapidamente sobre um eventual *takeover*; prêmios muito altos, desencorajando financeiramente o adquirente; e a dificuldade da sua remoção ou alteração, em decorrência da adoção de cláusulas acessórias péticas, tornando as *poison pills* poderosas diante de um *takeover*. A conclusão dos autores é que as *poison pills* brasileiras funcionam como verdadeiras barreiras à dispersão acionária. Nesse ponto, verifica-se uma disformidade do objetivo original das *poison pills*, que é proteger a pulverização acionária.

Neste sentido, o mercado pode estar interessado em avaliar não só a simples adoção do mecanismo de defesa, mas também a forma como ele está sendo adotado. Especificamente sobre a adoção de *poison pills* aliadas a cláusulas péticas, Azevedo *et al.* (2020), em seu estudo com empresas brasileiras, concluem que tais cláusulas podem aumentar os conflitos de agências ao possibilitar que os gestores se envolvam em práticas de gerenciamento de resultados,

causando uma redução na qualidade das informações contábeis reportadas pelas companhias. Os autores apontam que tais evidências esclarecem os investidores e reguladores ao sinalizar possíveis efeitos perniciosos em virtude da adoção desse mecanismo *anti-takeover*.

Ainda em âmbito nacional, Azevedo e Nakao (2019) constataram que a adoção de *poison pills* associada a uma cláusula assessória pética esta positivamente relacionada com a remuneração de executivos, indicando que a adoção desses mecanismos influencia positivamente a remuneração total, fixa e variável dos executivos. Consistente com a perspectiva de entrenchamento gerencial, os autores sugerem que os acionistas podem estar incorrendo em custos adicionais de agência que nem sempre levam a redução dos conflitos entre gestores e acionistas, uma vez que tais mecanismos parecem estar sendo adotados pelas empresas brasileiras para beneficiar os gestores.

Estas evidências sugerem a existência de uma relação negativa entre *poison pills*, quando associada a uma cláusula pética, e valor de mercado. Assim, formula-se a segunda hipótese do estudo:

H₂ - Nas empresas brasileiras, a adoção de *poison pills* associada à uma cláusula pética está negativamente relacionada ao valor de mercado.

2.4 Poison pills, valor de mercado e a concentração acionária

Na relação entre *poison pills* e valor de mercado é oportuno considerar o caso da concentração acionária, característica idiossincrática das empresas brasileiras, que são tradicionalmente caracterizadas pela alta concentração de ações em um ou poucos acionistas (Vieira; Martins; Fávero, 2009).

Quando a concentração de direitos de controle atinge certo patamar, inexistindo ações em circulação (*free float*) suficientes par a tomada de controle de maneira hostil, o conselho de administração e o mercado de controle perde relevância (Marques; Guimarães; Peixoto, 2015). Nessa ocasião, o próprio acionista ou grupo controlador de uma companhia barraria um *takeover* hostil (Silva, 2021), não estando as *poison pills* sendo adotadas em conformidade com o seu objetivo original de proteger a dispersão acionária.

Em âmbito nacional, Azevedo, Gomes, Nakao (2021) evidenciaram uma relação negativa entre a adoção de *poison pills* e a concentração acionária do principal acionista, indicando que quanto maior a concentração acionária, menor a probabilidade de a empresa adotar uma *poison pills*. Este achado encontra-se em linha com o argumento de que a

concentração de ações ordinárias forma naturalmente uma barreira à mudança de controle corporativo (Azevedo; Gomes; Nakao, 2021; Hu; Tong; Liang, 2021).

Dessa forma, torna-se questionável a adoção de uma cláusula de *poison pill* à medida que a concentração de ações com direito a voto aumenta, visto que o próprio acionista ou grupo de acionistas impediria o *takeover* hostil do controle corporativo, reduzindo significativamente o efeito da adoção do mecanismo. Para tanto, espera-se que a influência da sua adoção no valor de mercado seja menos proeminente à medida que a concentração acionária se eleva.

Diante do exposto, infere-se que:

H3: Nas empresas brasileiras, a concentração acionária modera negativamente a relação entre a *poison pills* e valor de mercado.

H4: Nas empresas brasileiras, a concentração acionária modera negativamente a relação entre adoção de *poison pills* associada à uma cláusula pútrea e valor de mercado.

3 METODOLOGIA

Esta seção apresenta os procedimentos metodológicos traçados para atender aos objetivos estabelecidos, bem como responder à questão de pesquisa formulada. Nela, descreve-se a tipologia da pesquisa, a população e amostra, a coleta e operacionalização dos dados, e os procedimentos de tratamento dos dados.

3.1 Tipologia de pesquisa

Ao buscar analisar a relação entre *poison pills* e valor de mercado, o presente estudo enquadra-se como descritivo quanto aos objetivos, visto que será realizada uma análise, a partir de dados secundários, da adoção *poison pills* e as especificidades que envolvem esse fenômeno (cláusula pétrea), bem como a sua relação com o valor das companhias. Além disso, busca-se investigar peculiaridades em relação a propriedade das empresas que podem interferir nesta relação. Esta classificação está de acordo com Sampieri, Collado e Lúcio (2013), que definem como descritivo os estudos que visam a especificação de propriedades e características dos fenômenos analisados, ocorrendo a coleta de informações sobre as variáveis referentes a tais fenômenos.

Quanto aos procedimentos, o estudo enquadra-se como documental, definido por Martins e Theóphilo (2009) como aquele que utiliza documentos não editados como fonte de dados, informações e evidências. No caso deste estudo, foram utilizados dados secundários extraídos dos estatutos corporativos disponibilizados no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), bem como dados das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), obtidos através da plataforma Economática®.

Quanto à abordagem, a pesquisa se caracteriza como quantitativa, uma vez que os dados obtidos nos estatutos corporativos e na Economática® foram tratados através de métodos estatísticos (Sampieri; Collado; Lúcio, 2013), mais especificamente, para se atingir os objetivos traçados e se obter resposta para questão de pesquisa, foi utilizada a estatística descritiva, testes de diferença entre médias, testes de correlação e de regressão linear múltipla com dados em painel.

3.2 População e amostra da pesquisa

A pesquisa considerou como população todas as empresas não financeiras listadas na B3 em 24 de junho de 2022, com informações disponíveis para o intervalo de 2010 a 2021. Este período é justificado, assim como em estudos *a priori* (Azevedo *et al.*, 2020; Azevedo; Gomes; Nakao, 2021; Azevedo; Nakao, 2019), devido à adoção obrigatória das normas internacionais de contabilidade (*International Financial Reporting Standards -IFRS*) ter iniciado em 2010, o que proporcionou uma melhoria na qualidade das informações contábeis (Sousa; Sousa; Demonier, 2016), afetando dados econômico-financeiros que são de interesse do presente estudo.

Assim, a população consistiu em um conjunto de 377 empresas não financeiras, totalizando 4.524 observações, conforme apresenta a Tabela 1.

Tabela 1 – Amostra da pesquisa

População (observações) de 2010 a 2021	4.524
(-) Observações de empresas sem dados publicamente disponíveis	1.034
(-) Observações de empresas sem estatuto social publicamente disponível	100
(-) Observações de empresas sem dados sobre o valor de mercado	922
(-) Observações de empresas sem dados sobre a concentração acionária	80
Amostra final (observações)	2.388

Fonte: Dados da pesquisa.

Do total de observações, conforme a Tabela 1, foram excluídas 1.034 em função da indisponibilidade de dados no *website* da CVM. Essas observações são referentes àquelas empresas que não existiam ou eram de capital fechado no respectivo ano, não havendo obrigatoriedade de divulgação de suas informações. Assim, uma empresa com registro na CVM em 2021 pode ter sido incluída na amostra para este ano, mas pode ter sido excluída da amostra para anos anteriores, quando não estava registrada na CMV e, portanto, não havia dados públicos para fins de coleta.

Além disso, foram excluídas 100 observações relativas às empresas que, mesmo registradas na CVM, não disponibilizaram seus estatutos sociais; 922 observações relacionadas a empresas sem informações sobre o valor de mercado; e 80 observações relacionadas a empresas sem dados sobre a concentração acionária do principal acionista na Plataforma Economática®.

A exclusão das observações de empresas, conforme os critérios mencionados, resultou em uma amostra final composta por um total de 2.388 observações de empresas.

A Tabela 2 evidencia a distribuição das observações em função dos setores econômicos da Bolsa de Valores (B3), onde percebe-se uma maior concentração de observações no setor de Consumo Cíclico, seguido do setor de Bens Industriais e Utilidade pública, nesta ordem. Em contrapartida, há uma menor concentração de observações nos setores de comunicação e Tecnologia da Informação e outros.

Tabela 2 – Observações por setores econômicos

Setores econômicos	Observações
Bens Industriais	470
Comunicações	42
Consumo Cíclico	686
Consumo Não Cíclico	185
Materiais Básicos	267
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	96
Saúde	146
Tecnologia da Informação	61
Utilidade Pública	414
Outros	21
Total	2.388

Fonte: Dados da pesquisa.

3.3 Coleta e operacionalização dos dados

Os dados necessários para a operacionalização das variáveis foram obtidos manualmente nos estatutos das empresas disponibilizados no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), assim como na Plataforma Economática®, consideradas como fontes de dados secundários.

A Tabela 3 reúne as variáveis do estudo, suas respectivas métricas, fontes de coleta de dados e base teórica que fundamenta a sua operacionalização.

Tabela 3 – Variáveis do estudo

Variável	Operacionalização	Fonte	Base teórica
Dependente			
Q de Tobin	Q de Tobin / Ativo Total, sendo o Q de Tobin = Cotação x Total de Ações + Passivo Total - (Ativo Circulante - Estoque).	Economática®	Caixe e Krauter (2013); Marques, Guimarães e Peixoto (2015).
Independentes			
Poison Pills (PP)	Variável <i>dummy</i> , sendo 1 pela presença de <i>poison pills</i> no estatuto da empresa e 0 caso contrário.	Estatuto Corporativo	Azevedo, Gomes e Nakao (2021); Azevedo e Nakao (2019); Mbanye (2021); Portulhak <i>et al.</i> (2017).

Cláusula Pétrea (CP)	Variável <i>dummy</i> , sendo 1 quando a cláusula de <i>poison pills</i> está aliada a uma cláusula pétrea e 0 caso contrário.	Estatuto Corporativo	Azevedo <i>et al.</i> (2020)
Concentração Acionária (CONC)	Variável contínua, medida pelo Percentual de ações com direito a voto detidas pelo principal acionista (CONC ₁).	Economática®	Caixe e Krauter (2013); Crisóstomo, Pinheiro e Nakamura (2020); Hu, Tong, Liang (2021); Marques, Guimarães e Peixoto (2015).
Controle			
Tamanho da Empresa (TAM)	Logaritmo natural do ativo total.	Economática®	Caixe e Krauter (2013); Marques, Guimarães e Peixoto (2015); Mbanyele (2021); Schepker, Oh e Patel (2018).
Endividamento (END)	Razão entre total das dívidas e ativo total.	Economática®	Almeida <i>et al.</i> (2018); Caixe e Krauter (2013); Mbanyele (2021); Schepker, Oh e Patel (2018).
Desempenho (ROA)	Retorno dos ativos (ROA), medido pela razão entre o lucro líquido e o ativo total.	Economática®	Cremers e Ferrell (2014); Marques, Guimarães e Peixoto (2015).
Ano	<i>Dummies</i> de ano	-	Caixe e Krauter (2013); Cremers; Ferrell (2014)

Fonte: Elaborada pelo autor.

Como variável dependente representativa do valor de mercado da empresa, foi utilizado o Q de Tobin (Tobin, 1969), estimado conforme a metodologia de Chung e Pruitt (1994), medida essa bastante utilizada pela literatura anterior. Os dados contábeis para construção dessa variável foram obtidos na Plataforma Economática®.

A variável independente *Poison Pills* foi operacionalizada como em estudos anteriores (Azevedo; Gomes; Nakao, 2021; Azevedo; Nakao, 2019; Mbanyele, 2021; Portulhak *et al.*, 2017), como uma *dummy*, atribuindo-se “1” (um) às empresas que adotam uma cláusula de *poison pills* em seu estatuto e “0” (zero) às demais que não adotam. A coleta dessa variável se deu manualmente a partir da leitura dos estatutos das empresas disponíveis no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Da mesma maneira, a variável independente Cláusula Pétrea foi obtida através da leitura minuciosa dos estatutos sociais das empresas, atribuindo-se “1” (um) às empresas que apresentaram uma cláusula pétrea acessória à cláusula de *poison pills* em seu estatuto e “0” (zero) caso contrário. Essa variável também foi utilizada em um estudo anterior no Brasil (Azevedo *et al.*, 2020). Destaca-se que esta variável só é possível se a empresa apresentar, inicialmente, uma cláusula de *poison pills*, uma vez que se trata de uma cláusula acessória responsável por mencionar critérios que praticamente impedem a remoção ou alteração da cláusula de *poison pills*.

O texto que trata da adoção de *poison pills* com cláusula pétrea, em consonância com um estudo anterior (Azevedo *et al.*, 2020), aborda a questão de que o acionista que votar a favor da modificação ou exclusão dessa cláusula será obrigado a realizar uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) para adquirir todas as ações emitidas pela empresa.

A Concentração Acionária é medida fundamentando-se em estudos anteriores nacionais e internacionais (Caixe; Krauter, 2013; Crisóstomo; Pinheiro; Nakamura, 2020; Marques; Guimarães; Peixoto, 2015; Hu; Tong; Liang, 2021) e é representada pelo percentual de ações com direito a voto detidas pelo principal acionista (CONC). Esta variável foi extraída da Plataforma Económica®.

Além das variáveis principais mencionadas, a Tabela 3 apresenta variáveis de controle, inseridas nos modelos tendo em vista suas possíveis influências no valor de mercado das empresas, quais sejam: tamanho da empresa, endividamento, rentabilidade e ano.

Empresas maiores podem incorrer em maiores problemas de agência, para tanto, o custo de monitoramento dos agentes pode acarretar uma redução no valor corporativo (Caixe; Krauter, 2013). Por outro lado, empresas maiores podem obter benefícios de economia de escala, além de demonstrar uma maior capacidade de sobrevivência, mesmo em período de recessão, devido ao seu volume de ativos, o que poderá refletir positivamente na performance corporativa (Agarwal; Singh, 2022). Neste contexto, o tamanho da empresa, medido neste estudo pelo logaritmo natural no ativo total, pode mostrar-se relacionado positivo ou negativamente com valor de mercado, o que denota uma relação ambígua (Caixe; Krauter, 2013).

Embora o endividamento possa impactar o desempenho empresarial, tal impacto não é claro na literatura. Por um lado, empresas altamente endividadas podem ter dificuldades na captação de recursos, restringir ou limitar seus investimentos que poderia, por sua vez possibilitar um menor desempenho e valor (Almeida *et al.*, 2018). De outra forma, o endividamento gera um benefício fiscal referente à dedutibilidade dos juros da dívida na forma de despesas financeiras, o que pode ser visto positivamente pelo mercado, que, por sua vez, poderia incrementar o valor da organização (Caixe; Krauter, 2013). No presente estudo, o endividamento será operacionalizado pela razão entre a dívida total e o ativo total da empresa (Almeida *et al.*, 2018, Caixe; Krauter, 2013), esperando-se uma relação significativa deste com o valor de mercado, podendo, contudo, ser negativa ou positiva.

O desempenho da empresa neste estudo é representado pelo retorno dos ativos (ROA) (Cremers; Ferrell, 2014; Marques; Guimarães; Peixoto, 2015). Este indicador evidencia a rentabilidade da empresa, logo, assim como estudos anteriores espera-se que quanto mais

rentável for a empresa, maior tende a ser o seu valor de mercado, pressupondo que o mercado avaliaria positivamente a empresa (Medrado *et al.*, 2016).

Por fim, foram inseridas *dummies* de ano (Caixe; Krauter, 2013) considerando que o efeito de *poison pills* no valor da empresa pode variar em decorrência de fatores macroeconômicos.

3.4 Tratamento dos dados

Inicialmente, com o objetivo de compreender o comportamento dos dados, foi empregada a estatística descritiva, incluindo médias, desvios-padrão, valores mínimos e máximos. Complementarmente às estatísticas descritivas, aplicou-se o do teste de diferenças entre médias e medianas para identificar se há diferenças no valor de mercado médio e mediano entre as empresas que adotaram e não adotaram *poison pills*.

Para o alcance do objetivo geral (analisar a relação entre *poison pills* e valor de mercado em empresas brasileiras de capital aberto), bem como a fim de testar a H1 – Nas empresas brasileiras, há uma relação entre adoção de *poison pills* e valor de mercado e H2 – Nas empresas brasileiras, a adoção de *poison pills* associada à uma cláusula pétrea está negativamente relacionada ao valor de mercado, foi utilizada a técnica de regressão linear múltipla com dados em painel, conforme os Modelos econométricos 1 e 2 e 3.

$$VM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PP_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Ano_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$VM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CP_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Ano_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$VM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PP_{i,t} + \beta_2 CP_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 END_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 Ano_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Em que:

$VM_{i,t}$ = Valor de Mercado estimado pelo Q de Tobin da empresa i no período t ;

$PP_{i,t}$ = *Poison Pills*, variável *dummy*, sendo 1 pela presença da cláusula no estatuto da empresa i no período t , e 0 caso contrário;

$CP_{i,t}$ = Cláusula Pétrea, variável *dummy*, sendo 1 pela presença de cláusula pétrea associada à *poison pills* no estatuto da empresa i no período t , e 0 caso contrário;

$TAM_{i,t}$ = Tamanho, estimado pelo logaritmo natural do ativo total da empresa i no período t ;

$END_{i,t}$ = Endividamento, medido pela razão entre total das dívidas e ativo total da empresa i no período t ;

$ROA_{i,t}$ = Desempenho, medido pelo retorno dos ativos, obtido pela razão entre o lucro líquido e o ativo total da empresa i no período t ;

$Ano_{i,t}$ = *Dummies* de ano, sendo atribuído 1 para um respectivo ano e 0 para os demais;

$\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro da regressão.

No Modelo 1, tem-se o Valor de Mercado (VM) estimado pelo Q de Tobin como variável dependente e *Poison Pills* (PP) como principal variável independente. Levando em conta a H1, espera-se que o coeficiente β_1 seja estatisticamente significativo, sugerindo que o valor de mercado das empresas brasileiras é influenciado pela adoção de *poison pills*.

No Modelo 2, tem-se o valor de Mercado (VM) medido pelo Q de Tobin como variável dependente e Cláusula Pétrea (CP) associada à *poison pills* como principal variável independente. Neste modelo, espera-se que o coeficiente β_1 seja significativamente negativo, sugerindo que as empresas brasileiras adotantes de cláusula pétrea associada à *poison pills* tendem a apresentar um menor valor de mercado.

No Modelo 3, testa-se, conjuntamente, a influência da adoção de *poison pills* associadas ou não com cláusulas pétreas no valor de mercado. Para tanto, em consonâncias com o resultado esperado para os Modelos 1 e 2, espera-se que o coeficiente β_1 seja significativo e o coeficiente β_2 seja significativo e negativo.

Por fim, para verificar se a relação entre a adoção de *poison pills* e valor de mercado é influenciada pela concentração acionária do principal acionista, assim como testar a hipótese H3 - Nas empresas brasileiras, a concentração acionária modera negativamente a relação entre a *poison pills* e valor de mercado e H4 - Nas empresas brasileiras, a concentração acionária modera negativamente a relação entre adoção de *poison pills* associada à uma cláusula pétrea e valor de mercado, foram estimados os Modelos 3 e 4 e 5.

$$VM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PP_{i,t} + \beta_2 CONC_{i,t} + \beta_3 PP \times CONC_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 END_{i,t} \\ + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 Ano_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(3)

$$VM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CP_{i,t} + \beta_2 CONC_{i,t} + \beta_3 CPXCONC_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 END_{i,t} \\ + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 Ano_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(4)

$$VM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PP_{i,t} + \beta_2 CP_{i,t} + \beta_3 CONC_{i,t} + \beta_4 PPxCONC_{i,t} + \beta_5 CPXCONC_{i,t} \\ + \beta_6 TAM_{i,t} + \beta_7 END_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 Ano_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(5)

Em que:

$VM_{i,t}$ = Valor de Mercado estimado pelo Q de Tobin da empresa i , no período t ;

$PP_{i,t}$ = *Poison Pills*, variável *dummy*, sendo 1 pela presença da cláusula no estatuto da empresa i no período t , e 0 caso contrário;

$CP_{i,t}$ = Cláusula Pétrea, variável *dummy*, sendo 1 pela presença de cláusula pétrea associada à *poison pills* no estatuto da empresa i no período t , e 0 caso contrário;

$PPxCONC_{i,t}$ = Interação entre a variável *Poison Pills* e Concentração Acionária do principal acionista da empresa i no período t ;

$CPxCONC_{i,t}$ = Interação entre a variável Cláusula Pétrea e Concentração Acionária no principal acionista da empresa i no período t ;

$TAM_{i,t}$ = Tamanho, estimado pelo logaritmo natural do ativo total da empresa i no período t ;

$END_{i,t}$ = Endividamento, medido pela razão entre total das dívidas e ativo total da empresa i no período t ;

$ROA_{i,t}$ = Desempenho, medido pelo retorno dos ativos, obtido pela razão entre o lucro líquido e o ativo total da empresa i no período t ;

$CONC_{i,t}$ = Concentração acionária do principal acionista da empresa i no período t ;

$Ano_{i,t}$ = *Dummies* de ano, sendo atribuído 1 para um respectivo ano e 0 para os demais;

$\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro da regressão.

No Modelo 3, o Valor de Mercado (VM) medido pelo Q de Tobin é a variável dependente e a interação entre a variável *Poison Pills* (PP) e a variável Concentração Acionária (CONC), “PPxCONC”, é a principal variável independente. Espera-se neste modelo que o coeficiente β_3 seja estatisticamente significativo e negativo, caso a associação entre *poison pills*

e valor de mercado seja positiva; e positivo, caso a associação e entre *poison pills* e valor de mercado seja negativa, sugerindo que à medida que a concentração acionária aumenta o mercado acionário é mais cauteloso ao atribuir valor às empresas em função da adoção de *poison pills*.

No Modelo 4, o Valor de Mercado (VM) estimado pelo Q de Tobin é a variável dependente e a interação entre as variáveis Cláusula Pétrea associada à *poison pills* (CP) e Concentração Acionária (CONC), “CPxCONC”, é a principal variável independente. Espera-se, a fim de se confirmar a H4, que o coeficiente β_3 seja positivo e estatisticamente significativo, sugerindo que a concentração acionária do principal acionista modera a relação negativa entre a adoção de cláusula pétrea associada às *poison pills* e valor de mercado.

No Modelo 5, testa-se a influência da concentração com a inclusão conjunta das variáveis no modelo. Dessa maneira, espera-se que os resultados sejam consoantes com os esperados nos Modelos 3 e 4.

Antevendo a presença de problemas relacionados à heterocedasticidade, resultante da variação não constante dos resíduos, e à autocorrelação, este estudo utilizou o método dos Mínimos Quadrados Generalizados (MQG) (Fávero; Belfiore, 2017; Gujarati; Porter, 2011) para estimação dos parâmetros dos modelos econométricos apresentados. O MQG oferece a capacidade de obter resultados confiáveis mesmo quando há presença de autocorrelação e heterocedasticidade. Um dos desafios ao lidar com dados em painéis é que cada painel pode apresentar uma variância diferente, o que leva à heterocedasticidade; no entanto, o método MQG é capaz de superar essa dificuldade com eficácia (Beck; Katz, 1995).

Destaca-se ainda que foi utilizada a técnica de *winsorização* desenvolvida por Charles P. Winsor (1946), a qual consiste em realizar ajustes no conjunto de dados coletados com o objetivo de mitigar os efeitos da presença de valores discrepantes (*outliers*), sem excluir nenhum dado, procedendo-se com a *winsorização* dos dados a 1%.

Para a operacionalização dos testes mencionados, foi utilizado o *software Stata*, versão 13.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Nesta seção, apresentam-se os resultados obtidos no estudo a partir do tratamento estatístico dos dados coletados. Inicialmente, é realizada uma análise descritiva das variáveis utilizadas. Posteriormente, é feita uma análise e discussão sobre relações existentes entre as variáveis, especialmente sobre a relação entre a adoção de *poison pills*, associada e não associada a uma cláusula pétrea, e o valor de mercado das companhias. Por fim, é analisada uma possível influência da concentração acionária nessa relação.

4.1 Análises descritivas

A Tabela 4 apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas no estudo. Observa-se que as empresas brasileiras analisadas apresentam uma média de Q de Tobin de 1,7103. Entretanto, nota-se que dentro da amostra em estudo, há empresas cujo valor de Q de Tobin é inferior a 1, variando de 0,5552 a 14,9690, com desvio-padrão de 1,7626, denotando certa heterogeneidade no valor de mercado dessas companhias.

Tabela 4 – Estatística descritiva

		Variáveis contínuas			
Variáveis	Observações	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
QTOBIN	2.388	0,5552	14,9690	1,7103	1,7626
CONC	2.388	0,0600	0,9997	0,4773	0,2622
TAM	2.388	9,0587	19,1846	14,8050	1,9351
END	2.388	0,0980	8,2360	0,8094	0,9960
ROA	2.388	-0,8710	0,3210	0,0088	0,1496
		Variáveis dummies			
Variáveis	Observações	Frequência relativa percentual (%)			
PP	Adotantes	667		27,93	
	Não adotantes	1.721		72,07	
	Total	2.388		100	
CP	Adotantes	157		6,57	
	Não adotantes	2.231		93,43	
	Total	2.388		100	

Nota: QTOBIN = Q de Tobin escalonado pelo Ativo total. PP = *Poison Pills*. CP = Cláusula Pétrea. CONC = concentração de direitos de voto do principal acionista. TAM = Logaritmo Natural do Ativo Total. END = Razão entre passivos exigíveis e ativo total. ROA = Retorno sobre os ativos.

Fonte: Dados da pesquisa.

A média da concentração de ações com direito a voto detida pelo principal acionista é aproximadamente 47,73%, em linha com resultados de estudos anteriores sobre a concentração acionária do maior acionista em empresas brasileiras (Brandão; Crisóstomo, 2015; Freitas, *et al.*, 2020; Santos *et al.*, 2020). Com um desvio padrão de aproximadamente 26,22%, corroborar-

se a afirmação sobre a existência de empresas brasileiras com alta concentração acionária em um acionista ou grupo de acionistas (Marques; Guimarães; Peixoto, 2015).

A participação acionária mínima do principal acionista com direito a voto é de 6,0%, enquanto a máxima chega a aproximadamente 99,97%. Nessa última situação, assim como naquelas em que a empresa possui menos de 50% das ações em circulação, a empresa não se encontra suscetível a ocorrência do *takeover* hostil, pois inexistem ações em circulação (*free float*) suficiente.

O tamanho das empresas, representado pelo logaritmo natural do ativo total, é relativamente homogêneo, haja vista o baixo desvio padrão apresentado. O endividamento médio é de 80,94%, indicando que o passivo exigível, em média, representa mais da metade do ativo total das empresas brasileiras. Já o desempenho médio é de 0,88%, tendo-se na amostra empresas com desempenho mínimo negativo de -87,10%, o que expressa a existência de empresas com prejuízos, e máximo de 32,10%.

Quanto às variáveis *dummies*, observa-se, na Tabela 4, que 27,93% do total de 2.388 observações corresponde a empresas que adotam cláusulas estatutárias de *poison pills*, o que representa 667 observações de empresas. Já em relação à adoção de cláusulas pétreas, nota-se que a adoção é significativamente menor, uma vez que apenas 6,57% das observações se referem a empresas que incorporam esse mecanismo em seu estatuto.

Quanto ao texto de adoção de *poison pills* associada a uma cláusula pétrea, assim como em Azevedo *et al.* (2020), observa-se que todos eles convergem com a ideia de que qualquer acionista que vote a favor da modificação ou exclusão da cláusula de *poison pills* será obrigado a realizar uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) para adquirir todas as ações emitidas pela empresa, como estabelecido no estatuto social.

Com o objetivo de complementar as estatísticas descritivas, realizaram-se testes de diferenças das médias e medianas do valor de mercado (QTOBIN) entre as empresas adotantes e não adotantes de *poison pills*, como apresentado na Tabela 5. Tendo testado a normalidade dos resíduos, por meio do teste de *Shapiro-Wilk*, percebeu-se que os dados não seguem uma distribuição normal, quando se justifica a utilização do teste não paramétrico de *Mann-Whitney*, que testa a diferença entre as medianas (Fávero; Belfiore, 2017). Contudo, de forma complementar, e pressupondo a normalidade baseada no Teorema Central do Limite (TCL), também foi aplicado o Teste T para a análise de diferenças entre as médias.

Tabela 5 – Teste de diferença de médias e medianas do valor de mercado entre empresas adotantes e não adotantes de *Poison Pills* e de Cláusulas Pétreas.

Variáveis		Teste T			
	Grupo	Observações	Média	P-value	
PP	Adotantes	667	1.6296	0.0052 ***	
	Não adotantes	1.721	1.7101		
	<i>Mann-Whitney</i>				
		Grupo	Observações	Mediana	P-value
	Adotantes	667	1.2326	0,6271	
	Não adotantes	1.721	1.2409		
CP	Teste T				
		Grupo	Observações	Média	P-value
	Adotantes	157	1.7095	0,9951	
	Não adotantes	2.231	1.7104		
	<i>Mann-Whitney</i>				
		Grupo	Observações	Mediana	P-value
Adotantes	157	1.2761	0,205		
Não adotantes	2.231	1.2416			

Nota: PP = *Poison Pills*. CP = Cláusula Pétrea. Níveis de significância: * $<0,1$; ** $<0,05$ e *** $<0,01$.

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme as informações apresentadas na Tabela 5, não foi possível identificar diferenças estatisticamente significativas da mediana do valor de mercado entre os dois grupos de empresas, adotantes e não adotantes de *poison pills* associadas ou não com cláusulas pétreas, já que o teste de *Mann-Whitney* apresentou um nível de significância (*p-value*) maior do que o aceitável nesta pesquisa. Em relação em relação à diferença entre as médias de valor de mercado, identificou-se que as empresas adotantes de *poison pills* apresentam um valor de mercado médio estatisticamente menor do que as demais. Contudo, este resultado pode ser influenciado por valores discrepantes.

A Tabela 6 apresenta a matriz de correlação de *Pearson* para as variáveis contínuas, além da correlação de *Phi* para as variáveis *dummies* *Poison Pills* (PP) e Cláusula Pétrea (CP), vislumbrando analisar as possíveis correlações entre as variáveis e identificar possíveis problemas de multicolinearidade.

Tabela 6 – Matriz de correlação (coeficiente de *Pearson* para variáveis contínuas e coeficiente de *Phi* para *dummies*).

	QTOBIN	PP	CP	CONC	TAM	END	ROA
QTOBIN	1,0000						
PP	-0,0572***	1,0000					
CP	-0,0001	0,4261***	1,0000				
CONC	0,0541	-0,4038***	-0,1899***	1,0000			
TAM	-0,4001***	0,1399***	-0,0022	-0,1149***	1,0000		
END	0,7847***	-0,1065***	-0,0687***	0,1265***	-0,3951***	1,0000	
ROA	-0,3023	0,0080	0,0591	0,0032	0,2516***	-0,5548***	1,0000

Nota: QTOBIN = Q de Tobin escalonado pelo Ativo total. PP = *Poison Pills*. CP = Cláusula Pétrea. CONC = concentração de direitos de voto do principal acionista. TAM = Logaritmo Natural do Ativo Total. END = Razão

entre passivos exigíveis e ativo total. ROA = Retorno sobre os ativos. Níveis de significância: * $<0,1$; ** $<0,05$ e *** $<0,01$.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se uma correlação negativa e fraca do valor de mercado (QTOBIN) com as variáveis Poison Pills (PP), Tamanho (TAM) e Endividamento (END). As variáveis Cláusula Pétrea (CP), Concentração Acionária (CONC) e Desempenho (ROA) não apresentaram correlação significativa com o valor de mercado. Apesar disso, são apresentados, na próxima subseção, modelos de regressão considerados mais robustos para se testar as relações entre as variáveis dependente e independentes.

No que diz respeito às correlações entre as variáveis independentes, que poderiam causar problemas de multicolinearidade, nota-se que a maioria delas é fraca (coeficiente $< 0,3$) ou moderadas (coeficiente $< 0,6$) (Fávero; Belfiore, 2017). Dessa forma, não há indícios de multicolinearidade, já que não existem correlações fortes entre as variáveis independentes.

4.2 Análise econométrica

Esta subseção apresenta os resultados das regressões entre as variáveis dependentes e independentes do estudo. Ressalta-se que, em virtude da presença de heterocedasticidade (teste Wald – Prob $>$ Chi $^2=0,000$), os modelos foram estimados pelo método dos Mínimos Quadrados Generalizados (MQG), que se mostra eficaz na correção de problemas de heterocedasticidade e autocorrelação em modelos longitudinais (Fávero; Belfiore, 2017; Gujarati; Porter, 2011).

A Tabela 7 apresenta os resultados dos modelos de regressão 1, 2 e 3 sobre a relação da adoção de *poison pills* e de cláusulas pétreas associadas às *poison pills* com o valor de mercado das empresas analisadas. Para tanto, o resultado dessas regressões testa a H1 (Nas empresas brasileiras, há uma relação entre adoção de *poison pills* e valor de mercado) e H2 (Nas empresas brasileiras, a adoção de *poison pills* associada à uma cláusula pétrea está negativamente relacionada ao valor de mercado).

Tabela 7 - Relação entre adoção de *poison pills* e valor de mercado, este estimado pelo Q de Tobin

Variáveis	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
	QTOBIN	QTOBIN	QTOBIN
PP	0,1913 *** (0, 0475)		0,1321 ** (0,0527)
CP		0,3468 *** (0,0852)	0,2433 *** (0,0946)
TAM	-0,1103 *** (0, 0119)	-0,1040 *** (0, 0119)	-0,1079 *** (0,0121)

END	1,5052*** (0, 0269)	1,5004*** (0, 0269)	1,5055 *** (0,0271)
ROA	2,3056 *** (0,1708)	2,2340*** (0, 1704)	2,2745 *** (0,1711)
CONSTANTE	2,2045 *** (0,2017)	2, 1298 *** (0,2020)	2,1608 *** (0,2021)
D2010	Omitido	Omitido	Omitido
D2011	-0,1199 (0,1182)	-0,1169 (0,1181)	-0,1206 (0,1180)
D2012	-0,0793 (0,1152)	-0,0688 (0,1152)	-0,0748 (0,1151)
D2013	-0,1511 (0,1150)	-0,1367 (0,1149)	-0,1457 (0,1148)
D2014	-0,2824** (0,1149)	-0,2703** (0,1149)	-0,2772 ** (0,1147)
D2015	-0,4234*** (0,1156)	-0,4145 *** (0,1156)	-0,4199 *** (0,1155)
D2016	-0,3574*** (0, 1150)	-0,3476 *** (0,1151)	-0,3518 *** (0,1149)
D2017	-0,1168 (0,1140)	-0,1034 (0,1139)	-0,1095 (0,1139)
D2018	-0,2186 ** (0,1130)	-0,1979 * (0,1131)	-0,2074 * (0,1130)
D2019	-0,0147 (0,1122)	0,0071 (0,1122)	-0,0024 (0,1121)
D2020	0,1017 (0,1096)	0,1299 (0,1096)	0,1167 (0,1096)
D2021	-0,1979 * (0,1069)	-0,1591 (0,1069)	-0,1784 * (0,1070)
Nº de observações	2388	2388	2388
Nº de empresas	290	290	290
Prob > chi2	0,0000	0,0000	0,0000
Wald chi2	4667,06	4668,07	4686,63
Log likelihood	--3447,946	-3447,775	-3444,64

Nota: A variável dependente é o Valor de Mercado, representados nos modelos pelo Q de Tobin. PP = *Poison Pills*. CP = Cláusula Pétrea. TAM = Logaritmo Natural do Ativo Total. END = Razão entre passivos exigíveis e ativo total. ROA = Retorno sobre os ativos. Parâmetros estimados pelos Mínimos Quadrados Generalizados (GLS). Níveis de significância: * $<0,1$; ** $<0,05$ e *** $<0,01$. Erro Padrão entre parênteses.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados obtidos no Modelo 1 sugerem uma relação positiva entre a adoção de *poison pills* e o valor de mercados das companhias, visto o coeficiente positivo e significativo estatisticamente a 1% entre PP e QTOBIN, suportando a H_1 deste estudo. Dessa forma, embora estudos teóricos conceituais postulem possíveis efeitos prejudiciais da adoção desse mecanismo em âmbito nacional (Maestri, 2011), os resultados sugerem que o mercado acionário avalia positivamente a sua adoção, a ponto de incrementar o valor das companhias que o adotam.

Estes resultados suportam a hipótese teórica de alinhamento de interesses, que preconiza efeitos benéficos da adoção de cláusulas de *poison pills*, assim como corrobora algumas evidências internacionais (Caton; Goh, 2008; Ferraz; Lopes; Hitzelberger, 2019;

Schepker; Oh; Patel, 2018). Assim sendo, entende-se que o mercado acionário enxerga as *poison pills* como um mecanismo de proteção para sua riqueza, evitando *takeovers* hostis. Além disso, sugere-se que os acionistas vislumbram que em transações de controle bem-sucedidas não receberão menos do que o valor integral de suas participações, já que a cláusula de *poison pills* geralmente prever a obtenção um prêmio sobre o valor de mercado das ações (Arikawa; Mitsusada, 2011; Comment; Schwert, 1995; Gine *et al.*, 2017).

Ainda sob o suporte da perspectiva teórica de alinhamento de interesses, sugere-se que o mercado acionário pode está vislumbrando possíveis benefícios de estratégias de longo prazo adotadas pela gestão das empresas adotantes de *poison pills*, visto que, protegidos de demissões involuntárias que geralmente sucedem uma transação de controle, os gestores tendem a ser menos míopes, focando em projetos de longo prazo que criam valor para a empresa (Caton; Goh, 2008; Chatjuthamard; Ongsakul; Jiraporn, 2022; Kacperczyk, 2009; Wongsinhirun *et al.*, 2022).

A relação positiva entre a adoção de *poison pills* e o valor de mercado encontrada neste estudo complementa o estudo de Azevedo, Gomes e Nakao (2021), que sugere que as empresas brasileiras adotam cláusulas de *poison pills* como mecanismo complementar de governança corporativa, funcionando como um sinal de proteção emitido ao mercado com o objetivo de atrair novos investidores.

Ainda sobre os resultados apresentados na Tabela 7, Modelo 2, observa-se uma relação estatisticamente significativa e positiva a 1% entre as variáveis CP e QTOBIN, indicando que as empresas que possuem uma cláusula pética acessória à cláusula de *poison pills* em seus estatutos sociais estão mais suscetíveis a uma boa avaliação pelos acionistas, obtendo um incremento no seu valor de mercado. Este resultado rejeita a H₂ deste estudo, que previa uma relação negativa em virtude de estudos empíricos anteriores que identificaram a adoção de *poison pills* associada a uma cláusula pética como um mecanismo de entrincheiramento gerencial (Azevedo *et al.*, 2020 Azevedo; Nakao, 2019).

Assim, apesar dos achados anteriores, os modelos econométricos (1, e 2 e 3) sugerem que, de fato, os acionistas veem a adoção de *poison pills* associadas ou não a uma cláusula pética como um mecanismo protetor e promotor da sua riqueza. Essa afirmação é corroborada a partir do teste de diferença entre coeficientes, que confirmou não haver diferença na intensidade da influência das variáveis PP e CP no valor de mercado das companhias.

Quanto às variáveis de controle, constatou-se que o tamanho (TAM), endividamento (END) e Desempenho (ROA) foram estatisticamente significativas a 1% para explicar o valor de mercado das empresas.

O tamanho mostrou-se negativamente relacionado com o valor de mercado (QTOBIN) em ambos os modelos, em linha com resultados de estudos anteriores que sugerem maiores problemas de agência em empresas grandes, e, conseqüentemente, maiores custos de monitoramento, diminuindo o valor de mercado (Caixe; Krauter, 2013; Gugler; Mueller; Yurtoglu, 2008). O endividamento mostrou-se positivamente relacionado ao valor de mercado, sugerindo que o mercado pode ver positivamente questões de dedutibilidade dos juros da dívida na forma de despesas financeiras (Caixe; Krauter, 2013; Carvalhal-Da-Silva; Leal, 2003). Por fim, o desempenho apresentou-se positivamente relacionado ao valor de mercado, confirmando a suposição de que as empresas mais rentáveis apresentam maiores valores de mercado (Medrado *et al.*, 2016).

Em países emergentes, como é o caso do Brasil, é imperioso considerar nestas análises aspectos peculiares das empresas, como a concentração acionária. Diferente do mercado estadunidense (origem das *poison pills*), em que predomina a dispersão acionária, no Brasil, é evidente a concentração de ações em um ou poucos acionistas controladores (Vieira; Martins; Fávero, 2009), particularidade que torna questionável a adoção de *poison pills*, visto que os próprios acionistas controladores barrariam um *takeover* hostil (Hu; Tong; Liang, 2021; Silva, 2021).

Dessa maneira, visando robustecer esta investigação, a Tabela 8 apresenta os resultados das regressões dos modelos 3, 4 e 5, que averiguam se a concentração acionária do principal acionista exerce influência na relação entre *poison pills* e valor de mercado.

Tabela 8 – Relação entre adoção de *poison pills* e valor de mercado, moderada pela concentração acionária do principal acionista

Variáveis	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
	QTOBIN	QTOBIN	QTOBIN
PP	0,2529 *** (0,0987)		0,2217 ** (0,1077)
CONC*PP	-0,0044 * (0,0119)		-0,0057 * (0,0028)
CP		0,2528 (0,1772)	0,0896 (0,1939)
CONC*CP		-0,0003 (0,0053)	0,0047 (0,0059)
CONC	-0,0032 *** (0,009)	-0,0041 *** (0,0008)	-0,0032 *** (0,0011)
TAM	-0,1114 *** (0,0119)	-0,1083*** (0,0119)	-0,1088 *** (0,0119)
END	1,5166 *** (0,0270)	1,5171*** (0,0271)	1,5169 *** (0,0270)
ROA	2,3472*** (0,1708)	2,3245*** (0,1706)	2,3145 *** (0,1710)
CONSTANTE	2.3958 ***	2,3971 ***	2,3464 ***

	(0,2086)	(0,2081)	(0,2093)
D2010	Omitido	Omitido	Omitido
D2011	-0,1215 (0,1176)	-0,1191 (0,1176)	-.1212 (.1175)
D2012	-0,0860 (0,1147)	-0,0791 (0,1147)	-.0806 (.1146)
D2013	-0,1642 (0,1144)	-0,1539 (0,1144)	-.1578 (.1143)
D2014	-0,2905 ** (0,1144)	-0,2820 ** (0,1143)	-.2856 (.1142)
D2015	-0,4274 *** (0,1151)	-0,4225 *** (0,1150)	-.4236 (.1150)
D2016	-0,3644 *** (0,1145)	-0,3587 *** (0,1145)	-.3580 (.1144)
D2017	-0,1236 (0,1135)	-0,1149 (0,1134)	-.1158 (.1133)
D2018	-0,2262 * (0,1126)	-0,2122 * (0,1126)	-.2152 (.1125)
D2019	-0,0303 ** (0,1117)	-0,0132 (0,1118)	-.0176 (.1117)
D2020	0,0822 ** (0,1091)	0,1052 (0,1092)	.0969 (.1092)
D2021	-0,2216 ** (0,1064)	-0,1958 * (0,1066)	-.2024 (.1066)
Nº de observações	2388	2388	2388
Nº de empresas	290	290	290
Prob > chi2	0,0000	0,0000	0,0000
Wald chi2	4734,79	4740,80	4753,59
Log likelihood	-3436,539	-3435,532	-3433,391

Nota: A variável dependente é o Valor de Mercado estimado pelo Q de Tobin. PP = Poison Pills. CONC*PP = interação entre a variável *Poison Pills* e Concentração Acionária no Principal Acionista. TAM = Logaritmo Natural do Ativo Total. END = Razão entre passivos exigíveis e ativo total. ROA = Retorno sobre os ativos. Parâmetros estimados pelos Mínimos Quadrados Generalizados (GLS). Valor de P entre parênteses. Níveis de significância: * $<0,1$; ** $<0,05$ e *** $<0,01$. Erro Padrão entre parênteses.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados (Modelo 3) demonstram uma relação negativa entre a variável CONC*PP e QTOBIN a 1% de significância, demonstrando que a relação entre a adoção de *poison pills* e o valor de mercado é menos positiva à medida que a concentração acionária do principal acionista se eleva.

A ideia é que o mercado de controle perde relevância ante o excesso de direito de voto em grandes acionistas (Marques; Guimarães; Peixoto, 2015), cenário no qual o próprio proprietário tem poder para impedir um *takeover* hostil (Silva, 2021). Desse modo, entende-se que o mercado acionário é mais cauteloso ao atribuir valor às empresas adotantes de *poison pills* na medida em que a concentração acionária se eleva, pois se torna questionável a adoção de *poison pills* em estruturas altamente concentradas.

A moderação negativa da concentração acionária fundamenta-se ainda na suposição do efeito-entrenchamento (Claessens *et al.*, 2002), que supõe que o excesso de direito de voto em grandes acionistas reduziria o valor de mercado da companhia, visto a possibilidade de tais acionistas, em virtude do seu poder sobre o controle, expropriar a riqueza dos acionistas minoritários. Esta suposição foi testada empiricamente no Brasil por Caixe e Krauter (2013) e Marques, Guimarães e Peixoto (2015), que encontraram uma relação negativa da concentração acionária com o valor de mercado das empresas.

Quanto à influência da concentração acionária na relação entre a adoção de *poison pills* associada a uma cláusula pétrea e o valor de mercado (Modelo 4), não se pode fazer inferências, pois, apesar de se constatar uma relação negativa entre CONC*CP e QTOBIN, esta relação não é significativa estatisticamente. Ademais, os resultados apontam que quando controlada pela concentração acionária, a relação entre CP e QTOBIN não é significativa, sugerindo maiores investigações sobre a forma como a concentração acionária pode estar relacionada com a adoção de *poison pills* associada a uma cláusula pétrea.

O Modelo 5 reforça as suposições anteriores ao confirmar uma influência negativa da concentração acionária na relação entre adoção de *poison pills* e valor de mercado, mas na relação entre a adoção de cláusulas pétreas e valor de mercado.

As variáveis de controle (TAM, END, ROA), assim como os resultados demonstrados anteriormente na Tabela 7, mantiveram-se significativas estatisticamente para explicar o valor de mercado das companhias mesmo após a inserção da moderação nos modelos econométricos, reafirmando que empresas maiores tendem a apresentar um menor valor de mercado, e que, quanto mais endividadas e mais rentáveis maior tende a ser o seu valor de mercado.

Com base nas análises realizadas, é feita uma síntese dos resultados da pesquisa no Quadro 2, que inclui as hipóteses formuladas e a comparação dos resultados esperados com os obtidos no presente estudo.

Quadro 2 – Hipóteses da pesquisa

Descrição	Resultado esperado	Resultado encontrado
H1 - Nas empresas brasileiras, há uma relação entre adoção de <i>poison pills</i> e valor de mercado	+/-	+
H2 - Nas empresas brasileiras, a adoção de <i>poison pills</i> associada à uma cláusula pétrea está negativamente relacionada ao valor de mercado	-	+
H3: Nas empresas brasileiras, a concentração acionária modera negativamente a relação entre a <i>poison pills</i> e valor de mercado	+/-	-

H4: Nas empresas brasileiras, a concentração acionária modera negativamente a relação entre adoção de <i>poison pills</i> associada à uma cláusula pétrea e valor de mercado	+	Não há significância estatística
--	---	----------------------------------

Fonte: Dados da pesquisa.

Assim, evidenciou-se que existe uma relação positiva entre a adoção de cláusulas de *poison pills* e valor de mercado, independentemente se tais cláusulas são ou não associadas uma cláusula pétrea, corroborando com a H₁ e rejeitando a H₂. Ademais, a concentração acionária modera negativamente a relação entre *poison pills* e valor de mercado, em consonância com a H₃, mas não tem efeito estatístico significativo para influenciar na relação entre a adoção de *poison pills* associadas a uma cláusula pétrea e valor de mercado, rejeitando a H₄.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Considerando as particularidades da adoção de *poison pills* em âmbito nacional, este estudo propôs a investigação sobre a relação entre a sua adoção e o valor de mercado das companhias. Mais especificamente, analisou-se possíveis influências no valor de mercado das empresas em função da simples adoção de *poison pills*, assim como da sua adoção aliada a uma cláusula acessória pética e, ainda, se a concentração acionária seria um fator estatisticamente relevante para influenciar nessas relações. Para tanto, utilizou-se técnicas de estatística descritiva, testes de diferenças entre médias e medianas, testes de correlação e regressão linear múltipla estimada pelos Mínimos Quadrados Generalizados (GLS).

Quanto às principais evidências, observou-se uma valorização das empresas brasileiras em termos de valor de mercado, quando comparado com estudos anteriores. Em relação à concentração acionária, evidenciou-se uma concentração média de 47,75% no principal acionista, podendo chegar essa concentração a 97,26%, caracterizando o controle majoritário. Do total de observações (2388), 27,93% referem-se a empresas que possuem uma cláusula de *poison pills* em seu estatuto, e 6,57% referem-se a empresas que adotam o mecanismo associado a uma cláusula pética. Quando comparado as médias e medianas do valor de mercado entre as empresas adotantes e não adotantes de *poison pills*, não se constatou diferenças significativas.

Convergente com a corrente teórica que defende as *poison pills* como um mecanismo de alinhamento de interesses, esta investigação constatou que, em âmbito nacional, as cláusulas de *poison pills*, sejam elas aliadas ou não à cláusulas pétreas, tem um efeito positivo no valor de mercado das companhias, indicando que o mercado acionário enxerga a adoção como um mecanismo complementar de proteção da sua riqueza, uma vez que evita possíveis *takeovers* hostis, além de possibilitar que a gestão das empresas foque em estratégias de longo prazo que criam valor para os acionistas.

A concentração acionária de ações ordinárias do principal acionista influencia significativamente na relação positiva entre a adoção de *poison pills* e valor de mercado, de tal forma que a relação é atenuada, sugerindo que o mercado atribui menos valor as empresas adotantes do mecanismo na medida que a concentração acionária se eleva. Contudo, quando a *poison pills* está associada a uma cláusula pética, a concentração acionária não é estatisticamente relevante para influenciar na relação.

Ao constatar uma influência positiva desse mecanismo *anti-takeover* no valor de mercado das companhias brasileiras, espera-se contribuir para o avanço da literatura sobre as consequências da adoção de *poison pills*, principalmente em âmbito nacional, assim como para

o avanço das discussões sobre fatores associados ao valor de mercado das empresas. O estudo avança ao introduzir a investigação da influência da concentração acionária nas relações analisadas, fornecendo evidências de como a concentração acionária contextualiza tais relações, proporcionando o enriquecimento, em especial, do campo teórico que estuda efeitos da adoção de *poison pills* no valor das companhias.

Do ponto de vista prático, espera-se contribuir para a gestão das companhias quanto à implementação de mecanismos de defesa *anti-takeover* e para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, ao fornecer *insights* capazes de contribuir para o aperfeiçoamento dos sistemas de Governança Corporativa. Dito isto, posto que empresas com sistemas de governança mais maduros tendem a ser vistas pelo mercado de forma positiva, atraindo mais investidores. Os *insights* deste estudo são úteis também para as entidades reguladoras, que poderão tomá-los por base para formulação de políticas direcionadas à adoção de mecanismos *anti-takeover*, a fim de promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado acionário. Por fim, o estudo fornece *insights* que podem ser úteis na tomada de decisão dos investidores sobre a alocação dos seus recursos, ao demonstrar a influência da adoção de *poison pills* no valor de mercado das empresas, o que poderá refletir no retorno dos seus investimentos.

Apesar de não prejudicar a sua relevância, esta pesquisa apresenta algumas limitações metodológicas pela falta de informações para algumas empresas da população, principalmente em função da não disponibilização do estatuto corporativo no *website* da CVM, impossibilitando a captura da informação sobre a adoção de *poison pills*; e da indisponibilização de informações sobre o valor de mercado e sobre a concentração acionária na plataforma Economática®. Estas limitações podem prejudicar a generalização dos resultados da pesquisa.

Para futuros estudos, sugere-se a análise de outros fatores moderadores da relação entre *poison pills* e valor de mercado, além da concentração acionária do principal acionista aqui já investigada, tais como o *design* da Governança Corporativa das empresas, que pode influenciar nas decisões de adoção e gerenciamento dos mecanismos *anti-takeover*; e o nível de assimetria informacional, que pode influenciar na forma como o mercado acionário avalia a adoção de *poison pills*.

REFERÊNCIAS

- AGARWAL, S.; SINGH, A. Firm Characteristics and Corporate Performance: Evidence from India. **Journal of Commerce & Accounting Research**, v. 11, n. 1, p. 96-104, 2022.
- AHN, H. -J.; CAI, J.; YANG, C. -W. Which liquidity proxy measures liquidity best in emerging markets?. **Economies**, v. 6, n. 4, p. 67, 2018.
- ALMEIDA, F. T.; PARENTE, P. H. N; LUCA, M. M; VASCONCELOS, A. C. Governança corporativa e desempenho empresarial: uma análise nas empresas brasileiras de construção e engenharia. **Gestão & Regionalidade**, v. 34, n. 100, p. 110-126, 2018.
- ALTAF, N.; SHAH, F. A. Ownership concentration and firm performance in Indian firms: does investor protection quality matter?. **Journal of Indian Business Research**, v. 10, n. 1., p. 33-52, 2018.
- AMBROZINI, M. A.; JUNIOR, T. P.; GAIO, L. E. As pílulas de veneno: cláusulas em estatutos sociais de empresas para dificultar o takeover hostil. **Revista de Administração IMED**, v. 5, n. 1, p. 59-69, 2015.
- ARIKAWA, Y.; MITSUSADA, Y. The adoption of poison pills and managerial entrenchment: Evidence from Japan. **Japan and the World Economy**, v. 23, n. 1, p. 63-77, 2011.
- ARMOUR, J.; JACOBS, J. B.; MILHAUPT, C. J. The evolution of hostile takeover regimes in developed and emerging markets: an analytical framework. **Harvard International Law Journal**, v. 52, n. 1. p. 219-285, 2011.
- AZEVEDO, Y. G. P.; TAVARES, A. L.; MÓL, A. L. R.; FREITAS NETO, R. M. Proteção Anti-takeover e Gerenciamento de Resultados: O Efeito das Poison Pills com Cláusulas Pétreas. **Contabilidade Gestão e Governança**, v. 23, n. 3, p. 345-363, 2020.
- AZEVEDO, Y. G. P.; SCHWARZ, L. A. D.; GOMES, H. B.; AMBROZINI, M. A. Stock price crash risk and the adoption of poison pills: evidence from Brazil. **International Journal of Managerial Finance**, v.19, n. 3, 2023.
- AZEVEDO, Y. G. P.; GOMES, H. B.; NAKAO, S. H. Poison pills e governança corporativa: um estudo no mercado acionário brasileiro. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 15, p. 1-18, 2021.
- AZEVEDO, Y. G. P.; NAKAO, S. H. The influence of poison pills on executive compensation. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v.12, n. 3, p. 039-061, 2019.
- BATCHIMEG, B. Financial performance determinants of organizations: The case of Mongolian companies. **Journal of competitiveness**, v. 9, n. 3, p. 22-33, 2017.
- BEBCHUK, L.A.; WEISBACH, M. S. The state of corporate governance research. **Review of Financial Studies**, v. 23 n. 3, p. 939-961, 2010.

BEBCHUK, L.; COHEN, A.; FERRELL, A. What matters in corporate governance?. **The Review of financial studies**, v. 22, n. 2, p. 783-827, 2009.

BECK, N. L.; KATZ J. N. What to do (and not to do) with time-series cross-section data. **American Political Science Review**, [S. l.], v. 89, p. 634-647, 1995.

BORNHÖFT, S. SCHULLER, F.; SCHUSTER, M.; TEUTRINE, C. Poison pills: creator or destructor of value?. **Management Studies**, v. 11, n. 1, p. 5-10, 2021.

BRANDÃO, I. F. Análise da literatura empírica sobre estrutura de propriedade no mercado de capitais brasileiro. **Revista de Contabilidade e Controladoria (RC&C)**, v. 14, n. 1, p. 27-50, 2022.

BRANDÃO, I. F.; CRISÓSTOMO, V. L. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Brazilian Review of Finance**, v. 13, n. 3, p. 438-469-438-469, 2015.

BURKART, M.; PANUNZI, F. Takeovers. **ECGI-Finance working paper**, n. 118, p. 265-297, 2007.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 64. p. 142-153, 2013.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 11, n. 1, p. 96-117, 2014.

CARREIRO, N. K. D.; NASCIMENTO, J. C. H. B. D.; BARBOSA, F. L. S.; RABÊLO NETO, A.; SILVA, M. C. D. Relações entre governança corporativa, desempenho financeiro e valor de mercado: uma análise no contexto brasileiro. **Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión**, v. 29, n. 2, p. 11-28, 2021.

CARVALHAL-DA-SILVA, A.; LEAL, R. P. C. Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil. Working Paper Series n. 390, Coppead, 2003.

CATAN, E. M. The insignificance of clear-day poison pills. **The Journal of Legal Studies**, v. 48, n. 1, p. 1-44, 2019.

CATON G. L.; GOH, J. Corporate Governance, Shareholder Rights, and Shareholder Rights Plans: Poison, Placebo, or Prescription?. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 43, n. 2, p. 381-400, 2008.

CHATJUTHAMARD, P.; ONGSAKUL, V.; JIRAPORN, P. Do hostile takeover threats matter? Evidence from credit ratings. **PloS one**, v. 17, n. 1, p. 1-20, 2022.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002

- COMMENT, R.; SCHWERT, G. W. Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures. **Journal of Financial Economics**, v. 39, n. 1, p. 3-43, 1995.
- CREMERS, K. J.; MASCONALE, S.; SEPE, S. M. Commitment and entrenchment in corporate governance. **Northwestern University Law Review**, v. 110, n. 4, p. 727-810, 2016.
- CREMERS, K. M.; LITOV, L. P.; SEPE, S. M.; ZATOR, M. Shadow pills, visible pill policy, and firm value. **Working Paper, University of Notre Dame**, 2020.
- CREMERS, M.; FERRELL, A. Thirty Years of Shareholder Rights and Firm Value. **The Journal of Finance**, v. 69, n. 3, p. 1167–1196, 2014.
- CRISÓSTOMO, V. L.; PINHEIRO, B. G.; NAKAMURA, W. T. Concentração de propriedade e emissão de ação: Evidência da América Latina. **Brazilian Review of Finance**, v. 18, n. 4, p. 33-76, 2020.
- DYCK, A.; ZINGALES, L. Private benefits of control: An international comparison. **The journal of finance**, v. 59, n. 2, p. 537-600, 2004.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®**. São Paulo: Elsevier Brasil, 2017.
- FERRAZ, D. P.; LOPES, I. T.; HITZELBERGER, S. The use of poison pills by US firms over the period 1997-2015: what has been their impact on shareholder value?. **International Journal of Business Excellence**, v. 18, n. 1, p. 98-119, 2019.
- FREITAS, M. R. O.; PEREIRA, G. M.; VASCONCELOS, A. C.; LUCA, M. M. Concentração acionária, conselho de administração e remuneração de executivos. **Revista de Administração de Empresas**, v. 60, p. 322-335, 2020.
- GINE, M.; MOUSSAWI, R.; SEDUNOV, J. Governance mechanisms and effective activism: Evidence from shareholder proposals on poison pills. **Journal of Empirical Finance**, v. 43, p. 185-202, 2017.
- GRANDONI, T. **Crisis pills: the adoption of poison pills in response to the Covid-19 economic crisis**. 2021.
- GUJARATI; D. N.; PORTER, D, C. **Econometria Básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011
- GUGLER, K.; MUELLER, D. C.; YURTOGLU, B. B. Insider ownership, ownership concentration and investment performance: an international comparison. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 5, p. 688-705, 2008.
- HOANG, T. V. H.; DANG, N. H.; TRAN, M. D.; VU, T. T. V.; PHAM, Q. T. Determinants influencing financial performance of listed firms: Quantile regression approach. **Asian Economic and Financial Review**, v. 9, n. 1, p. 78-90, 2019.

HU, Z.; TONG, M.; LIANG, S. Anti-takeover provisions and executive excess compensation: evidence from China. **China Journal of Accounting Studies**, v. 8, n. 3, p. 380-409, 2021.

HUANG, R. H.; CHEN, J. The rise of hostile takeovers and defensive measures in China: comparative and empirical perspectives. **European Business Organization Law Review**, v. 20, n. 2, p. 363-398, 2019.

JARREL, G. A.; BRICKLE, J. A.; NETTER, J. M. The market for corporate control: the empirical evidence since 1980. **Journal of Economic Perspectives, American Economic Association**, v. 2, n. 1, p. 49-68, 1988.

KONRAHT, J. M.; CONSONI, S.; FONSECA, M. W. A relação entre a estrutura de propriedade e o custo da dívida captada via emissão de debêntures no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 14, n. 2, p. 177-194, 2020.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of financial economics**, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, E.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LEE, E.; KIM, C.; LEE, J. Substitutes or complements? Co-opted boards and antitakeover provisions. **Applied Economics Letters**, p. 1-5, 2020.

LEITE, L. L. Medidas de defesa contra a tomada de controle hostil de companhias abertas. **Direito, Negócios & Sociedade**, v. 1, n. 2, p. 16-30, 2021.

LIMA, S. H. O.; OLIVEIRA, F. D.; CABRAL, A. C. A.; SANTOS, S. M.; PESSOA, M. N. M. Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBovespa. **REGE-Revista de Gestão**, v. 22, n. 2, p. 187-204, 2015.

MAESTRI, H. C. Estudo comparado sobre a aplicabilidade das poison pills no direito brasileiro e norte-americano. **Revista Direito em (Dis)Curso, Londrina**, v. 4, n. 1, p.64-73, 2011.

MARQUES, T. A.; GUIMARÃES, T.; PEIXOTO, F. A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 16, n. 4, p. 100-133, 2015.

MARQUIS, C.; RAYNARD, M. Institutional strategies in emerging markets. **Academy of Management Annals**, v. 9, n. 1, p. 291-335, 2015.

MARTINS, G. A.; THEÓFILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MBANYELE, W. Staggered boards, unequal voting rights, poison pills and innovation intensity: new evidence from the Asian markets. **International Review of Law and Economics**, v. 65, p. 1-16, 2021.

MEDRADO, F.; CELLA, G.; PEREIRA, J. V.; DANTAS, J. A. Relação entre o nível de intangibilidade dos ativos e o valor de mercado das empresas. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 10, n. 28, p. 33-44, 2016.

MURTINU, S. Debt maturity, ownership concentration, and firm efficiency. **Economics Bulletin**, v. 35, n. 4, p. 2610-2616, 2015.

PEIXOTO, F. M.; BUCCINI, A. R. A. Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos?. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 7, n. 18, p. 48-59, 2013.

PORTULHAK, H. THEISS, V.; KUHL, M. R.; COLAUTO, R. D. Poison pills e gerenciamento de resultados: estudo em companhias do Novo Mercado da BM&FBovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 13, n. 2, p. 25-42, 2017.

RHEE, E. Y.; FISS, P. C. Framing controversial actions: Regulatory focus, source credibility, and stock market reaction to poison pill adoption. **Academy of Management Journal**, v. 57, n. 6, p. 1734-1758, 2014.

RULING, S. In Their Defense: Arguments in the Debate over the Use of Corporate Takeover Defenses and Their Policy Implications. **Business/Business Administration**, n. 19, p. 1-30, 2012.

SACRISTÁN-NAVARRO, M.; GÓMEZ-ANSÓN, S. Family ownership and pyramids in the Spanish market. **Family Business Review**, v. 20, n. 3, p. 247-265, 2007.

SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LÚCIO, M. P. B. **Metodologia de pesquisa**. 5. ed. São Paulo: McGraw Hill, 2013.

SANTOS, C. A.; QUIRÓS, D. D. C.; PEREIRA, V. S.; PENEDO, A. S. T. A influência da concentração acionária e da exportação em um fator de desempenho das empresas de capital aberto da B3. **Desafio Online**, v. 8, n. 2, p. 217-234, 2020.

SCHEPKER, D. J.; OH, W. Y. Complementary or substitutive effects? Corporate governance mechanisms and poison pill repeal. **Journal of Management**, v. 39, n. 7, p. 1729-1759, 2013.

SCHEPKER, D. J.; OH, W. Y.; PATEL, P. C. Interpreting Equivocal Signals: Market Reaction to Specific-Purpose Poison Pill Adoption. **Journal of Management**, v. 44, n. 5, p. 1953-1979, 2018.

SIKES, S. A.; TIAN, X. S.; WILSON, R. Investors' reaction to the use of poison pills as a tax loss preservation tool. **Journal of Accounting and Economics**, v. 57, n. 2-3, p. 132-148, 2014.

SILVA JÚNIOR, C. P.; MARTINS, O. S. Mulheres no conselho afetam o desempenho financeiro? uma análise da representação feminina nas empresas listadas na BM&FBovespa. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 12, n. 1, 2017.

SILVA, A. L. P.; LANA, J.; MARCON, R. Pactuando e impactando: O efeito dos acordos de acionistas no valor de mercado da firma. **Brazilian Business Review**, v. 15, n. 1, p. 88-104, 2018.

SOUSA, E. F.; SOUSA, A. F.; DEMONIER, G. B. Adoção das IFRS no Brasil: efeitos no conservadorismo contábil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 10, n. 2, p. 136-147, 2016.

SOUZA, P. R. C. **A tomada de controle de companhia aberta: a poison pill à brasileira**. 2011. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

STRASKA, M.; WALLER, H. G. Antitakeover provisions and shareholder wealth: A survey of the literature. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 49, n. 4, p. 933-956, 2014.

SUNDER, D. L. The controversial “poison pill” takeover defense: how valid are the arguments in support of it. **NMIMS Management Review**, v. 23, p. 47-66, 2014.

TACHMATZIDI, I. Takeover defenses in the Greek economy. **International Journal of Economics and Business Administration**, v. 5, n. 4, p. 133-145, 2017.

TACHMATZIDI, I. Takeover defenses in the United Kingdom. **International Journal of Economics and Business Administration**, v. 6, n. 4, p. 105-118, 2018.

THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. Ownership structure and economic performance in the largest European companies. **Strategic management journal**, v. 21, n. 6, p. 689-705, 2000.

UNGARELLI, M. F.; ALBUQUERQUE, A. L. M. S. Adquisición hostil de una empresa de capital abierto. **Derecho y Cambio Social**, n. 64, p. 183-197, 2021.

VIANA JUNIOR, D.; LOURENÇO, I.; BLACK, E. L. The effect of macroeconomic instability on earnings management in developed versus emerging countries. In: XIX USP International Conference in Accounting. 2019.

VIEIRA, J.; MARTINS, E. M.; FÁVERO, L. P. L. Poison pills no Brasil: um estudo exploratório. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 6-24, 2009.

WONGSINHIRUN, N.; CHATJUTHAMARD, P.; JIRAPORN, P.; PHIROMSWAD, P. Do takeover threats influence corporate social responsibility? Evidence from hostile takeover vulnerability. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 2022.

YABEI, H.; IZUMIDA, S. Ownership concentration and corporate performance: a causal analysis with Japanese panel data. **Corporate Governance: An International Review**, v. 16, n. 4, p. 342-358, 2008.

YEH, T. M. The effects of anti-takeover measures on Japanese corporations. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 42, n. 4, p.757–780, 2014.

YOUNG, M. N.; PENG, M. W.; AHLSTROM, D.; BRUTON, G. D.; JIANG, Y. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. **Journal of management studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220, 2008.