

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

JOSIANE DE OLIVEIRA SCHLOTEFELDT

COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS E *BOARD INTERLOCKING*: EVIDÊNCIAS NO
MERCADO BRASILEIRO

CURITIBA

2025

JOSIANE DE OLIVEIRA SCHLOTEFELDT

COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS E *BOARD INTERLOCKING*: EVIDÊNCIAS NO
MERCADO BRASILEIRO

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade do Departamento de Ciências Contábeis do setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Doutora em Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. Luciano Márcio Scherer



Versão Corrigida

(Versão original disponível na Biblioteca de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná)

CURITIBA

2025

Autorizo a divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SISTEMA DE BIBLIOTECAS – BIBLIOTECA CIÉNCIA SOCIAIS APLICADAS

Schlotefeldt, Josiane de Oliveira

Combinações de negócios e *board interlocking* : evidências no mercado brasileiro / Josiane de Oliveira Schlotefeldt. – Curitiba, 2025.

1 recurso on-line : PDF.

Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. Luciano Márcio Scherer.

1. Contabilidade. 2. Empresas - Brasil. 3. Negócios. 4. Mercado de capitais. I. Scherer, Luciano Márcio. II. Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. III. Título.



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
PRÓ-REITORIA DE PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO CONTABILIDADE -
40001016050PO

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da tese de Doutorado de JOSIANE DE OLIVEIRA SCHLOTEFELDT, intitulada: *Combinações de negócios e board interlocking: evidências no mercado brasileiro*, sob orientação do Prof. Dr. LUCIANO MARCIO SCHERER, que após terem inquirido a aluna e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de doutora está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 28 de Agosto de 2025.

Assinatura Eletrônica
29/08/2025 13:07:12.0
LUCIANO MARCIO SCHERER
Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica
04/09/2025 15:45:04.0
JOSÉ ROBERTO DE SOUZA FRANCISCO
Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS)

Assinatura Eletrônica
29/08/2025 14:07:31.0
BRUNO MEIRELLES SALOTTI
Avaliador Externo (UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO)

Assinatura Eletrônica
29/08/2025 19:14:10.0
ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO
Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Dedico esta tese aos meus pais, Vilma e Jorge Schlotefeldt, exemplos de
humildade, força e integridade.

AGRADECIMENTOS

Começo agradecendo a Deus por permitir que eu iniciasse e terminasse a jornada do doutorado ainda mais feliz e grata. Agradeço a Ele por estar comigo em todos os momentos de estudos, ideias e, principalmente, nos momentos de preocupações. Sua poderosa mão sempre me guiou pelos melhores caminhos e me protegeu em todas as idas e vindas de Curitiba.

Não tenho palavras para agradecer ao meu noivo Lucas que foi paciente, me entendeu e me apoiou em todas as ocasiões. O Lucas, por infinitas vezes, precisou me ouvir e foi obrigado a debater comigo sobre inquietações da tese que nem eu mesma compreendia. Obrigada, meu amor, sem ti seria mil vezes mais difícil, significante a um nível de 1%.

Gostaria de agradecer a minha família que, mesmo longe, sempre me apoiou e entendeu a distância e a ausência. Obrigada, pai, mãe, Lidi, Rafa, José, Mateus, Junior e Luiza. Tenho orgulho de chamá-los de minha família e ter o sangue de vocês.

Agradeço ao meu orientador, Prof. Dr. Luciano Márcio Scherer por ter acreditado em mim e embarcado junto comigo nesse desafio que foi elaborar esta pesquisa. Aproveito para agradecer aos membros da banca de qualificação e de defesa, Prof. Dr. Romualdo Douglas Colauto, Prof. Dr. Bruno Meirelles Salotti e Prof. Dr. José Roberto de Souza Francisco. Vocês fizeram contribuições muito enriquecedoras ao meu trabalho, obrigada pela dedicação e zelo que tiveram. Cabe ainda agradecer aos professores presentes na pré-qualificação deste trabalho, Prof. Dra. Silvia Consoni e Prof. Dr. Wagner Alves Arantes. Apesar da fase embrionária da pesquisa à época, suas contribuições foram riquíssimas e estão mantidas até hoje.

Aos docentes do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná, os quais tive o privilégio de aprender durante as disciplinas: Drs. Rodrigo Oliveira Soares, Romualdo Douglas Colauto, Vicente Pacheco, Flaviano Costa, Claudio Marcelo Edwards Barros, Luciano Marcio Scherer e Cicero Aparecido Bezerra. Obrigada pela oportunidade de conviver com suas mentes geniais.

À família que pude escolher, que anima os dias e nos leva para longe do caos: os amigos. Obrigada, Daiani Schlup Medeiros, por cada mensagem de conforto e motivação. Tu me deste injeções de ânimo e de confiança que me

ajudaram a estar aqui hoje. Obrigada Michael Medeiros, Jessica Nolli, Eduardo Depiné, Roseli Booz, Letícia Pereira, Viviane Brunetto, Arthur Melo, Josiane Giacomelli, Juliane Cândido, Claudeson Hornburg e as meninas do padel.

Chegando ao final, não poderia faltar um agradecimento especial aos colegas do doutorado, que fizeram a jornada parecer mais leve e agradável, colegas Cassiana, Danrlei, Elcidio, Elisane, Leandro, Pablo, Pavel e Ronaldo.

Por fim, expresso minha gratidão ao Governo do Estado de Santa Catarina, especialmente à Secretaria de Educação (SED), pelo apoio financeiro fundamental para a realização desta tese, por meio do Programa de Bolsas Universitárias de Santa Catarina (UNIEDU), mantido pelo FUMDES, conforme o Edital de Chamada Pública nº 261/SED/2022. Meu mais sincero obrigado!

Porque a sabedoria serve de proteção, como de proteção serve o dinheiro;
mas a excelência do conhecimento é que a sabedoria dá vida ao seu possuidor.

(Eclesiastes 7:12)

RESUMO

O *goodwill* proveniente de combinação de negócios é um tema que chama a atenção da academia e dos profissionais da área de contabilidade financeira devido a sua não obviedade de mensuração. Sua existência vai muito além de ser só o excesso da contraprestação transferida, após subtrair o valor justo dos ativos líquidos identificáveis adquiridos. Fatores organizacionais e de governança, como o *board interlocking*, podem exercer papel relevante nas negociações entre empresa adquirente e adquirida e impactar no quanto de *goodwill* é reconhecido. Nesse contexto, a tese defende que sob a Teoria da Dependência de Recursos, o fenômeno *board interlocking* entre membros do conselho de administração interfere na proporção do *goodwill* em relação à contraprestação entre empresas que combinaram seus negócios. Nesse sentido, o objetivo deste estudo é analisar a influência do *board interlocking* na proporção do *goodwill* em relação à contraprestação paga em operações de combinações de negócios ocorridas entre janeiro de 2011 a maio de 2025. A amostra contou com 41 combinações de negócios que foram analisadas por meio da regressão linear múltipla por Mínimos Quadrados Ordinários e Tobit. Os resultados indicaram que o *board interlocking* direto afeta a proporção da contraprestação que é alocada como *goodwill*. Tais resultados confirmam que as ligações existentes entre conselheiros das empresas adquirida e adquirente é uma fonte de recursos para a empresa adquirente, o que confirma a tese defendida. Este estudo contribui com a Teoria da Dependência de Recursos ao demonstrar que as conexões entre os conselhos de administração são benéficas para as empresas em contexto de combinação de negócios, sendo capazes de aconselhar e influenciar questões contábeis complexas. Para a literatura, a pesquisa contribui ao investigar as ligações existentes entre empresas combinadas antes do anúncio da aquisição e o efeito na proporção de *goodwill* reconhecido. Em termos práticos, o estudo ajuda empresas e investidores a entenderem o efeito que o *board interlocking* tem sobre as combinações de negócios, especificamente no percentual de *goodwill* na operação.

Palavras-chave: *Goodwill*; *board interlocking*; contraprestação; empresa adquirente; teoria da dependência de recursos.

ABSTRACT

Goodwill arising from business combinations is a topic that attracts the attention of both academia and financial accounting professionals due to its non-obvious measurement. Its existence goes far beyond simply representing the excess of the consideration transferred over the fair value of the identifiable net assets acquired. Organizational and governance factors, such as board interlocking, may play a relevant role in negotiations between acquiring and target firms and influence the amount of goodwill recognized. In this context, the thesis argues that, under Resource Dependence Theory, the phenomenon of board interlocking among members of the board of directors affects the proportion of goodwill relative to the consideration exchanged between firms involved in a business combination. Accordingly, the objective of this study is to analyze the influence of board interlocking on the proportion of goodwill relative to the consideration paid in business combinations carried out between January 2011 and May 2025. The sample comprised 41 business combinations, which were examined through multiple linear regression using Ordinary Least Squares and Tobit models. The results indicate that direct board interlocking affects the proportion of consideration allocated to goodwill. These findings confirm that the ties between directors of acquiring and target firms constitute a source of resources for the acquirer, supporting the central thesis. This study contributes to Resource Dependence Theory by demonstrating that connections between boards of directors are beneficial to firms within the context of business combinations, as they are capable of advising on and influencing complex accounting matters. For the literature, the research contributes by investigating the ties that existed between combining firms prior to the acquisition announcement and their effect on the proportion of goodwill recognized. In practical terms, the study helps companies and investors understand the effect that board interlocking has on business combinations, specifically on the percentage of goodwill in the transaction.

Keywords: Goodwill; board interlocking; purchase price; acquiring company; resource dependence theory.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - IDENTIFICAÇÃO DO OUTLIER MAIS DISTANTE DO LIMITE SUPERIOR	59
GRÁFICO 2 - IDENTIFICAÇÃO DO SEGUNDO OUTLIER MAIS DISTANTE DO LIMITE SUPERIOR.....	59
GRÁFICO 3 - IDENTIFICAÇÃO DOS ÚLTIMOS OUTLIERS DO LIMITE SUPERIOR	60
GRÁFICO 4 - HISTOGRAMA DE DISTRIBUIÇÃO DA VARIÁVEL G/CO	63
GRÁFICO 5 - Q-Q PLOT DA VARIÁVEL G/CO	64
GRÁFICO 6 - DISTRIBUIÇÃO DA VARIÁVEL TAM_ALVO	73
GRÁFICO 7 - DISTRIBUIÇÃO DA VARIÁVEL END_AD.....	74
GRÁFICO 8 - DISTRIBUIÇÃO DA VARIÁVEL PGTO_AÇÕES	75

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – PAPEL DOS CONSELHEIROS NA VISÃO DA DEPENDÊNCIA DE RECURSOS.....	30
QUADRO 2 - EXEMPLO DE ESTRUTURAÇÃO DA VARIÁVEL BII	46
QUADRO 3 - VARIÁVEIS DO MODELO.....	49
QUADRO 4 - CRITÉRIOS PARA DEFINIÇÃO DA POPULAÇÃO DO ESTUDO	51
QUADRO 5 - CRITÉRIOS PARA SELEÇÃO DA AMOSTRA DO ESTUDO.....	51
QUADRO 6 - PROTOCOLO DE ANÁLISE DE DADOS E TRATAMENTOS ESTATÍSTICOS	56

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - AMOSTRA DA PESQUISA	52
TABELA 2 - ESTATÍSTICA DESCRIPTIVA DA VARIÁVEL DEPENDENTE G/CO ANTES DA ANÁLISE DE OUTLIERS	57
TABELA 3 - TESTES DE NORMALIDADE DA VARIÁVEL DEPENDENTE G/CO	58
TABELA 4 - ESTATÍSTICA DESCRIPTIVA DO GOODWILL E DA CONTRAPRESTAÇÃO	61
TABELA 5 - ESTATÍSTICA DESCRIPTIVA DO GOODWILL E DA CONTRAPRESTAÇÃO POR ANO	61
TABELA 6 - TESTES DE NORMALIDADE DA VARIÁVEL G/CO	62
TABELA 7 - COMBINAÇÕES POR ANO E POR VALOR EM REAIS E BOARD INTERLOCKING	65
TABELA 8 - DISTRIBUIÇÃO SETORIAL DA ADQUIRENTE E BOARD INTERLOCKING	66
TABELA 9 - QUANTIDADE DE CONSELHEIROS INTERLIGADOS	67
TABELA 10 - ESTATÍSTICA DESCRIPTIVA DO BOARD INTERLOCKING	68
TABELA 11 - ESTATÍSTICA DESCRIPTIVA DAS VARIÁVEIS DE CONTROLE NÃO DICOTÔMICAS	69
TABELA 12 - ESTATÍSTICA DESCRIPTIVA DAS VARIÁVEIS DICOTÔMICAS	71
TABELA 13 - TESTES DE NORMALIDADE DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES ..	72
TABELA 14 - MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE SPEARMAN	76
TABELA 15 - TESTES PARA ATENDIMENTO DE PRESSUPOSTOS	79
TABELA 16 - EFEITO DO BOARD INTERLOCKING NA G/CO	81
TABELA 17 - EFEITOS MARGINAIS DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES NA G/CO	88
TABELA 18 - MODELO AJUSTADO	90
TABELA 19 - TESTES PARA ATENDIMENTO DE PRESSUPOSTOS DO MODELO AJUSTADO	90

LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

B3	- Brasil, Bolsa, Balcão
BI	- <i>Board interlocking</i>
BID	- <i>Board interlocking</i> Direto
BII	- <i>Board interlocking</i> Indireto
CN	- Combinação de Negócios
CONTP	- Contraprestação
CPC	- Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	- Comissão de Valores Mobiliários
DIV	- Diversificação da combinação
EBITDA	- Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization
END_AD	- Endividamento da adquirente
END_ALVO	- Endividamento da empresa-alvo
F&A	- Fusões e Aquisições
G/CO	- <i>Goodwill</i> dividido pela contraprestação
H1	- Hipótese 1
H2	- Hipótese 2
IBGC	- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFRS	- International Financial Reporting Standards
IND_VEND	- Independência do conselho da vendedora
MQO	- Mínimos Quadrados Ordinários
PGTO_AÇÕES	- Emissão de ações dividido pela contraprestação
Q-Q	- Quantile-Quantile
TA	- Teoria da Agência
TAM_AD	- Tamanho da adquirente
TAM_ALVO	- Tamanho da empresa-alvo
TAM_CA_AD	- Tamanho do conselho da adquirente
TAM_CA_VEND	- Tamanho do conselho da empresa vendedora
TDR	- Teoria da Dependência de Recursos
UFPR	- Universidade Federal do Paraná

LISTA DE SÍMBOLOS

- © - copyright
- @ - arroba
- ® - marca registrada
- Σ - somatório de números
- Π - produtório de números

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	16
1.1 DECLARAÇÃO DE TESE	19
1.2 OBJETIVOS	21
1.2.1 Objetivo geral	21
1.2.2 Objetivos específicos.....	22
1.3 JUSTIFICATIVA, RELEVÂNCIA E ORIGINALIDADE	22
1.4 ESTRUTURA DA TESE	25
2 REVISÃO DE LITERATURA	26
2.1 TEORIA DA DEPENDÊNCIA DE RECURSOS	26
2.2 <i>BOARD INTERLOCKING</i>	32
2.3 COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS E GOODWILL	34
2.4 ESTUDOS ANTERIORES E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES	40
3 MATERIAL E MÉTODOS	45
3.1 VARIÁVEL INDEPENDENTE DE INTERESSE.....	45
3.2 VARIÁVEL DEPENDENTE	48
3.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE.....	48
3.4 CARACTERIZAÇÕES DA AMOSTRA	50
3.5 MODELO ECONOMÉTRICO PARA TESTE DAS HIPÓTESES	52
3.6 TRATAMENTOS ESTATÍSTICOS	56
4 DESCRIÇÃO, ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	57
4.1 DESCRIÇÃO DA PROPORÇÃO DO GOODWILL EM RELAÇÃO À CONTRAPRESTAÇÃO PAGA NA COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS.....	57
4.2 DESCRIÇÃO DO <i>BOARD INTERLOCKING</i> EXISTENTE ENTRE AS EMPRESAS ENVOLVIDAS NA COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS	65
4.3 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS DE CONTROLE	69
4.4 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO	75
4.5 ESTATÍSTICAS INFERENCIAIS.....	78
4.6 AJUSTES NO MODELO	89
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	92
5.1 CONCLUSÕES E IMPLICAÇÕES DA TESE	92
REFERÊNCIAS.....	95

1 INTRODUÇÃO

A Teoria da Dependência de Recursos (TDR) prevê que a gestão das empresas age com eficiência, buscando solucionar problemas relacionados à disposição e distribuição de recursos essenciais às suas atividades (Pfeffer & Salancik, 1978). A TDR parte do princípio de que as decisões organizacionais são tomadas internamente, mas devem considerar o contexto ambiental em que a organização está inserida (Cárdenas & Lopes, 2006). Além disso, essa perspectiva também reconhece que as organizações não se limitam a reagir ao ambiente, pelo contrário, podem influenciá-loativamente, buscando moldá-lo de maneira a favorecer seus interesses, atribuindo aos dirigentes um papel central nesse processo (Cárdenas & Lopes, 2006).

Pela ótica da TDR, os gestores empregariam todos os meios disponíveis, inclusive os de governança corporativa (Moura, Reis & Rocha, 2011), para gerenciar e garantir o fluxo de insumos necessários à sobrevivência da empresa (Pfeffer & Salancik, 1978). Nesse sentido, Pfeffer e Salancik (1978) sugerem que os conselhos de administração trazem pelo menos quatro benefícios às organizações: informação na forma de aconselhamento e orientação, acesso a canais de informação entre a empresa e contingências ambientais, acesso preferencial a recursos e legitimidade.

O *Board interlocking*, também conhecido como interlocking directorates, interlocking directorship, board network ou ainda, director interlocks, nada mais é do que quando um conselheiro ocupa assento no conselho de mais de uma empresa (Mizruchi, 1996; Pombo & Gutierrez, 2011; Barros, 2017). Essa estratégia se tornou o principal indicador de laços de rede entre empresas (Mizruchi, 1996), gerando vínculos entre elas (Pombo & Gutierrez, 2011). O estabelecimento de amizades, a troca de informações e a identificação com a empresa promovem relacionamentos consolidados, tornando-se uma estratégia de acesso a recursos, troca de informações, desenvolvimento de compromissos, e estabelecendo legitimidade (Pfeffer & Salancik, 2003).

A combinação de negócios (CN) é uma transação ou evento em que um adquirente assume o controle de uma ou mais empresas, independente da forma jurídica da operação (CPC 15, 2011). As combinações de negócios estão entre os eventos corporativos mais importantes (Bonacchi, Marra & Shalev, 2015), pois possuem relevância econômica para as adquirentes, podem ter um impacto

expressivo nas operações das empresas envolvidas (Shalev, 2009) e tem implicações financeiras para acionistas, executivos, colaboradores e para a economia (Martin & Shalev, 2017).

A estratégia de combinação de negócios vem sendo cada vez mais utilizada (Hajj & Lisboa, 2001; Harrison, Hitt, Hoskisson & Ireland, 2001; Pimenta, Marques & Macedo, 2015; Chaney, Gunn & Jeter, 2020; Silva, Da Costa Junior, Nakao, Ribeiro, Machado, Domeneghetti, Ostanol, Cosenza & Gomes, 2023). Mudanças nas regulamentações, necessidade de reduzir custos (Hajj & Lisboa, 2001), globalização, aumento da concorrência, mudanças na tecnologia (Hajj & Lisboa, 2001; Harrison et al., 2001), subvalorização da empresa-alvo, benefício da diversificação e o potencial de sinergia (Damodaran, 2008), são alguns dos motivos para as empresas efetuarem combinações.

A decisão de participar de uma combinação de negócios é discutida e aprovada pelo conselho de administração, o que demonstra sua importância nesses eventos, além de realçar que as suas características, principalmente o *board interlocking* (interligação de conselhos), podem impactar essas aquisições (Kind & Twardawski, 2016; Barros, 2017; Demirtas, 2017), e consequentemente, o preço de aquisição (contraprestação) e o *goodwill*.

O *goodwill* advindo das combinações de negócios é um dos componentes contábeis mais intrigantes. O *goodwill*, ou ágio por expectativa de rentabilidade futura, representa um pagamento efetuado pela adquirente em antecipação de benefícios econômicos futuros, de ativos que não são capazes de ser identificados individualmente e reconhecidos separadamente nas demonstrações contábeis (CPC, 15; Boennen; Glaum, 2014; Carvalho, Rodrigues & Ferreira, 2016). O *goodwill* é gerado quando a contraprestação transferida pela adquirente excede o valor justo dos ativos líquidos identificáveis (Boennen & Glaum, 2014). De forma resumida, é um prêmio que foi pago sobre o valor justo dos ativos e passivos da empresa adquirida, pois espera-se que essa combinação gere benefícios a partir das sinergias que serão criadas.

No que se refere ao *board interlocking* nas combinações de negócios, ter conexão do conselho entre as empresas em negociação pode melhorar o fluxo de informações e a comunicação, aumentar o conhecimento e a compreensão de uma empresa sobre as operações e a cultura corporativa da outra, levando a uma melhor transação, impactando no preço de aquisição e no prêmio de aquisição (Cai &

Sevilir, 2012). E quando a empresa adquirente possui *board interlocking* com a empresa alvo, pode haver uma certa vantagem nas negociações, devido às informações privadas, em comparação com empresas que não possuem conexões entre seus conselhos de administração (Cai & Sevilir, 2012).

O *board interlocking* com a empresa adquirida fornece ao adquirente uma noção mais precisa do valor do alvo, gerando um efeito negativo no prêmio de aquisição. Neste caso o prêmio é a diferença entre o valor da ação e o preço pago por ação que reflete o valor adicional que a adquirente está disposta a pagar para adquirir o controle da empresa-alvo (Nguyen, Zhu, Jung & Kim, 2022; Cai & Sevilir, 2012). A constatação de que o *board interlocking* tende a reduzir o prêmio de aquisição (Nguyen et al., 2022; Cai & Sevilir, 2012) pode ser estendida ao *goodwill*, uma vez que ambos representam valores pagos a mais, seja do valor da ação, ou do valor justo líquido dos ativos identificáveis da adquirida. Assim, se a ligação entre conselhos permite a adquirente avaliar de forma mais precisa o valor da empresa-alvo, é plausível supor que tal efeito também resulte em menor reconhecimento de *goodwill* na transação.

De modo distinto, considerando o conhecimento e experiência sobre as empresas combinadas, o *goodwill* poderia ser maior quando há *board interlocking*, no sentido de os conselheiros projetarem com mais consistência os benefícios econômicos futuros que poderão ser gerados. O *goodwill* é um ativo, os ativos têm o potencial de produzir benefícios econômicos (CPC 00, 2019) e conforme o CPC 15 (R1), o *goodwill* reflete a expectativa que os adquirentes têm sobre a rentabilidade futura dos ativos da adquirida. Ele se traduz em um “algo a mais” que é pago pela adquirente, na perspectiva por geração de lucros futuros (Iudícibus, 2015). Observando por esse lado, o *board interlocking* geraria um reconhecimento de *goodwill* maior.

Shalev, Zhang e Zhang (2011), Glaum et al (2013) e Boennen e Glaum (2014) demonstraram que nas combinações de negócios uma elevada proporção da contraprestação é atribuída ao *goodwill*, no entanto, as evidências sobre como os gestores usam seu poder discricionário na alocação de preços de compra são parcias. A pesquisa empírica sobre esta questão é insuficiente, em parte porque as divulgações relativas às combinações de negócios são incompletas e, se fornecidas, de utilização limitada porque são difíceis de comparar (Boennen & Glaum, 2014).

Diante do exposto a questão que norteia esta tese é: **Qual a influência do *board interlocking* na proporção do *goodwill* em relação à contraprestação paga em operações de combinações de negócios?**

1.1 DECLARAÇÃO DE TESE

As pesquisas normalmente apresentam que o conselho de administração possui duas funções principais: monitorar e aconselhar a gestão de topo (Jensen, 1993; Faleye, Hoitash & Hoitash, 2011). A função de monitoramento envolve supervisionar a gestão com o objetivo de minimizar potenciais problemas de agência; enquanto a função de aconselhamento está relacionada a auxiliar a gestão na formulação e execução de estratégias, bem como fornecer consultoria em outras áreas de tomada de decisão de alto nível (Faleye, Hoitash & Hoitash, 2011). Esta última, ligada a Teoria da Dependência de Recursos.

De acordo com a Teoria da Dependência de Recursos (TDR), o *board interlocking* é uma estratégia utilizada pelas empresas para gerenciar interdependências e incertezas ambientais, e fornece uma visão alternativa às teorias econômicas sobre fusões e aquisições e *board interlocking*, possibilitando a compreensão dos tipos de relações interorganizacionais que desempenham papel importante para as empresas (Pfeffer & Salancik, 2003).

Esclarece-se nesta tese que a expressão combinação de negócios segue a definição contábil prevista no CPC 15 (R1), que a caracteriza como uma transação ou outro evento por meio do qual o adquirente obtém o controle de um ou mais negócios, independentemente da forma jurídica empregada. Apenas em combinações de negócios há reconhecimento contábil de *goodwill* que é um prêmio pago sobre o valor justo dos ativos e passivos da empresa adquirida, pois espera-se que essa combinação gere benefícios a partir das sinergias que serão criadas. Já o termo fusões e aquisições (F&A) são usados em sentido mais amplo na literatura, englobando qualquer operação de união, incorporação ou compra de empresas, ainda que não resulte necessariamente em aquisição de controle. Em fusões e aquisições é comum mencionar o pagamento de um prêmio sobre o valor de mercado da empresa adquirida. Esse prêmio não é o *goodwill* em termos contábeis, mas um valor pago a mais pela empresa pelas possíveis sinergias que serão

criadas. Dessa forma, neste trabalho, os termos podem aparecer de maneira intercambiável, porém, sempre que se fizer referência às normas contábeis, o conceito formal de combinação de negócios, conforme o CPC 15, será o adotado.

Em fusões e aquisições - já estendendo o pensamento para combinações de negócios – as empresas adquirente e vendedora tem diferentes motivações e expectativas (Gencheva & Davidaviciene, 2016). Por isso esses processos estão associados a riscos que resultam em incerteza sobre as decisões relacionadas a aquisição (Kopoboru, Cuevas-Rodríguez & Pérez-Calero, 2020).

A incerteza surge por diversas causas, como as dificuldades das empresas em obter informações sobre as competências de seus alvos (Aktas, Croci & Simsir, 2016; Bruner, 2004). É normal que as empresas não tenham todas as informações uma sobre a outra, decorrente disso, acontece a assimetria de informação (Gencheva & Davidaviciene, 2016).

Por outro lado, se uma adquirente tiver um melhor entendimento das capacidades potenciais da empresa-alvo, como economias pós-aquisição de determinada escala, ou possíveis sinergias relacionadas, ela será capaz de avaliar a aquisição melhor e ser mais eficiente, reduzindo as assimetrias de informação (Akerlof, 1970; Myers & Majluf, 1984). No entanto, essas informações são confidenciais, potencialmente custosas de serem obtidas e podem não ser reveladas fora de relacionamentos próximos (Kopoboru, Cuevas-Rodríguez & Pérez-Calero, 2020).

É por isso que executivos conectados diretamente através de *board interlocking* possuem mais informações (Gulati & Westphal, 1999) do que comparado aos não conectados, o que leva a adquirente a ter maior poder de negociação, além de diminuir a capacidade da empresa-alvo de pedir um prêmio maior (Cai & Sevilir, 2012), já que se tem considerável conhecimento a respeito daquela. Possuir *board interlocking* direto também melhora a comunicação entre os conselhos das empresas e a compreensão de uma empresa sobre a outra (Cai & Sevilir, 2012).

Acredita-se que os conselhos de administração interligados podem atuar como um canal de informações que permite aos diretores obterem conhecimento sobre as capacidades, atividades e planos de outras empresas e utilizar essas informações em tempo hábil, reduzindo a incerteza da combinação (Kopoboru, Cuevas-Rodríguez & Pérez-Calero, 2020). Em um contexto de combinação de

negócios, esse compartilhamento informacional torna-se particularmente relevante, pois diretores com assentos em múltiplas empresas têm acesso privilegiado a dados estratégicos que podem facilitar a avaliação do alvo e identificar sinergias. Assim, o fenômeno *board interlocking* pode influenciar diretamente a forma como as empresas conduzem o processo de aquisição, afetando desde a decisão inicial de adquirir até a precificação e a integração pós-combinação.

Apesar das ligações entre os conselheiros não serem a única fonte de informação disponível, reconhece-se o valor dessa comunicação direta entre líderes corporativos em termos de influência, já que vem de uma fonte confiável (Haunschild, 1993; Davis, 1991; Haunschild & Beckman, 1998). Por conseguinte, uma adquirente mal-informada sobre a situação da companhia-alvo paga um prêmio superior ao de um adquirente bem-informado, ou seja, empresas com níveis mais altos de assimetria informacional recebem prêmios maiores na aquisição (McNichols; Stubben, 2015; Cheng & Tong, 2016; Li & Tong, 2018; Orsato, 2024).

A tese defende, sob a Teoria da Dependência de Recursos, que o fenômeno *board interlocking* entre membros do conselho de administração interfere na proporção do *goodwill* em relação à contraprestação paga nas operações de combinações de negócios.

1.2 OBJETIVOS

Para responder o problema de pesquisa foi elaborado o objetivo geral, e em seguida os objetivos específicos.

1.2.1 Objetivo geral

Analisar em que medida o *board interlocking* influencia na proporção do *goodwill* em relação à contraprestação em operações de combinações de negócios.

1.2.2 Objetivos específicos

A partir do objetivo geral, foram elaborados os seguintes objetivos específicos:

- a) Identificar a existência de *board interlocking* entre as empresas combinadas.
- b) Identificar a proporção do *goodwill* em relação à contraprestação apurada nas transações.
- c) Analisar a influência do *board interlocking* na proporção do *goodwill* em relação à contraprestação paga em operações de combinações de negócios.

1.3 JUSTIFICATIVA, RELEVÂNCIA E ORIGINALIDADE

As combinações de negócios são importantes para o cenário brasileiro, já tendo movimentado cifras bilionárias na economia (Pimenta, Marques, & Macedo, 2016). Pesquisas realizadas pela KPMG Auditores Independentes identificaram que em 2021 houve 1.963 transações de fusões e aquisições no Brasil, seguido de 1.728 em 2022; 1.505 em 2023 e 1.582 em 2024. A pesquisa da KPMG (2025) indica que o mercado brasileiro de fusões e aquisições tem passado por um processo contínuo de amadurecimento e expansão, consolidando-se como um dos mais dinâmicos da América Latina.

As combinações de negócios despertam expectativas no mercado acionário e interesse no meio acadêmico de diferentes áreas (Boennen & Glaum, 2014; Pimenta et al., 2015). Os estudos sobre o *goodwill* abordam os desafios da contabilização (Marques, Garnett & Maroun, 2020), a relevância do nível de divulgação de informações (Pacheco & Rover, 2021; Souza & Borba, 2016), o impacto nos resultados (Da Silva, 2025; Cavalinhos & Carreira, 2015), fatores determinantes (Poramapojn & Wiboonchuitikula, 2024; Tancini, 2017), características da empresas que divulgam (Eloy & Souza, 2018), *impairment* (Cappelesso & Niyama, 2022; Silva, Souza, Avelino & Pinheiro, 2021; Cappelesso, Rocha & Dantas, 2018; ; Cappelesso, Rodrigues & Prieto, 2017; Li, Shroff,

Venkataraman & Zhang, 2011; Hayn & Hughes, 2006), e revisão da literatura sobre o assunto (Da Silva, 2022; Boennen & Glaum, 2014).

Embora o reconhecimento do *goodwill* seja normalmente atribuído a uma aquisição promissora, pela expectativa de rentabilidade futura, estudos anteriores geralmente ignoraram o fato de que características da aquisição, como aquisições amigáveis/hostis, sinérgicas e a posição da empresa adquirente, também podem explicar o valor do ágio reconhecido (Bugeja & Loyeung, 2015). O *board interlocking* entra nessa discussão ao ligar a empresa adquirente com a empresa vendedora.

Ainda que a supervisão da gestão tenha sempre sido vista como a principal responsabilidade do conselho de administração, evidências empíricas da perspectiva do adquirente sugerem que durante o processo de combinação de negócios, o conselho também pode acrescentar valor através do seu papel consultivo (Demirtas, 2017).

No contexto internacional, Zhang (2016) analisou os efeitos do *board interlocking* nas decisões de realizar fusões na China e verificou que quando há diretorias interligadas na adquirente e na empresa-alvo, é mais provável elas fundirem-se entre si. Além disso, em comparação, quando a empresa adquirente e a empresa-alvo são de setores diferentes, há maior impacto das diretorias.

Tao, Li, Wu, Zhang e Zhu (2019) verificaram que uma maior centralidade da rede do conselho está associada a menores retornos de ações do adquirente no mercado de capitais chinês. Cai e Sevilir (2012) analisaram fusões e aquisições entre empresas americanas com conexões entre os conselhos e descobriram que os adquirentes obtêm retornos mais altos em transações com uma conexão de primeiro grau. Os retornos do adquirente também são maiores em transações com uma conexão de segundo grau, onde um diretor da empresa adquirente e um diretor da empresa alvo atuam em uma terceira empresa.

Ishii e Xuan (2014) desenvolveram um estudo semelhante ao de Cai e Sevilir (2012) e demonstraram que conexões sociais mais extensas entre a empresa adquirente e o alvo têm um impacto negativo no desempenho (retorno da ação) da fusão no curto prazo. Ferris, Jayaraman e Liao (2018), a partir de fusões e aquisições em 57 países, verificaram que empresas que possuem conselheiros com assentos em três empresas ou mais, apresentam desempenho inferior a longo prazo.

No Brasil, Barros (2017) verificou que companhias que mantêm maior número de laços com outras, por meio de conselhos interligados, têm maior probabilidade de realizar fusões e aquisições, demonstrando que o *board interlocking* influencia nesses processos. Fores (2013) não constatou influência significante do *board interlocking* no desempenho das aquisições (retornos das ações), nem mesmo quando o *interlocking* ocorria por meio de conselheiros independentes. Fores (2013) argumenta que os resultados podem ser decorrentes do possível papel moderador que o conselho tem sobre outros antecedentes que impactam na aquisição.

Este estudo gera contribuições teóricas e práticas. Quanto às contribuições teóricas, destaca-se os avanços à Teoria da Dependência de Recursos. Mergulha-se a TDR no arcabouço da contabilidade financeira ao relacionar que o conselho, considerado um recurso pela TDR, é empregado para diminuir as incertezas existentes em combinações de negócios, por meio do *board interlocking* e que é capaz de influenciar decisões de tal maneira que até mesmo o reconhecimento contábil do *goodwill* é impactado por ele. Este estudo é um avanço às discussões presentes nos estudos de Demirtas (2017), Yarbrough Jr., Abebe e Dadanlar (2017), Hamdan (2018), Kreuzberg e Vicente (2021) e Nguyen, Zhu, Jung e Kim (2022).

Em termos práticos, o estudo contribui ao entender como as ligações entre conselhos da adquirente e da empresa vendedora são relevantes para definir o percentual da contraprestação que será alocada como *goodwill*. Essa relevância ocorre ao entender como as informações detidas pelos conselheiros, e a capacidade de comunicação mais fluída, são levadas em consideração no momento da negociação da contraprestação da combinação de negócios entre os conselhos e a diretoria da adquirente e vendedora. Assim, pode-se auxiliar empresas que planejam expandir suas atividades a partir de combinações de negócios a avaliar de forma mais precisa os efeitos das relações interorganizacionais pré-existentes, no valor pago e na alocação do *goodwill*. Além de auxiliá-las, se for o caso, na nomeação de conselheiros estratégicos.

Outra contribuição prática concerne aos investidores da empresa adquirente. Esses usuários da informação contábil podem ser auxiliados ao entenderem o efeito do *board interlocking* no *goodwill* proveniente das combinações de negócios. Muitas vezes há o entendimento de que a negociação trará benefícios para a adquirente apenas se houve registro de uma certa proporção de *goodwill* em relação à

contraprestação. No entanto, ao saberem sobre o papel consultivo do *board interlocking* e os efeitos que ele tem no *goodwill* reconhecido, haverá menos assimetria de informação sobre os motivos do percentual contabilizado.

Com relação à originalidade, esta pesquisa se preocupa com a atuação do *board interlocking* entre empresas combinadas no nível de *goodwill* da transação, com base na Teoria da Dependência de Recursos. O estudo inova ao investigar a relevância das ligações entre os conselhos da adquirente e adquirida, que por possibilitarem acesso a informações privadas, comunicação acessível e poder de negociação, tendem a impactar na parte da contraprestação que é atribuída ao *goodwill*. Sobre essa discussão, não foram encontrados estudos que exploraram o efeito do *board interlocking* entre empresa adquirida e adquirente na quota de *goodwill* sobre o preço pago, sendo uma oportunidade de promover explicações sobre o poder do conselho de administração nas combinações de negócios.

1.4 ESTRUTURA DA TESE

A tese estará estruturada em cinco capítulos. No primeiro capítulo apresenta-se uma breve contextualização dos aspectos iniciais do estudo, em particular o problema de pesquisa, a declaração da tese, justificativa, relevância, originalidade do tema e contribuições, o objetivo geral e os específicos, bem como, a apresentação de sua estrutura.

Apresenta-se no segundo capítulo a fundamentação teórica. Inicialmente, abordam-se os pressupostos teóricos utilizados para analisar as relações estabelecidas. Em seguida, discutem-se os principais aspectos das combinações de negócios e do *goodwill*. Na sequência, apresenta-se a revisão teórica sobre o *board interlocking*. Em seguida, apresenta-se uma seção destinada a apresentar os estudos anteriores correlatos ao tema. Por fim, discorre-se sobre os estudos anteriores e o desenvolvimento das hipóteses.

No terceiro capítulo, descreve-se os procedimentos metodológicos da tese para, na sequência, apresentar a definição da população e amostra. Na sequência, evidenciam-se as variáveis principais e de controle. Em seguida, discorre-se sobre os procedimentos de coleta e de análise e interpretação dos dados.

Os demais capítulos referem-se as análises, interpretação e discussão dos resultados do estudo, das considerações final da tese e suas limitações.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Neste capítulo são apresentados os elementos teóricos da Tese que está amparada na Teoria da Dependência de Recursos (TDR). Além da teoria de base, discute-se as ligações entre conselhos de administração, combinação de negócios e *goodwill*. Por fim, apresenta-se estudos anteriores que relacionem *goodwill* e *board interlocking* e desenvolve-se as hipóteses do estudo.

2.1 TEORIA DA DEPENDÊNCIA DE RECURSOS

A Teoria da Dependência de Recursos (TDR) foi consolidada por Jeffrey Pfeffer e Gerald Salancik em 1978, a partir da publicação seminal do livro “*The External Control of Organizations*”. A TDR tem suas raízes na sociologia, psicologia, antropologia, e na literatura gerencial (Biermann & Harsh, 2016), e foi desenvolvida para fornecer uma perspectiva alternativa às teorias econômicas sobre fusões e aquisições e *board interlocking*, e para compreender os tipos de relações interorganizacionais que desempenham papel importante para as empresas (Pfeffer & Salancik, 2003).

A TDR parte do princípio de que as decisões organizacionais são tomadas internamente, mas devem considerar o contexto ambiental em que a organização está inserida (Cárdenas & Lopes, 2006). Além disso, essa perspectiva também reconhece que as organizações não se limitam a reagir ao ambiente, pelo contrário, podem influenciá-lo ativamente, buscando moldá-lo de maneira a favorecer seus interesses, atribuindo aos dirigentes um papel central nesse processo (Cárdenas & Lopes, 2006).

A Teoria da Dependência de Recursos (TDR) prevê que a gestão das empresas age com eficiência, buscando solucionar problemas relacionados à disposição e distribuição de recursos essenciais às suas atividades (Pfeffer & Salancik, 1978). Para uma empresa sobreviver é necessário ter a capacidade de adquirir e manter recursos. A finitude dos recursos seria resolvida se as empresas estivessem no controle total de todos os componentes necessários para sua operação. No entanto, nenhuma empresa é completamente independente, pois todas estão inseridas em um ambiente composto por outras que possuem recursos de que elas próprias precisam (Pfeffer & Salancik, 2003).

Até mesmo empresas que aparentemente são independentes precisam de outras para sobreviver. Os precursores da TDR, Jeffrey e Gerald, inclusive apresentam um exemplo de como os conventos da Idade Média foram projetados para serem praticamente autossuficientes: as necessidades eram mantidas no nível mínimo; os alimentos eram cultivados internamente; e utensílios, ferramentas e roupas eram feitos pela mão de obra disponível no local, na tentativa de isolar o máximo possível o mundo externo.

Mas o que não se pensou foi que geralmente eram pessoas de um sexo só que moravam nos mosteiros. Isso fez com que novos membros fossem recrutados, o que exigia que a organização mantivesse contato com fontes externas. A situação acabou impondo a necessidade de elaborar procedimentos de socialização e doutrinação. Além disso, essas organizações tinham terras e, para mantê-las era necessário garantir uma posição de legitimidade social e aceitação política para que outros grupos não tentassem tomar as áreas para si (Pfeffer & Salancik, 2003).

Nesse sentido, os cinco argumentos básicos da teoria da dependência de recursos e das relações interempresariais são: as organizações são as unidades fundamentais para compreender as relações interempresariais e da sociedade; as empresas não são autônomas, mas limitadas por uma rede de interdependência; a interdependência pode levar a uma situação em que a sobrevivência e o sucesso contínuo sejam incertos; as empresas tomam medidas para gerenciar essas interdependências externas; e a dependência produz algum poder organizacional que tem efeitos nas empresas (Pfeffer, 1987).

Então, se as empresas dependem de recursos, existem formas de minimizar essas dependências a partir de diversas estratégias, entre elas as fusões e aquisições, e o conselho de administração (Pfeffer & Salancik, 1978). A Teoria da Dependência de Recursos dá ênfase na busca e na dependência das organizações por recursos escassos e suas formas de enfrentar as interferências externas, destacando interações políticas e interorganizacionais (Costa, 2022). Tanto as fusões e aquisições, como alianças estratégicas são consideradas estratégias para reduzir a dependência de recursos externos (Pereira, 2022; Hillman, Withers & Collins, 2009; Pfeffer & Salancik, 2003).

Especificamente quanto às aquisições, há expectativa de internalizar recursos externos a partir da empresa adquirida (Pereira, 2022; Pfeffer & Salancik,

2003), possibilitando a entrada em novos mercados, reduzindo custos e riscos e promovendo novas capacidades (Pereira, 2022; Hitt, Ireland & Hoskisson, 2011).

A TDR aponta para as interdependências interorganizacionais para explicar por que organizações formalmente independentes se envolvem em diferentes tipos de arranjos interorganizacionais, como alianças, *joint ventures* e fusões e aquisições (Pereira, 2022; Pfeffer & Salancik, 1978). Pereira (2022) afirma que as fusões e aquisições reduzem a dependência externa à medida que reconfigura as suas capacidades operacionais. Nesse sentido, Pfeffer (1976) apresentou três motivos para fusões e aquisições na visão da TDR: gerenciar a interdependência com fontes de insumos, absorvendo-os; reduzir a concorrência absorvendo uma organização concorrente; e diversificar as operações para diminuir a dependência das organizações com as quais fazem trocas (Pfeffer, 1976).

Como fonte de insumos, as empresas siderúrgicas podem se fundir com produtores de carvão, e as empresas petrolíferas podem adquirir sistemas para distribuição de petróleo, por exemplo (Pfeffer & Salancik, 2003). Há evidências de que fusões ocorrem entre empresas que dependem umas das outras – como fornecedores e concorrentes – como um mecanismo para reduzir a dependência (Hillman, Withers & Coliins, 2009).

Para reduzir a concorrência, as organizações também adquirem seus concorrentes já que essas empresas dependem do mesmo mercado e influenciam os resultados umas das outras. Por fim, para diversificarem, uma organização adquire outra que não está no mesmo ramo, nem em um relacionamento de troca direta. Uma empresa dependente de uma única troca crítica pode reduzir sua dependência por meio da diversificação, envolvendo-se em atividades de setores diferentes (Pfeffer & Salancik, 2003).

Drees e Heugens (2013) corroboram as principais previsões da TDR: as organizações respondem às dependências de recursos formando arranjos interorganizacionais como alianças, *joint ventures*, terceirização e fusões e aquisições. As empresas buscam oportunidades para gerenciar a dependência reduzindo incertezas e vinculando-se a outras (Celtekligil, 2020).

Com relação ao conselho de administração como forma de minimizar a dependência de recursos, por mais que a Teoria da Agência seja predominante nesse tema, esta é a área de maior influência da Teoria da Dependência de Recursos (Dalton, Hitt, Certo & Dalton, 2007; Johnson, Ellstrand & Daily, 1996;

Zahra & Pearce, 1989). Em vista disso, embora a TDR seja menos empregada para estudar conselhos do que a teoria da agência, evidências sugerem que ela é melhor para entendê-los (Hillman, Withers & Coliins, 2009)

Hitt, Ireland e Hosikisson (2011) acrescentam que as empresas formam alianças estratégicas para reduzir a concorrência, aproveitar as oportunidades de mercado, construir flexibilidade estratégica e aumentar suas capacidades. Pfeffer e Salancik (1978) sugerem que os conselhos trazem pelo menos quatro benefícios às organizações: informação na forma de aconselhamento e orientação, acesso a canais de informação entre a empresa e contingências ambientais, acesso preferencial a recursos e legitimidade.

O conselho tem a função de ser um elo importante, já que as empresas alteram a sua composição quando ocorrem mudanças significativas no ambiente (Hillmann, Cannella Jr & Paetzold, 2000). Desse modo, o conselho de administração abrange dois capitais: o humano e o relacional. O humano está relacionado à experiência, conhecimentos e reputação; enquanto o relacional é representado pela rede de contatos com outras empresas (Hillman & Dalziel, 2003).

Ao verificar a relação entre a composição do conselho e o desempenho de uma empresa pela ótica da TDR, foi demonstrado que a experiência política do conselho influencia a estratégia de internacionalização, pois diretores com esse tipo de expertise fornecem orientação, recursos e acessos que aprimoram a presença internacional da empresa (Yarbrough Jr., Abebe & Dadanlar, 2017).

O conselho de administração reflete o ambiente da empresa, buscando a maximização de recursos, uma vez que cada membro contribui com diferentes competências, experiências e vínculos (Kreuzberg; Vicente, 2021). No que se refere ao ciclo de vida, empresas classificadas no estágio de maturidade têm uma redução no número de membros do conselho de administração e na integração de membros com expertise na área de gestão. Por outro lado, em empresas pertencentes ao estágio de crescimento, observou-se um aumento na cooptação de membros com tal expertise (Kreuzberg; Vicente, 2021).

O Quadro 1 apresenta um resumo do papel dos conselheiros na visão da dependência de recursos, adaptado de Hillman, Cannella e Paetzold (2000).

QUADRO 1 – PAPEL DOS CONSELHEIROS NA VISÃO DA DEPENDÊNCIA DE RECURSOS

Categorias de conselheiros	Áreas atendidas	Tipos de conselheiros
Internos	Expertise na própria empresa, bem como em estratégia geral e direção	Executivos atuais e antigos
	Conhecimento específico em áreas como finanças e direito	
Expertise em negócios	Expertise em concorrência, tomada de decisão e resolução de problemas para grandes empresas	Executivos atuais e antigos de outras grandes empresas Diretores de outras grandes empresas
	Atuar como consultores	
	Oferecer pontos de vista alternativos sobre problemas internos e externos	
	Canais de comunicação entre empresas	
	Legitimidade	
Expertise em áreas de apoio	Oferecer expertise em direito, bancos, seguros e relações públicas	Advogados Banqueiros Representantes de empresas de seguros Especialistas em relações públicas
	Prover canais de comunicação com grandes fornecedores ou agências governamentais	
	Acesso facilitado a recursos vitais, como capital financeiro e suporte jurídico	
	Legitimidade	
Influentes na sociedade	Fornecer perspectivas não empresariais sobre questões, problemas e ideias	Líderes políticos Docentes universitários Membros do clero Líderes de organizações sociais
	Expertise sobre influência junto a grupos na sociedade	
	Representação de interesses fora de mercados competitivos	
	Legitimidade	

FONTE: A autora (2025).

Adaptado de Hillman, Cannella e Paetzold (2000).

No Quadro 1, especificamente na categoria de “expertise em negócios”, encontra-se o *board interlocking*. Pfeffer e Salancik (2003) chamam a atenção para o *board interlocking* afirmando que essa estratégia facilita as interações entre as organizações ao longo do tempo, acessa recursos, troca informações, desenvolve compromissos entre empresas e estabelece legitimidade.

De todas as formas de coordenação interorganizacional, o *board interlocking* é uma das mais flexíveis e fáceis de implementar. A flexibilidade vem do fato de que qualquer organização pode criar conselhos consultivos ou diretores e nomear pessoas de fora para eles. A organização tem poder discricionário e pode escolher representantes do ambiente conforme a dependência exigir. Por conseguinte, o

board interlocking é outra forma de ligação interempresas, utilizada para gerenciar os relacionamentos da organização com o ambiente (Pfeffer & Salancik, 2003).

As conexões estabelecidas por meio do *board interlocking* (BI) são fundamentais para facilitar a obtenção de recursos financeiros (Ribeiro, Colauto & Clemente, 2016). Na visão da Teoria da Dependência de Recursos, o BI pela *expertise* financeira pode auxiliar as empresas na captação de recursos financeiros, enquanto o BI pela *expertise* política pode maximizar os resultados mediante contratos mais lucrativos e vantagens oferecidas pelos políticos (Magro & Klann, 2020).

A exploração de canais de conexão com o ambiente externo possibilita o aumento de valor da firma. O *background* do conselheiro, o número de *interlocks* e as características dos membros do conselho são importantes indicadores do grau de orientação da organização. O conhecimento político que esses atores possuem decorrente de ligações com instituições externas, gera contatos importantes, produzindo expectativas e reações favoráveis percebidas pelo mercado (Camilo, Marcon & Bandeira-de-Mello, 2012).

As empresas com conexão política e *board interlocking* político estão propensas ao uso de benefícios fiscais. Sugere-se que isso ocorre porque as empresas privadas utilizam-se das conexões políticas como um caminho para obter recursos que auxiliam as empresas na geração de valor adicionado, corroborando os argumentos da Teoria da Dependência de Recursos (Einsweiller, Dal Magro & Mazzioni, 2020).

A Teoria da Dependência de Recursos tem destacado que as conexões entre os profissionais do conselho de administração seriam um meio para as empresas reduzirem incertezas do ambiente, pois o *board interlocking* facilitaria o gerenciamento e o controle do fluxo dos mais variados recursos. A lógica é que as empresas estão mais inclinadas a adotarem determinadas práticas organizacionais quando compartilham conselheiros de empresas onde tal prática já é recorrente (Ribeiro, Consoni & Colauto, 2018).

2.2 BOARD INTERLOCKING

Board interlocking, também conhecido como *interlocking directorates*, *interlocking directorship*, *board network* ou ainda, *director interlocks*, nada mais é do que quando um conselheiro ocupa assento no conselho de mais de uma empresa (Mizruchi, 1996; Pombo & Gutierrez, 2011; Barros, 2017). Essa estratégia se tornou o principal indicador de laços de rede entre empresas (Mizruchi, 1996), gerando vínculos entre elas (Pombo & Gutierrez, 2011).

O *board interlocking* tem sido estudado desde 1932, quando o *The Modern Corporation and Private Property* foi publicado (Pombo & Gutierrez, 2011). A pesquisa cresceu nas décadas de 1970 e 1980 e, com a expansão da pesquisa sobre relações interorganizacionais tornou-se ainda mais proeminente na década de 1990 (Mizruchi, 1996).

Existem duas formas mais comuns de *board interlocking*. O direto ou de primeiro grau (quando um membro do conselho ou executivo da uma companhia tem também assento na administração de outra empresa), e indireto ou de segundo grau (quando duas empresas possuem representantes no conselho de uma terceira) (Barros, 2017).

Na prática, os BI são criados por diretores internos e externos. Os internos frequentemente fazem parte dos conselhos de outras empresas, mas a maioria das conexões é criada por diretores externos. Qualquer membro do conselho que seja afiliado principalmente a outra empresa cria automaticamente um laço entre as duas organizações (Mizruchi, 1996). Do ponto de vista empresarial, as empresas querem membros do conselho que adicionem prestígio à sua organização, e que sejam capazes de fornecer informações e conselhos sobre questões específicas, como de estratégias corporativas (Mizruchi, 1996).

As pesquisas normalmente apresentam que o conselho de administração possui duas funções principais: monitorar e aconselhar a gestão de topo (Jensen, 1993; Faleye, Hoitash & Hoitash, 2011). A função de monitoramento envolve supervisionar a gestão com o objetivo de minimizar potenciais problemas de agência; enquanto a função de aconselhamento está relacionada a auxiliar a gestão na formulação e execução de estratégias, bem como fornecer consultoria em outras áreas de tomada de decisão de alto nível (Faleye, Hoitash & Hoitash, 2011). Esta última, ligada a Teoria da Dependência de Recursos.

O *board interlocking* pode ser estudado a partir de diversas teorias que procuram explicar os motivos que levam uma empresa a selecionar e formar uma rede de conselheiros (Barros, 2017). Como mencionado anteriormente, as teorias mais relacionadas ao BI são as da Agência e da Dependência de Recursos.

No que se refere aos estudos que relacionam a teoria da Agência, as conexões entre empresas podem tornar-se canais para disseminação de práticas corporativas, como o gerenciamento de resultado, assimetria informacional e perda da qualidade informacional (Ribeiro, Colauto & Clemente, 2016). O comportamento de gerenciamento de resultados pode ser transmitido entre empresas por meio dos membros que compõem seus conselhos de administração (Cunha & Piccoli, 2017).

As ligações diretas entre organizações por meio de seus conselheiros influenciam positivamente a probabilidade de as empresas gerenciarem seus resultados contábeis por meio das escolhas na divulgação das informações contábeis e da utilização do poder discricionário para distorcer o desempenho econômico. Há indícios de que empresas que compartilham conselheiros com outras organizações, onde ocorre *income smoothing*, tendem a manipular seus resultados contábeis mais facilmente (Ribeiro & Colauto, 2016).

Outro elemento significativo desse debate está centrado em se diretores externos que atuam em vários conselhos devem reduzir o número de conexões, pois uma visão comum entre investidores é que atuar em vários conselhos pode resultar em diretores sobrecarregados que podem não ser monitores eficazes em nenhum conselho (Fich & Shivdasani, 2006). Fich & Shivdasani (2006) sugerem que empresas que dependem muito de diretores externos que atuam em vários conselhos provavelmente experimentarão um declínio em sua qualidade de governança corporativa. Pode haver uma relação negativa entre BI e desempenho da empresa, sugerindo que se o conselheiro atua no conselho de várias empresas ele estará sempre ocupado e não dará a devida atenção às empresas (Kaczmarek, Kimino & Pye, 2012).

Por outro lado, a partir da teoria da Dependência de Recursos, as conexões estabelecidas por meio do *Board interlocking* são fundamentais para facilitar a obtenção de importantes recursos financeiros para a empresa (Ribeiro, Colauto & Clemente, 2016). O *board interlocking* fornece um canal de transferência de informações e experiências e um método ativo de comunicação que serve para atrair

fundos que contribuem positivamente para o desempenho operacional e financeiro da empresa (Hamdan, 2018)

Empresas que compartilham conselheiros com outras empresas possuem menor custo de capital de terceiros. Isso pode estar relacionado com o fato que empresas que compartilham conselheiros conseguem ampliar suas redes de relacionamentos bem como compartilhar de experiências e práticas de governança (Santos, 2021).

De fato, o *board interlocking* proporciona mais resultados positivos do que negativos para as empresas, o que pode estimular a formação de BI, no entanto, os acionistas terão que lidar com a assimetria de informações que isso pode gerar. Do ponto de vista positivo, está o acesso a recursos (TDR); do ponto de vista negativo está os interesses individuais de cada conselheiro (TA) (Córdova, 2019).

2.3 COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS E GOODWILL

“Combinação de negócios é uma operação ou outro evento por meio do qual um adquirente obtém o controle de um ou mais negócios, independentemente da forma jurídica da operação. O termo abrange também as fusões que se dão entre partes independentes” (CPC 15 (R1), 2011). Em outras palavras, é uma operação em que uma empresa adquire o controle de um ou mais negócios, independentemente da forma jurídica da operação, que pode ser por meio de fusão ou aquisição do controle (Nakayama & Salotti, 2014).

Alguns motivos para uma empresa realizar combinação de negócios são: globalização, crescimento da concorrência, alterações tecnológicas (Hajj & Lisboa, 2001; Harrison et al., 2001), necessidade de diminuir custos, mudanças nas leis (Hajj & Lisboa, 2001), desvalorização da empresa-objeto, diversificação e a capacidade de sinergia (Damodaran, 2008). As combinações estão entre os eventos corporativos mais importantes (Bonacchi, Marra & Shalev, 2015), pois possuem relevância econômica para as adquirentes, podem ter um impacto expressivo nas operações das empresas envolvidas (Shalev, 2009) e tem implicações financeiras para acionistas, executivos, colaboradores e economia (Martin & Shalev, 2017).

No estudo de Oliveira, Nadone, Pinheiro e Lamounier (2015), os fatores determinantes para a realização de combinações de negócios foram a criação de valor ao acionista e o tamanho da empresa. Ao tentar verificar se características de

governança corporativa influenciavam em combinações, Fasolin, Brizolla, da Silva e Klann (2019) não encontraram relação significativa com as seguintes características: o número de conselheiros externos, membros do conselho de administração, o acúmulo de funções de presidente do conselho e diretor presente da empresa, a concentração acionária, a participação de investidores institucionais e estrangeiros na empresa, a presença de comitê de auditoria e a variável de auditoria externa. Já o tamanho da empresa medido pelo logaritmo do ativo total, foi a característica mais significativa que explicou as transações de combinação de negócios.

Diversos estudos buscaram compreender o impacto das mudanças na normatização contábil no nível de divulgação de informações sobre combinações de negócios. Para Nakayama e Salotti (2014) o porte da empresa de auditoria e o porte relativo da empresa adquirida foram fatores que influenciaram o nível de divulgação de informações sobre combinação de negócios em 2010. Os resultados de Castro e Oliveira (2016) evidenciaram baixo nível de evidenciação das operações de combinação de negócios, apontando a necessidade de melhoria das divulgações sobre essas operações pelas empresas brasileiras. Observou-se que as divulgações se concentraram em informações gerais como o nome da empresa adquirida, data da aquisição e a diferença paga como ágio na operação.

Souza e Borba (2017) também perceberam que o nível de *disclosure* é baixo, indicando que as companhias precisam melhorar no que tange à transparência das informações. Além disso, o nível de divulgação é positivamente relacionado ao preço das ações das companhias. Em estudo anterior, Souza, Rover e Borba (2016) verificaram que o nível de evidenciação das combinações de negócios é influenciado negativamente pelo valor do *goodwill* reconhecido na transação (*goodwill* relativo) e positivamente pela proporção da contraprestação em relação ao valor do ativo total (porte relativo).

Por outro lado, Shalev (2009) afirma que os investidores parecem não compreender o conteúdo da informação no nível de divulgação sobre combinações de negócios. O *disclosure* é estatisticamente insignificante para explicar os retornos das ações nos três dias seguintes à divulgação no formulário 10-K. Isso foi encontrado por Ferrer e Tang (2016), que identificaram que as combinações de negócios não tiveram nenhum impacto significativo no preço das ações, indicando que os gestores fazem uso de estratégias de fusão e aquisição para outros propósitos que não melhorar o desempenho das ações da empresa.

Ao identificar os efeitos provocados pelas fusões e aquisições na variação do desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras de capital aberto que realizaram essas operações entre 2008 e 2014, Bomfim e Callado (2016) demonstraram que houve geração de sinergias por meio das operações entre empresas do mesmo setor, e que a realização de mais de uma combinação de negócios gerou ganhos para as empresas. Não obstante, o tamanho das companhias e as operações financiadas por meio de caixa, dívidas e por mais de uma modalidade de recurso reduziram o desempenho financeiro.

Samonek, Ribeiro e Taffarel (2019) encontraram no período pós fusão incremento nos indicadores relativos à capacidade de pagamento, aliados a redução nos níveis de endividamentos das empresas, crescimento da relação receita, redução de custos, o que proporcionou maior margem de lucratividade. Todavia, Pimenta, Marques e Macedo (2015) verificaram se os anúncios das combinações de negócios, nos moldes do CPC 15 causaram reação no mercado de capitais. Os resultados indicaram que 63 das 64 operações analisadas não apresentaram reações, sugerindo que os anúncios de combinação de negócios não causaram impacto no mercado. Complementarmente, utilizando-se de testes de criação de valor, houve melhora no Valor de Mercado/Valor Patrimonial e piora nas métricas: Firm Value, Crescimento das Vendas Líquidas, EBITDA, Geração Bruta de Caixa e MEBIT. Pagaddut (2020) verificou que a combinação de negócios tem efeito negativo no valor da empresa e tem efeito positivo na lucratividade.

Um assunto diretamente ligado a combinação de negócios e muito estudado é o *goodwill*. “O ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) é um ativo que representa benefícios econômicos futuros resultantes de outros ativos adquiridos em uma combinação de negócios, os quais não são individualmente identificados e separadamente reconhecidos” (CPC 15 (R1), 2011).

O *goodwill* é gerado quando a contraprestação transferida pela adquirente na combinação de negócios excede o valor justo dos ativos líquidos identificáveis (Boennen & Glaum, 2014). De forma resumida, é o valor que foi pago a mais pela empresa, pois espera-se que a combinação gere benefícios a partir das sinergias que serão criadas. Ele se traduz em um “algo a mais” que é pago pela adquirente, na perspectiva por geração de lucros futuros (Iudícibus, 2015).

O adquirente deve reconhecer o ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*), na data da aquisição, mensurado pelo montante que exceder a soma da

contraprestação transferida em troca do controle da adquirida; do montante de quaisquer participações de não controladores na adquirida, e o valor líquido, na data da aquisição, dos ativos identificáveis adquiridos e dos passivos assumidos (CPC 15 (R1), 2011).

Os estudos relacionados ao *goodwill* são vastos e ainda não há um consenso sobre o impacto dele para os *stakeholders*, o que demanda mais pesquisas. Souza e Borba (2016) afirmam que quanto ao reconhecimento do ágio durante as combinações de negócios, apesar de representar uma parcela significativa do valor das transações, não foi encontrada significância estatística que explicasse o comportamento do preço das ações. Ao estudar empresas não financeiras listadas na B3 no período de 2009 a 2015, Cappelesso, Rocha e Dantas (2017) verificaram que há uma associação positiva entre valor de mercado e *goodwill*, demonstrando que os investidores reagem positivamente a essas informações e que elas são relevantes para o mercado de capitais brasileiro. Em harmonia com este estudo, Pacheco e Rover (2021) demonstraram que o *goodwill* representa de 23% a 30% dos ativos intangíveis registrados no balanço patrimonial, enquanto outros intangíveis identificados representam cerca de 5,6%. Quanto ao *value relevance*, observou-se que tanto o valor reconhecido dos ativos intangíveis quanto, quando segregados em *goodwill* e em ativos intangíveis identificados, foram significativos e positivamente relacionados ao valor de mercado.

Tancini (2017) verificou que o segmento de atuação da adquirente explica aproximadamente 15% da variabilidade no percentual do custo de aquisição alocado como *goodwill*, e o número de analistas acompanhando as ações da empresa apresentou associação com o percentual de *goodwill*. Quanto às características das empresas que fazem combinação de negócios, a maioria das companhias classificadas em algum nível diferenciado reconheceram *goodwill*, enquanto mais da metade das companhias sem classificação diferenciada de governança corporativa não reconheceram (Eloy & Souza, 2018).

Por outro lado, a partir de respostas de 55 profissionais da área de contabilidade, Marques, Maroun e Garnett (2020) concluem que a contabilização do *goodwill* precisa ser revisada. Em consonância, Carvalho, Rodrigues e Ferreira (2016) sugerem que as empresas portuguesas não dedicam esforços suficientes para identificar e divulgar individualmente os ativos intangíveis das combinações de negócios e acabam atribuindo esses valores ao *goodwill*. Cavalinhos e Carreira

(2015) analisaram uma amostra de empresas cotadas na Euronext Lisbon, e identificaram que existem falhas por parte das empresas no tratamento do *goodwill*.

Para Silva (2025) o *goodwill* se destaca como o elemento mais sensível tanto em relação ao ativo total quanto ao patrimônio líquido, indicando que as empresas brasileiras intensivas em intangíveis podem estar gerando valor principalmente através desse grupo de ativos. Além disso, em média 50% dos ativos intangíveis são *goodwill*. Complementarmente, o estudo apontou que o risco de mercado está positivamente relacionado ao *goodwill*, podendo ser explicado por ser um ativo de difícil mensuração e identificação.

Bugeja e Loyeung (2015) argumentam que o método do pagamento da contraprestação utilizado também pode explicar o valor do preço de compra alocado ao ágio. Por um lado, os autores afirmam que a adquirente pagará um prêmio maior quanto o pagamento for a partir de recursos financeiros. Por outro lado, também afirmam que quando as adquirentes pagam em ações, isso pode indicar que elas estão supervalorizadas e isso aumentaria o valor reconhecido como *goodwill* (Shalev, Zhang & Zhang, 2013).

Períodos de crise também podem afetar o valor reconhecido como *goodwill*. Magnanelli, Nasta e Ramazio (2022) afirmam que durante períodos de crise os valores pagos a mais em fusões e aquisições são maiores do que em períodos de crescimento. Por outro lado, Orsato (2024) não encontrou significância estatística entre crise e *goodwill* ao estudar se o tom de relatórios de administração impactava no *goodwill*.

Outro fator que pode impactar o *goodwill* é se a empresa adquirente e alvo estão no mesmo setor de atuação (Shalev, Zhang & Zhang, 2013). As sinergias operacionais são maiores quando a empresa proponente e a empresa-alvo estão no mesmo setor. Dado que o *goodwill* é considerado uma medida de sinergias de aquisição, as aquisições dentro do mesmo setor que o proponente está estão positivamente associadas ao reconhecimento do ágio (Bugeja & Loyeung, 2015).

O endividamento da empresa alvo também pode afetar o *goodwill*. Covrig, McConaughy e Travers (2017) demonstraram que quando a empresa-alvo é mais endividada, o comprador precisa pagar menos em dinheiro ou ações para adquirir a empresa, isso faz com que o prêmio de aquisição por ação (o quanto a mais ele paga sobre o preço de mercado da ação) possa ser maior, mesmo que o valor total da transação não seja tão alto. Além disso, conforme Li e Tong (2018) o tamanho da

empresa-alvo é mais um fator que impacta no *goodwill*. Nesse caso, o impacto é contrário: quanto maior o tamanho da empresa alvo, menor é o prêmio pago na aquisição.

Quanto à empresa adquirente, Poramapojn e Wiboonchutikula (2024) comentam que a relação entre endividamento da adquirente e *goowill* tende a ser negativo. Como os ativos tangíveis são vistos como garantia, enquanto o *goodwill* não, uma empresa com um alto índice de endividamento tem o incentivo para alocar mais do preço de compra a ativos tangíveis do que ao *goodwill*.

O tamanho da empresa adquirente também pode afetar o *goodwill*. Apesar de ainda não existir consenso sobre a direção da relação, Poramapojn e Wiboonchutikula (2024) acreditam que empresas maiores tem melhor acesso a capital para financiar uma aquisição, o que resultaria em contraprestação e *goodwill* maiores. Enquanto Zhang e Zhang (2017) encontraram relação positiva mas sem significância estatística, Shalev, Zhang e Zhang (2013) encontraram relação negativa.

Alguns aspectos do conselho de administração também podem impactar no *goodwill*. Cai e Sevilir (2012) comentam que o tamanho do conselho e a independência do conselho podem impactar no prêmio paga em fusões e aquisições. No entanto, devido a não existência de consenso, os autores mencionam que não é possível dizer o sinal do efeito.

O *goodwill* é, de longe, o ativo mais importante registrado nas combinações de negócios, representando, em média, mais da metade do preço da negociação (Henning, Lewis & Shaw, 2000; Shalev, 2009; Shalev, Zhang & Zhang, 2013). As empresas têm poder discricionário sobre a alocação do preço de compra de uma empresa e, consequentemente, sobre a determinação do *goodwill* (Boennen & Glaum, 2014).

Mas o *goodwill* não é apenas o valor residual entre o preço de aquisição e o valor justo dos ativos líquidos identificáveis. Em termos práticos, caso haja a desvalorização do *goodwill* a partir do teste de *impairment*, significa que a combinação de negócios foi desfavorável à adquirente, que despendeu um valor maior do que o negócio valia. Nesse contexto entra a discricionariedade da alta administração e a responsabilidade sobre as perdas por *impairment* registradas, visto que estão relacionadas à superavaliação de ativos adquiridos no processo de combinação (Gu & Lev, 2011; Olante, 2013).

No contexto brasileiro, Cappelesso e Niyama (2022) encontraram que o *goodwill* é significante e positivamente associado ao montante do *impairment do goodwill*, indicando que um ágio mais elevado está relacionado a maiores perdas por redução ao valor recuperável. Devido à esta discricionariedade em relação ao preço de compra e ao *goodwill*, muitos pesquisadores têm buscado compreender a influência da alta administração nesse processo. É a administração que determina o preço da aquisição e registra o ágio como ativo (Yehuda, Vincent & Lis, 2019).

Os acionistas se preocupam com as combinações de negócios, pois podem criar ou destruir sua riqueza (Roll, 1986; Seth, Song & Pettit, 2000; Harford & Li, 2007; Gu & Lev, 2011). A perda de valor do ágio transmite um sinal negativo sobre a qualidade de combinações porque as que destroem valor levam a perdas de valor futuras mais frequentes e maiores (Ahn, Cheon & Kim, 2020), sendo consideradas uma admissão de falha nas decisões das combinações anteriores (Li, Shroff, Venkataraman & Zhang, 2011; Caplan, Dutta & Liu, 2018).

Nesse sentido, um adquirente mal-informado sobre a situação da companhia-alvo paga um prêmio superior ao de um comprador bem-informado, ou seja, empresas com níveis mais altos de assimetria informacional recebem prêmios maiores na aquisição (McNichols; Stubben, 2015; Cheng & Tong, 2016; Li & Tong, 2018; Orsato, 2024).

2.4 ESTUDOS ANTERIORES E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

Estudos demonstraram que características específicas do conselho, como o tamanho e independência (Kolasinski & Li, 2013), habilidades com aquisições (McDonald, Westphal & Graebner, 2008), e *board interlocking* (Cai & Sevilir, 2012) afetam os atributos e o desempenho das fusões e aquisições. Além de sua função de monitoramento, espera-se que o conselho atue como consultor e oriente a administração durante o complexo processo de combinação de negócios (Demirtas, 2017). O próprio IBGC (2015) aborda que para cumprir sua missão, o conselho de administração deve, entre outras atribuições, aprovar fusões e aquisições.

Empresas que mantém maior número de laços com outras por meio de conselhos interligados, têm maior probabilidade de realizar fusões e aquisições (Barros, 2017), a probabilidade de que a transação de aquisição seja concluída com sucesso aumenta, e o tempo necessário para concluir as negociações diminui

(Renneboog & Zhao, 2014). O exposto sugere que o *board interlocking* tem influência nas fusões e aquisições.

Mais especificamente, ter uma conexão entre empresas adquirente e adquirida por meio do *board interlocking*, pode melhorar o fluxo de informações, a comunicação, e aumentar o conhecimento e a compreensão de cada empresa sobre as operações e a cultura da outra. Esse conhecimento e vantagem da informação, podem levar a uma melhor transação, afetando negativamente o prêmio de aquisição (o valor pago que excede o valor de mercado da empresa) e, portanto, o preço da transação do negócio (Cai & Sevilir, 2012). As conexões fornecem um canal eficaz para troca de informações, permitindo a transmissão de conhecimento, ideias ou informações privadas. Essas conexões podem facilitar transações financeiras (Shanley & Correa, 1992; Borlea et al., 2017).

Particularmente no que se refere ao *board interlocking* de primeiro grau, em que duas empresas compartilham um diretor comum antes do acordo de combinação de negócios, pode afetar os custos de transação ao mitigar a necessidade de serviços de consultoria de bancos de investimento para iniciar a transação e identificar as fontes de sinergia. Da mesma forma, pode haver uma menor necessidade de opiniões imparciais em transações conectadas, dada a posição mais informada dos diretores conectados. A menor necessidade de serviços de consultoria e opiniões imparciais, por sua vez, pode se manifestar em uma menor quantidade de custos de transação pagos a bancos de investimento (Cai & Sevilir, 2012).

Além disso, o *board interlocking* de primeiro grau pode limitar a concorrência externa de possíveis compradores menos informados, e reduzir o incentivo do adquirente em oferecer um preço maior para dissuadir um licitante concorrente (Cai & Sevilir, 2012). As empresas adquirentes com uma conexão de diretoria com o alvo podem desfrutar de uma vantagem de barganha nas negociações devido às suas informações privadas sobre a empresa-alvo, em relação a possíveis compradores sem conexões (Cai & Sevilir, 2012).

O conceito do *goodwill*, apesar de ser contábil, pode ser comparado com o prêmio de aquisição pago pela adquirente à adquirida. O prêmio de aquisição (*takeover premium*) é calculado como o preço da aquisição por ação menos o preço da ação da empresa alvo (Bugeja & Loyeung, 2015), ou seja, é o valor que excede o

valor de mercado da adquirida. Já o *goodwill*, é o valor que excede o valor justo dos ativos líquidos identificáveis.

Bugeja e Loyeung (2015) encontraram uma associação positiva entre prêmios de aquisição e *goodwill*, argumentando que um prêmio maior aumenta o preço de compra e esse valor provavelmente fluirá para o valor registrado como *goodwill*, pois *takeover premiums* também podem refletir as sinergias que a empresa adquirente espera de uma aquisição (Hayn & Hughes, 2006; Sudarsanam & Sorwar, 2010). Considerando que o ágio é uma medida de sinergias futuras da aquisição, o prêmio de aquisição tem uma relação positiva com o ágio (Bugeja & Loyeung, 2015).

Segundo Cai e Sevilir (2012), os prêmios de aquisição são mais baixos na presença de uma conexão de primeiro grau, e ainda mais baixos quando o conselheiro conectado é um executivo da adquirente. Isso pode ser explicado na medida em que os executivos possuem maior vantagem de informação e maiores incentivos para empreender o negócio a um preço menor, em comparação com diretores externos, argumentando-se que as conexões de primeiro grau fornecem informação e permissões para que a empresa adquira o alvo a um preço mais atraente (Cai & Sevilir, 2012). Uma conexão de primeiro grau leva o adquirente a ter maior poder de negociação, possibilitando uma posição mais informada sobre o alvo e limitando o grau de concorrência com empresas menos informadas, além de reduzir a capacidade do alvo de pedir um prêmio maior (Cai & Sevilir, 2012).

Considerando que um adquirente mal-informado sobre a situação da companhia-alvo paga um prêmio superior ao de um comprador bem-informado (McNichols; Stubben, 2015); que o *board interlocking* de primeiro grau também possibilita maior acesso a informações (Shanley & Correa, 1992; Borlea et al., 2017; Cai & Sevilir, 2012; Nguyen, Zhu, Jung & Kim, 2022), que o *board interlocking* com a empresa adquirida fornece ao adquirente uma noção mais precisa do valor do alvo, gerando um efeito negativo no prêmio de aquisição (Nguyen, Zhu, Jung & Kim, 2022), e que pode-se comparar a “dinâmica” do prêmio de aquisição com o *goodwill*, formula-se a primeira hipótese:

H1: O *board interlocking* de primeiro grau entre empresa adquirente e vendedora exerce um efeito benéfico para a adquirente, reduzindo a proporção de *goodwill* em relação à contraprestação paga da combinação de negócios.

O impacto positivo que o *board interlocking* de primeiro grau gera para a adquirente está em consonância com a Teoria da Dependência de recursos no sentido de as ligações diretas serem fontes de recursos em que os conselheiros possuem informações privadas, comunicação efetiva, compreensão do alvo, poder de influenciar os demais conselheiros, facilitação no pós aquisição e capacidade de negociação, o que possibilita uma noção mais precisa do alvo e, consequentemente, resulta em um menor reconhecimento proporcional de *goodwill* na transação.

Existe outro tipo de *board interlocking*, conhecido como de “segundo grau”. Ele ocorre quando um diretor da empresa adquirente e um diretor da empresa alvo estão atuando no conselho de uma terceira empresa, antes do anúncio do acordo (Cai & Sevilir, 2012). Os adquirentes com conexões de primeiro grau com o alvo têm vantagens sobre informações do alvo e essa vantagem permite que eles adquiram a empresa a um preço mais baixo. Na medida em que a vantagem de informação é maior em conexões de primeiro grau, a capacidade de adquirir o alvo a um preço mais baixo é maior em conexões de primeiro grau do que de segundo grau (Cai & Sevilir, 2012).

Cai e Sevilir (2012) afirmam que em ligações de segundo grau a vantagem da comunicação e informação está associada a negócios com maior criação de valor. Nas ligações de primeiro grau o conselheiro representa tanto o acionista adquirente como o alvo, enquanto em conexões de segundo grau, o conselheiro conectado ao adquirente representa os acionistas adquirentes e o conectado no alvo representa os acionistas alvos. Assim, conselheiros conectados em conexões de segundo grau tem mais probabilidade de empreender negócios que levem a retornos superiores, pois os dois diretores agem independentemente em nome de seus próprios acionistas, e farão o negócio apenas se for promissor em termos do potencial de criação de valor (Cai & Sevilir, 2012).

Pode-se relacionar também a maior criação de valor com um maior valor de *goodwill*: o *goodwill* reflete o valor presente dos futuros ganhos residuais (que são uma forma de criação de valor), então há uma relação direta entre o reconhecimento contábil do *goodwill* e as medidas de desempenho que se baseiam na criação de valor (Schultze & Weiler, 2010).

Apesar de Cai e Sevilir (2012) não terem encontrado significância estatística na relação entre *board interlocking* de segundo grau e prêmios de aquisição, formulou-se a segunda hipótese da pesquisa:

H2: O *board interlocking* de segundo grau entre empresa adquirente e vendedora exerce um efeito benéfico para a adquirente, reduzindo a proporção do *goodwill* em relação à contraprestação paga da combinação de negócios, mas a redução é menor do que em ligações de primeiro grau.

Espera-se que para empresas que possuem ligações de segundo grau, a participação relativa do *goodwill* na aquisição seja maior do que para ligações de primeiro grau. O impacto positivo que o *board interlocking* de segundo grau gera para a adquirente está em consonância com a Teoria da Dependência de recursos pois as ligações indiretas são consideradas fontes de recursos em que os conselheiros utilizam seus contatos externos para acessar informações e reduzir incertezas em outros conselhos.

3 MATERIAL E MÉTODOS

Neste tópico são apresentadas as descrições dos processos utilizados para a consecução desta pesquisa. Para isso, primeiramente aborda-se sobre a variável independente de interesse, variável dependente e de controles, características da amostra, o modelo econométrico para testar as hipóteses e os tratamentos estatísticos utilizados.

3.1 VARIÁVEL INDEPENDENTE DE INTERESSE

Para coletar os dados sobre o *board interlocking*, os formulários de referência imediatamente anteriores a data do anúncio da combinação das empresas vendedoras e adquirentes foram acessados. Foram tabulados em Excel os conselheiros da empresa-vendedora e da adquirente.

Foram utilizados os dados do conselho de administração da empresa vendedora por ser com ela que a adquirente negociará. Muitas vezes a empresa-alvo nem tem conhecimento que será vendida. Nesse sentido, considerou-se mais adequado criar as variáveis de *board interlocking* direto e indireto com os dados do conselho da empresa vendedora, que é aquela que está vendendo as ações e o controle para a adquirente.

Se a empresa adquirente e a empresa-vendedora compartilhassem um conselheiro comum, tal combinação de negócios era classificada com conexão de primeiro grau ou direta. A variável BID (*Board interlocking Direto*) foi construída a partir da quantidade de conselheiros da adquirente que são interligados diretamente com conselheiros da vendedora sobre a quantidade total de conselheiros da empresa adquirente, imediatamente antes do anúncio da combinação de negócios. Ou seja, a variável representa a proporção de conselheiros interligados sobre o total de conselheiros antes da combinação de negócios ser anunciada, assim como utilizado em Okazaki, Sawada e Yokoyama (2005). Caso não houvesse nenhuma ligação de primeiro grau, atribuía-se zero (Cai & Sevilir, 2012).

Caso houvesse conselheiros não em comum entre as referidas empresas, mas em uma terceira empresa, era considerado *board interlocking* de segundo grau (ou indireto), e era calculada a proporção desses conselheiros com ligações em relação a quantidade total de conselheiros daquela empresa. Para isso, foi

construído um conjunto de todas as ligações a conselhos de outras empresas detidas por cada conselheiro na adquirente e um conjunto de todas as ligações a conselhos de outras empresas detidas por cada conselheiro na empresa-vendedora. Foi verificado se havia alguma sobreposição entre os conjuntos de conexões do conselho detidos pelos conselheiros da adquirente e conselheiros da vendedora. Se houvesse pelo menos uma sobreposição, o negócio era classificado como tendo uma conexão de segundo grau (ou indireta) com o conselho.

Para coletar a variável BII (*Board Interlocking* indireto) foram utilizados os formulários de referência imediatamente anteriores ao anúncio de combinação de negócios. A descrição de cada conselheiro da adquirente e da vendedora foi analisada e foi tabulado em Excel sempre que houvesse a menção explícita de que o conselheiro atuava também em outras empresas na atualidade. Por exemplo: “desde abril de 2013 é Vice-Presidente do Conselho de Administração e Diretor Vice-Presidente Executivo da IPLF Holding S.A.”, ou “atualmente é membro do conselho da IBA”, ou “é membro efetivo do conselho da Financeira Alfa S.A”, etc.

A construção da variável de *Board interlocking* indireto foi semelhante à da *Board Interlocking* direto: a proporção entre as ligações indiretas e o total de conselheiros da adquirente. Porém, como poderiam existir ligações indiretas entre diferentes conselheiros da adquirente e adquirida, a definição da variável foi criada conforme o Quadro 2:

QUADRO 2 - EXEMPLO DE ESTRUTURAÇÃO DA VARIÁVEL BII

CN	Quantidade de conselheiros da adquirente conectados em outras empresas	Quantidade de conselheiros da vendedora conectados em outras empresas	Tamanho do conselho da adquirente	Variável BII
a)	1 conselheiro em interlocking na empresa X; 1 conselheiro em interlocking na empresa Y; 2 conselheiros em interlocking na empresa Z.	3 conselheiros em interlocking na empresa X; 1 conselheiro em interlocking na empresa Y; 1 conselheiro em interlocking na empresa Z.	23	6/23
b)	1 conselheiro em interlocking na empresa A.	1 conselheiro em interlocking na empresa A.	11	1/11
c)	1 conselheiro em interlocking na empresa B; 1 conselheiro em interlocking na empresa C.	6 conselheiros em interlocking na empresa B; 1 conselheiro em interlocking na empresa C.	9	7/9

FONTE: A autora (2025).

LEGENDA: CN – Combinação de Negócios; BII – Board Interlocking Indireto

Na combinação de negócios hipotética a), por exemplo, 1 conselheiro da adquirente e 3 conselheiros da vendedora também eram conselheiros da empresa X. Nesse caso, essa ocorrência gera 3 laços indiretos ($1 \times 3 = 3$). Além disso, 1

conselheiro da adquirente e 1 conselheiro da vendedora também estavam no conselho da empresa Y. Nesse caso, essa ocorrência gera 1 laço indireto ($1 \times 1 = 1$). Por fim, 2 conselheiros da adquirente e 1 conselheiro da vendedora ocupam cadeira no conselho da empresa Z, gerando 2 laços indiretos ($2 \times 1 = 2$). A soma dos laços gerados pelos conselheiros da adquirente e vendedora por estarem no conselho das empresas X, Y e Z totaliza 6 ($3 + 1 + 2 = 6$). Considerando o número total de conselheiros da adquirente (23), a proporção de *board interlocking* indireto nesse caso hipotético é 6/23.

Na combinação hipotética b), 1 conselheiro da adquirente e 1 conselheiro da vendedora ocupam assento no conselho da empresa A, gerando 1 ($1 \times 1 = 1$) laço indireto entre vendedora e adquirente. Dessa forma, o total de conexões indiretas entre elas é 1. Considerando o número total de conselheiros da adquirente (11), a proporção de *board interlocking* indireto nesse caso hipotético é 1/11.

Já na combinação hipotética c), 1 conselheiro da adquirente e 6 conselheiros da vendedora estão no conselho da empresa B, gerando 6 ($1 \times 6 = 6$) laços indiretos. Além disso, 1 conselheiro da adquirente e 1 da vendedora ocupam assento no conselho da empresa C, gerando mais 1 ($1 \times 1 = 1$) laço indireto. Ao somar os laços indiretos, tem-se um total de 7 conexões indiretas entre empresas adquirente e vendedora. Considerando o número total de conselheiros da adquirente (9), a proporção de *board interlocking* indireto nesse caso hipotético é 7/9.

A medida utilizada neste estudo segue a lógica de Burt (1978), que propõe captar os *interlocks* indiretos por meio dos caminhos de segundo grau entre empresas, obtidos matricialmente por A^2 , onde A representa a matriz de *interlocks* diretos. No presente estudo, essa lógica foi operacionalizada por meio da contagem dos caminhos indiretos entre adquirente e vendedora, calculados como o produto entre o número de conselheiros da adquirente e da vendedora presentes em cada conselho intermediário, refletindo a estrutura de conexões de segundo grau proposta por Burt (1978).

As combinações de negócios que não tinham nem *board interlocking* direto e nem indireto entre adquirente e vendedora foram classificadas como transações sem *board interlocking* e receberam zero.

3.2 VARIÁVEL DEPENDENTE

Os valores de *goodwill* e da contraprestação foram coletados nas notas explicativas das adquirentes após a finalização completa da combinação de negócios. Conforme o CPC 15, o período de mensuração não pode exceder a um ano da data da aquisição. Para padronizar os valores do *goodwill* e melhor acomodá-los nos testes estatísticos do modelo detalhado no próximo tópico, utilizou-se o valor do *goodwill* dividido pela contraprestação, que representa quanto o *goodwill* representa da contraprestação transferida pela adquirente, assim como utilizado em Poramapojn e Wiboonchutikula (2024) e Souza e Borba (2016).

3.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE

As variáveis de controle têm como objetivo controlar a variação da variável dependente e, por esse motivo, isolam o efeito do *board interlocking* direto e indireto na proporção de *goodwill* sobre a contraprestação. Estudos comprovaram que o tamanho da adquirente (Poramapojn & Wiboonchutikula, 2024; Cappelesso & Niyama, 2022); tamanho da empresa-alvo (Cheng & Tong, 2016; Li & Tong, 2018); endividamento da adquirente (Poramapojn & Wiboonchutikula, 2024); endividamento da empresa-alvo (Covrig, McConaughy & Travers, 2017); percentual da contraprestação paga em ações (Shalev, Zhang & Zhang, 2013; Bugeja & Loyeung, 2015; Baldi & Salvi, 2022); valor da contraprestação (Shalev et al, 2011; Souza & Borba, 2016); tamanho do conselho de administração da adquirente (Cai & Sevilir, 2012); tamanho do conselho de administração da empresa-vendedora (Cai & Sevilir, 2012) e independência do conselho de administração da vendedora (Cai & Sevilir, 2012) são fatores que controlam a variabilidade do *goodwill*. Além disso, se a adquirente e a empresa-alvo são de setores diferentes (Shalev, Zhang & Zhang, 2013; Bugeja & Loyeung, 2015) e o período for de crise (Magnanelli et al., 2022, Orsato, 2024), também são fatores relevantes para a definição do *goodwill*. Nesse sentido, apresenta-se no Quadro 3 as especificações operacionais de todas as variáveis de controle.

QUADRO 3 - VARIÁVEIS DO MODELO

Variável	Tipo	Descrição	Sinal esperado
G/CO	Dependente	Total do <i>goodwill</i> em reais dividido pela contraprestação apurada na combinação de negócios i no período t.	N/A
<i>Board interlocking</i> de primeiro grau (BID)	Explicativa	Proporção de conselheiros da adquirente com ligações de primeiro grau com a vendedora, em relação a quantidade total de conselheiros da adquirente, constante no último formulário de referência divulgado antes do anúncio da transação.	-
<i>Board interlocking</i> de segundo grau (BII)	Explicativa	Proporção de conselheiros da adquirente com ligações de segundo grau com a vendedora, em relação a quantidade total de conselheiros da adquirente, constante no último formulário de referência divulgado antes do anúncio da transação.	-
Tamanho da adquirente (TAM_AD)	Controle	Logaritmo natural do total do ativo da adquirente do último balanço patrimonial divulgado antes do anúncio da transação.	-
Tamanho da empresa-alvo (TAM_ALVO)	Controle	Logaritmo natural do total do ativo da empresa-alvo do último balanço patrimonial divulgado antes do anúncio da transação.	-
Endividamento da empresa-adquirente (END_AD)	Controle	Total do passivo da adquirente do último balanço patrimonial divulgado antes do anúncio da transação, dividido pelo total do ativo do mesmo período.	Não definido
Endividamento da empresa-alvo (END_ALVO)	Controle	Total do passivo da empresa-alvo do último balanço patrimonial divulgado antes do anúncio da transação, dividido pelo total do ativo do mesmo período.	-
Percentual da contraprestação paga em ações (PGTO_AÇÕES)	Controle	Total em reais pago em ações dividido pelo total em reais da contraprestação.	Não definido
Contraprestação total (CONTP)	Controle	Logaritmo natural do valor total da contraprestação.	+
Tamanho do conselho da empresa adquirente (TAM_CA_AD)	Controle	Número total de diretores no conselho de administração da empresa adquirente constante no último formulário de referência divulgado antes do anúncio da transação.	Não definido
Tamanho do conselho da empresa alvo (TAM_CA_VEND)	Controle	Número total de diretores no conselho de administração da empresa vendedora constante no último formulário de referência divulgado antes do anúncio da transação.	Não definido
Independência do conselho da vendedora (IND_VEND)	Controle	Número de diretores independentes no conselho de administração da empresa vendedora constante no último formulário de referência divulgado antes do anúncio da transação dividido pelo número total de diretores no conselho da vendedora.	Não definido
Diversificação (DIV)	Controle	Variável binária que assume valor 1 quando a empresa adquirente e a empresa-alvo são de setores econômicos distintos e 0 quando pertencem ao mesmo setor econômico.	-
Crise (CRISE)	Controle	Variável binária que assume valor 1 quando a transação foi anunciada durante período de PIB negativo e 0 quando a transação foi anunciada	+

		durante período de PIB positivo, de acordo com dados do IBGE (2024).	
--	--	--	--

FONTE: A autora (2025).

3.4 CARACTERIZAÇÕES DA AMOSTRA

O universo de análise são as combinações de negócios com adquirentes brasileiras que negociavam ações na Brasil Bolsa Balcão - B3, considerando o período de 1º de janeiro de 2011 a 31 de maio de 2025. O ponto inicial do período é justificado pela emissão da Instrução CVM nº 457, de julho de 2007, a qual determinou que as empresas listadas na B3 deveriam se adequar ao padrão IFRS até o final de 2010, portanto observou-se uma melhor padronização das demonstrações e relatórios referentes ao exercício de 2010 em diante. O ponto final foi definido com base no período em que a coleta de dados da tese foi realizada, no primeiro e segundo trimestres de 2025.

Além disso, o recorte temático do presente estudo implicou em delimitar a população como sendo a que continha transações de F&A caracterizadas como combinações de negócios, portanto com aquisição de controle das empresas-objeto. Para mais, a opção de enfoque no *goodwill* obviamente delimitou a população para abranger apenas aquelas transações com valor zero ou acima.

O último critério de delimitação da população consistiu em abranger adquirentes que são de capital aberto, pois são estas que produzem e divulgam abertamente seus relatórios de administração, dado que o presente estudo é focado no *board interlocking* coletado nos formulários de referência. Em vista da delimitação efetuada, chegou-se a uma população de 87 transações.

A partir disso, obteve-se a amostra do estudo, que foi definida pelos critérios da disponibilidade de dados e, portanto, é uma amostragem por conveniência (Martins & Theóphilo, 2009). Ainda foram excluídas 33 combinações por não ter valores disponíveis de *goodwill*, 8 por não ter disponível informações para as variáveis de controle e 5 por serem consideradas observações atípicas. Tal opção metodológica está explicitada nos Quadros 4 e 5 desta tese.

Em função disso, a amostra final permaneceu com 41 transações, o que representa 47,13% da população de estudo.

QUADRO 4 - CRITÉRIOS PARA DEFINIÇÃO DA POPULAÇÃO DO ESTUDO

Critérios para definição da população do estudo	Número de transações
Transações de F&A ocorridas com adquirentes brasileiras entre o 1º trimestre de 2011 e 31 de maio de 2025 disponíveis na Base de Dados Refinitiv.	9.123
(-) Transações não concluídas	1.482
(=) Transações listadas na base e concluídas	7.641
(-) Transações com empresas adquirentes de capital fechado	6.458
(=) Transações com empresas adquirentes de capital aberto	1.183
(-) Recompra de ações	31
(=) Transações não consideradas recompras	1.152
(-) Transações com empresas vendedoras de capital fechado	936
= Transações com empresas vendedoras e adquirentes de capital aberto	216
(-) Transações entre partes dependentes	92
(-) Transações em que as compradoras possuíam menos de 50% das ações ordinárias após as transações	13
(=) Transações com empresas adquirentes de capital aberto que obtiveram propriedade de 50% ou mais do total das ações ordinárias após a transação	111
(-) Transações que não são consideradas combinações de negócios conforme o CPC 15.	6
(-) Transações recentes em que os dados necessários ainda não foram divulgados (empresas tem até 12 meses para divulgar)	4
(-) Transações em que se apurou ganho por compra vantajosa	14
(=) Transações com empresas adquirentes de capital aberto caracterizadas como combinações de negócios	87

FONTE: A autora (2025).

O Quadro 5 apresenta os critérios para seleção da amostra do estudo com base na população definida.

QUADRO 5 - CRITÉRIOS PARA SELEÇÃO DA AMOSTRA DO ESTUDO

Critério para seleção da amostra do estudo	Número de transações
(=) Transações com empresas adquirentes de capital aberto caracterizadas como combinações (A)	87
(-) Combinações sem valores de <i>goodwill</i> disponíveis ou sem informações disponíveis para obtê-los	-33
(-) Transações com observações faltantes para as variáveis de controle	-8
(-) Transações consideradas atípicas para variável do <i>goodwill</i>	-5
= Amostra final de transações (B)	41
Proporção da população [(B / A) x 100]	47,12%

FONTE: A autora (2025).

As 41 combinações que compõem a amostra final estão segmentadas em 10 setores de atividade econômica para as empresas adquirentes e 10 setores de

atividade econômica para as empresas-alvo. Na Tabela 1 é apresentada a amostra utilizada neste estudo:

TABELA 1 - AMOSTRA DA PESQUISA

Setor da Adquirente	Número de Combinações	Percentual da Amostra
Imobiliário	1	2,44%
Energia	13	31,71%
Tecnologia	3	7,32%
Consumo básico	6	14,63%
Produtos e serviços ao consumidor	4	9,76%
Financeiro	6	14,63%
Saúde	2	4,88%
Materiais	3	7,32%
Varejo	2	4,88%
Industrial	1	2,44%
Total	41	100%

Setor da Empresa-Alvo	Número de Combinações	Percentual da Amostra
Mídia e Entretenimento	1	2,44%
Energia	13	31,71%
Tecnologia	3	7,32%
Consumo básico	6	14,63%
Produtos e serviços ao consumidor	3	7,32%
Financeiro	6	14,63%
Saúde	2	4,88%
Materiais	2	4,88%
Varejo	2	4,88%
Industrial	3	7,32%
Total	41	100%

FONTE: A autora (2025).

Quanto à coleta de informações das combinações, recorreu-se à base de dados Refinitiv Eikon®. Todos os demais dados foram coletados manualmente nas notas explicativas e demonstrações financeiras das adquirentes, adquiridas e vendedoras. Os únicos dados das vendedoras coletados foram as informações de *board interlocking*.

3.5 MODELO ECONOMÉTRICO PARA TESTE DAS HIPÓTESES

A tese defendida é que o fenômeno *board interlocking* entre membros do conselho de administração interfere na proporção do *goodwill* em relação à

contraprestação entre empresas que combinaram seus negócios. Na seção de revisão da literatura foram desenvolvidas as duas hipóteses, quais sejam:

H1: O *board interlocking* de primeiro grau entre empresa adquirente e vendedora exerce um efeito benéfico para a adquirente, reduzindo a proporção de *goodwill* em relação à contraprestação paga da combinação de negócios.

H2: O *board interlocking* de segundo grau entre empresa adquirente e vendedora exerce um efeito benéfico para a adquirente, reduzindo a proporção do *goodwill* em relação à contraprestação paga da combinação de negócios, mas a redução é menor do que em ligações de primeiro grau.

Para avaliar as hipóteses 1 e 2 desenvolveu-se primeiramente o modelo padrão de regressão por Mínimos Quadros Ordinários (1):

$$\begin{aligned} G/CO_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 BID_{it-1} + \beta_2 BII_{it-1} + \beta_3 TAM_AD_{it-1} + \beta_4 TAM_ALVO_{it-1} \\ & + \beta_5 END_AD_{it-1} + \beta_6 END_ALVO_{it-1} + \beta_7 PGTO_AÇÕES_i + \beta_8 CONTP_i \\ & + \beta_9 TAM_CA_AD_{it-1} + \beta_{10} TAM_CA_VEND_{it-1} + \beta_{11} IND_VEND_{it-1} \\ & + \beta_{12} DIV_{i,t} + \beta_{13} CRISE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Em que:

G/CO é o total do *goodwill* em reais dividido pela contraprestação apurada na combinação de negócios i no período t ;

BID_{it-1} é a proporção de conselheiros da adquirente com ligações de primeiro grau com a vendedora, em relação a quantidade total de conselheiros da adquirente, constante no último formulário de referência divulgado antes do anúncio da transação.

BII_{it-1} é a proporção de conselheiros da adquirente com ligações de segundo grau com a vendedora, em relação a quantidade total de conselheiros da adquirente, constante no último formulário de referência divulgado antes do anúncio da transação.

TAM_AD_{it-1} é o logaritmo natural do total do ativo da adquirente do último balanço patrimonial divulgado antes do anúncio da transação.

TAM_ALVO_{it-1} é o logaritmo natural do total do ativo da empresa-alvo do último balanço patrimonial divulgado antes do anúncio da transação.

END_AD_{it-1} é o total do passivo da adquirente do último balanço patrimonial divulgado antes do anúncio da transação, dividido pelo total do ativo do mesmo período.

END_ALVO_{it-1} é o total do passivo da empresa-alvo do último balanço patrimonial divulgado antes do anúncio da transação, dividido pelo total do ativo do mesmo período.

$PGTO_AÇÕES_{it}$ é o total em reais pago em ações dividido pelo total em reais da contraprestação.

$CONT_P_{it}$ é o logaritmo natural do valor total da contraprestação.

$TAM_CA_AD_{it-1}$ é o número total de diretores no conselho de administração da empresa adquirente constante no último formulário de referência divulgado antes do anúncio da transação.

$TAM_CA_ALVO_{it-1}$ é o número total de diretores no conselho de administração da empresa vendedora constante no último formulário de referência divulgado antes do anúncio da transação.

IND_VEND_{it-1} é o número de diretores independentes no conselho de administração da empresa vendedora constante no último formulário de referência divulgado antes do anúncio da transação dividido pelo número total de diretores no conselho da vendedora.

DIV_{it} é uma variável binária que assume valor 1 quando a empresa adquirente e a empresa-alvo são de setores econômicos distintos e 0 quando pertencem ao mesmo setor econômico.

$CRISE_{it}$ é uma variável binária que assume valor 1 quando a transação foi anunciada durante período de PIB negativo e 0 quando a transação foi anunciada durante período de PIB positivo, de acordo com dados do IBGE (2024).

Na sequência, foi empregada a regressão linear múltipla a partir do Modelo Tobit com uso do procedimento de estimação da Máxima Verossimilhança (MV). De acordo com Wooldridge (2010), o modelo Tobit é uma variação da regressão linear usada quando a variável dependente está censurada, ou seja, seus valores são limitados em um determinado ponto. Isso ocorre quando, em uma pesquisa, alguns valores da variável dependente não podem ser observados corretamente porque estão abaixo ou acima de um limite.

Nesta pesquisa, a variável dependente é a proporção do *goodwill* em relação à contraprestação, ou seja, é um percentual. Esse percentual nunca será menor que zero, pois, não é possível que o valor do *goodwill* registrado seja negativo. O *goodwill* nunca será um valor negativo porque pelas normas contábeis (IFRS 3 / CPC 15 – Combinação de Negócios), ele só é reconhecido quando a adquirente paga um valor maior do que o valor justo dos ativos líquidos adquiridos. Nesse caso chama-se “censura à esquerda” ou inferior, porque existe um limite inferior natural.

Assim, o modelo de regressão (2) assume a seguinte estrutura:

$$Y_i^* = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \varepsilon_1$$

Em que:

Y_i^* é o percentual real de G/CO que poderia ser observado sem censura.

Se $Y_i^* \geq 0$, observa-se o valor real: $Y_i = Y_i^*$.

Se $Y_i^* < 0$, registra-se apenas: $Y_i = 0$, pois esse é o limite máximo.

$$\begin{aligned} G/CO_{i,t}^* = & \beta_0 + \beta_1 BID_{it-1} + \beta_2 BII_{it-1} + \beta_3 TAM_AD_{it-1} + \beta_4 TAM_ALVO_{it-1} \\ & + \beta_5 END_AD_{it-1} + \beta_6 END_ALVO_{it-1} + \beta_7 PGTO_AÇÕES_i + \beta_8 CONTP_i \\ & + \beta_9 TAM_CA_AD_{it-1} + \beta_{10} TAM_CA_VEND_{it-1} + \beta_{11} IND_VEND_{it-1} \\ & + \beta_{12} DIV_{i,t} + \beta_{13} CRISE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

3.6 TRATAMENTOS ESTATÍSTICOS

Nesta pesquisa foi utilizada a análise descritiva e teste de normalidade dos dados; análise de correlação, e; análise de regressão MQO e Tobit. No Quadro 6 é apresentado o protocolo de tratamentos e análises estatísticas.

QUADRO 6 - PROTOCOLO DE ANÁLISE DE DADOS E TRATAMENTOS ESTATÍSTICOS

Etapa	Teste Estatístico	Descrição	Parâmetro de Análise	Referências
Análise descritiva dos dados	Medidas de Tendência Central	Indicam os valores equidistantes dos extremos da distribuição de frequência	Média e Mediana da amostra	Hair et al. (2009)
	Medidas de Dispersão	Avalia o desvio-padrão da distribuição de frequências	Desvio-padrão em torno da média	Hair et al. (2009)
Análise de correlação	Coeficiente de Correlação de Spearman	Mensura o nível de correlação entre duas variáveis	valor r que varia de -1 a 1	Wooldridge (2015) e Fávero e Belfiore (2017)
Regressão Mínimos Quadros Ordinários (MQO) e Tobit	Teste de Shapiro-Wilk e Skewness/Kurtosis	Avalia se os resíduos da regressão não têm distribuição normal.	valor-p < 0,05 os resíduos da regressão não têm distribuição normal	Hair et al. (2009)
	Teste de Breusch-Pagan	Avalia se os dados de um modelo de regressão possuem heterocedasticidade	valor-p < 0,05 existência de heterocedasticidade nos dados	Fávero e Belfiore (2017)
	Teste de Durbin-Watson	Avalia se os dados de um modelo de regressão possuem autocorrelação serial de primeira ordem	valor-p < 0,05 existência autocorrelação serial de primeira ordem	Fávero e Belfiore (2017)
	Teste Variance Inflation Factor (VIF)	Avalia se as variáveis independentes de um modelo de regressão possuem multicolinearidade	VIF com valores superiores a 10 indicam multicolinearidade entre variáveis independentes	Gujarati e Porter (2011)

FONTE: A autora (2025).

Conforme exposto no Quadro 6, os dados foram inicialmente analisados de forma descritiva utilizando medidas de tendência central e medidas de dispersão. Em seguida, os dados foram submetidos à análise de correlação para entender as associações das variáveis dependente, independentes de interesse e independentes de controle. Por fim, empregou-se a análise de regressão MQO e Tobit para testar as hipóteses do estudo.

4 DESCRIÇÃO, ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Neste capítulo são apresentadas as análises descritivas e inferenciais quanto ao efeito do *board interlocking* na proporção do *goodwill* em relação à contraprestação paga em combinações de negócios. Primeiro, são apresentadas as estatísticas descritivas do *goodwill* e da contraprestação - que são as variáveis que formam a variável dependente “proporção do *goodwill* sobre contraprestação” -, da proporção do *goodwill* sobre contraprestação; do *board interlocking* direto e indireto e das variáveis de controle. Em seguida, mostram-se as estatísticas inferenciais das regressões MQO e Tobit para testar as hipóteses desta pesquisa.

4.1 DESCRIÇÃO DA PROPORÇÃO DO GOODWILL EM RELAÇÃO À CONTRAPRESTAÇÃO PAGA NA COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS

Inicialmente, com o objetivo de conhecer o perfil dos dados da variável dependente - proporção da contraprestação paga reconhecida como *goodwill* (G/CO) – foi realizada a análise descritiva desta. Sabe-se que na amostra há combinações de negócios com nenhum valor de *goodwill* reconhecido, logo, o valor mínimo de zero apresentado na Tabela 2 condiz com as características de algumas combinações de negócios do Brasil (Souza & Borba, 2016). Assim como ocorre com o valor de 36,23% para a mediana, que significa que metade da amostra possui este percentual ou acima dele, e a outra metade igual ou abaixo, de *goodwill* reconhecido em relação à contraprestação paga.

TABELA 2 - ESTATÍSTICA DESCRIPTIVA DA VARIÁVEL DEPENDENTE G/CO ANTES DA ANÁLISE DE OUTLIERS

Variável	Máx.	Mín.	Média	Mediana	Desvio-padrão
G/CO	16.555.200.000%		359.926.202%	36,23%	24.400.000%

FONTE: A autora (2025).

LEGENDA: G/CO - *Goodwill* dividido pela contraprestação.

No entanto, chamou a atenção os valores de média, desvio-padrão e máximo dessa variável. Percebeu-se que a observação da variável dependente *goodwill* sobre contraprestação que possui 16.555.200.000% (máximo) poderia estar

enviesando tanto a média, como o desvio padrão, além de possivelmente enviesar os coeficientes e sinais da regressão. Considerando os valores das observações atuais, a média do valor reconhecido de *goodwill* em relação ao valor pago é 359.926.202% e o desvio padrão é 24.400.000%.

Nesse sentido, decidiu-se verificar a normalidade da distribuição dos dados a partir do teste de Shapiro-Wilk e do teste de Skewness/Kurtosis conforme a Tabela 3.

TABELA 3 - TESTES DE NORMALIDADE DA VARIÁVEL DEPENDENTE G/CO

Variável	Shapiro Wilk		Skewness/Kurtosis		
	Estat	Prob > z	Assimetria p-valor	Curtose p-valor	Prob>chi ²
G/CO	0,1331	0,0000	6,559 (0,0000)	44,02 (0,0000)	0,000

FONTE: A autora (2025).

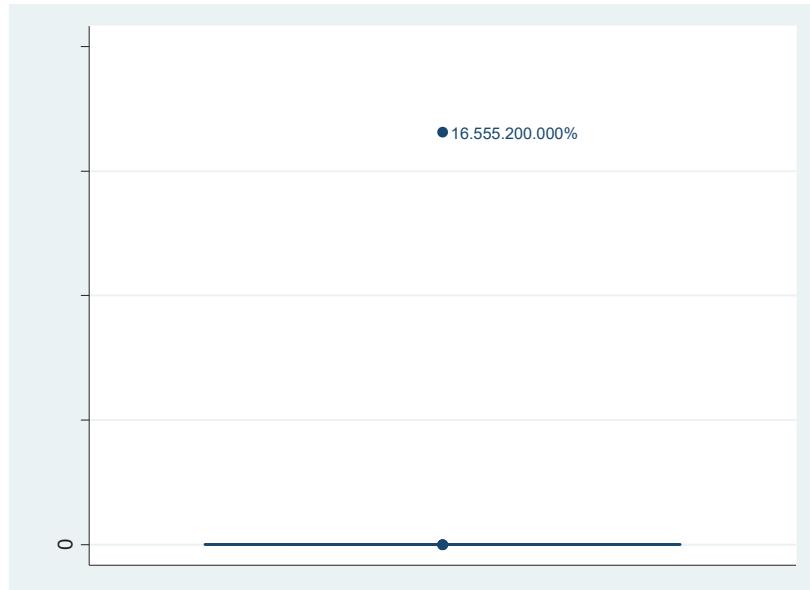
LEGENDA: G/CO - *Goodwill* dividido pela contraprestação.

Ambos os testes de Shapiro Wilk e Skewness/Kurtosis indicam fortemente que os dados estão enviesados e possuem *outliers* pois os p-valores dos testes e de assimetria e curtose foram abaixo de 0,05. Nesse caso, rejeita-se a hipótese dos testes de que os dados vêm de uma distribuição normal.

Na sequência, para identificar os *outliers*, empregou-se o método do Intervalo Interquartil (IQR). Considera-se como valores atípicos os situados 1,5 vezes acima do terceiro quartil ou abaixo do primeiro. O limite inferior é -91,10, ou seja, observações com valores menores que esse são considerados *outliers*. Além disso, o limite superior foi 151,69. Os Gráficos 1, 2, e 3 indicam os 5 *outliers* que foram excluídos da amostra por serem capazes de ocasionar enviesamento na análise estatística do modelo de regressão.

No Gráfico 1 percebe-se que o valor de 16.555.200.000% era tão distante dos demais, que nem foi possível identificar os outros quatro *outliers* em um único gráfico. Nesse sentido, a observação foi excluída.

GRÁFICO 1 - IDENTIFICAÇÃO DO OUTLIER MAIS DISTANTE DO LIMITE SUPERIOR

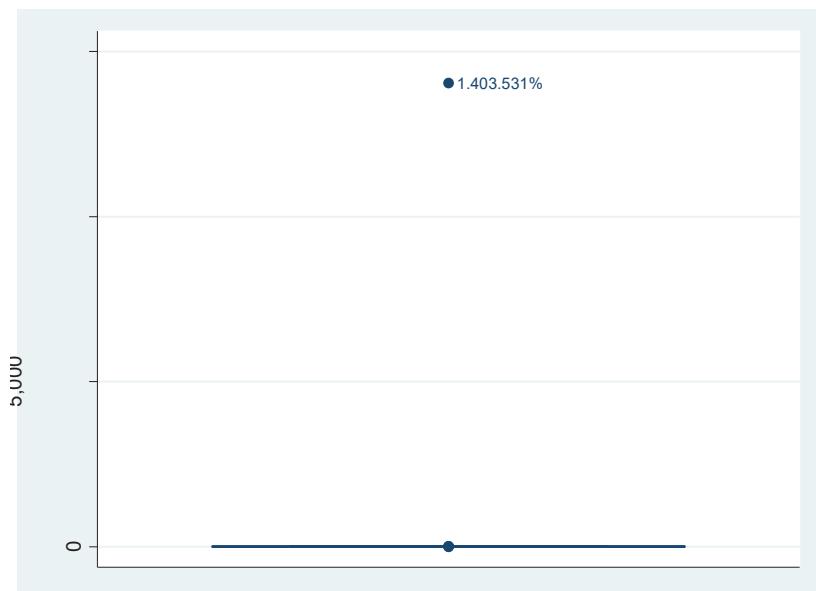


FONTE: A autora (2025).

LEGENDA: G/CO - *Goodwill* dividido pela contraprestação.

Em seguida gerou-se o Gráfico 2 que apresenta mais um *outlier* que se distancia do terceiro quartil.

GRÁFICO 2 - IDENTIFICAÇÃO DO SEGUNDO OUTLIER MAIS DISTANTE DO LIMITE SUPERIOR

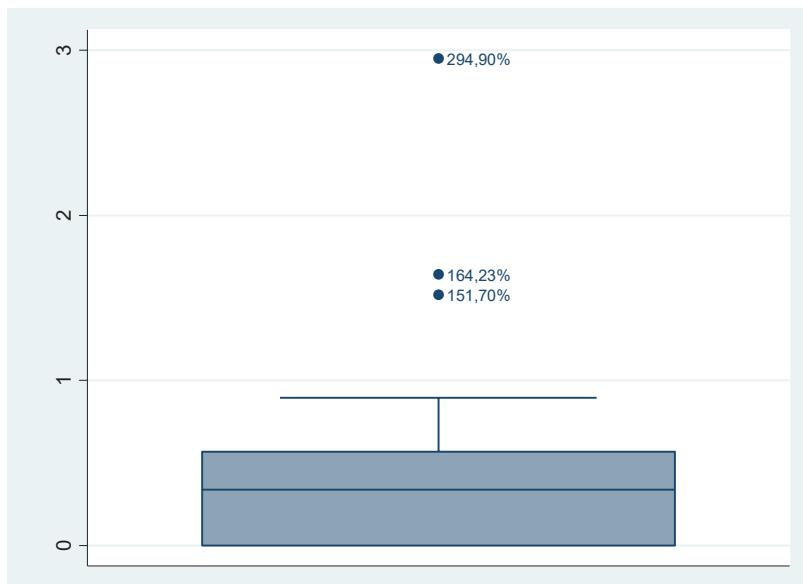


FONTE: A autora (2025).

LEGENDA: G/CO - *Goodwill* dividido pela contraprestação.

Assim como o primeiro *outlier*, o de valor 1.403.531% também estava tão distante do terceiro quartil que nem foi possível identificar outras observações para a variável G/CO que poderiam estar situadas acima do limite superior. Dessa forma, o *outlier* foi removido e pela última vez foi verificado se ainda havia valores atípicos na amostra.

GRÁFICO 3 - IDENTIFICAÇÃO DOS ÚLTIMOS OUTLIERS DO LIMITE SUPERIOR



FONTE: A autora (2025).

LEGENDA: G/CO - *Goodwill* dividido pela contraprestação.

Conforme o Gráfico 3, três observações ainda foram identificadas como outliers: 151,70%, 164,23% e 294,90%. Elas foram excluídas, a amostra final totalizou 41 observações e procedeu-se a análise descritiva definitiva da variável dependente *goodwill* sobre contraprestação.

Antes de analisar especificamente a estatística descritiva da variável dependente *goodwill* sobre contraprestação, foram analisados os dados que formaram esta variável, sendo elas o valor em reais do *goodwill* e da contraprestação paga nas combinações de negócios, conforme apresentado na Tabela 4.

TABELA 4 - ESTATÍSTICA DESCRIPTIVA DO GOODWILL E DA CONTRAPRESTAÇÃO

Variável	Valor total	Máx.	Mín.	Média	Mediana
Goodwill (R\$)	69.507.865.040	30.799.547.000	0	1.695.313.781	51.400.000
Contraprestação (R\$)	146.985.000.000	41.887.388.000	46.000	3.585.007.692	1.090.000.000

FONTE: A autora (2025).

A partir da Tabela 4 identifica-se que as combinações de negócios movimentaram quase cento e cinquenta bilhões de reais entre janeiro de 2011 e maio de 2025. Desse valor, quase setenta bilhões é *goodwill* reconhecido nas adquirentes.

Verifica-se que o valor máximo pago em uma combinação de negócios foi quase quarenta e dois bilhões de reais juntamente com um *goodwill* de quase trinta e um bilhões. Houve combinações em que não se registrou *goodwill*, assim como o valor mínimo pago em uma aquisição foi quarenta e seis mil reais.

Pode-se dizer que quase metade do que foi pago nas combinações está sendo reconhecido como *goodwill*. Além disso, metade da amostra teve valor de contraprestação a partir de um bilhão e noventa milhões de reais, e *goodwill* de cinquenta e um bilhões e quatrocentos milhões de reais como apresenta a mediana. Na Tabela 5 podem ser analisadas as informações sobre a estatística descritiva do *goodwill* e da contraprestação por ano.

TABELA 5 - ESTATÍSTICA DESCRIPTIVA DO GOODWILL E DA CONTRAPRESTAÇÃO POR ANO

Ano	Goodwill (R\$)			Contraprestação (R\$)		
	Máx	Mín	Méd	Máx	Mín	Méd
2011	780.084.000	196.712.000	488.400.000	1.564.146.000	360.000.000	962.073.000
2013	1.376.855.000	174.278.000	775.600.000	3.446.273.000	372.650.000	1.909.461.500
2014	0	0	0	2.737.372.000	2.737.372.000	2.737.372.000
2015	7.937.248.000	3.817.206.000	4.006.000.000	13.020.748.000	5.602.378.000	6.393.065.666
2017	0	0	0	545.976.000	545.976.000	545.976.000
2018	43.053.000	0	832.800.000	615.203.000	46.000	1.081.864.600
2020	8.204.410.000	50.165.000	2.265.000.000	12.814.881.000	85.445.000	5.004.841.000
2021	30.799.547.000	0	3.696.000.000	41.887.388.000	3.948.000	5.962.773.400
2022	1.820.625.000	0	814.500.000	8.998.860.000	80.872.000	2.727.099.877
2024	572.370.000	0	93.266.143	6.875.056.000	235.000.000	2.851.141.000
2025	51.393.000	51.393.000	51.393.000	129.794.000	129.794.000	129.794.000

FONTE: A autora (2025).

Ao analisar os valores anuais na Tabela 5, observa-se que foi no ano de 2021 que foi pago o maior valor por uma empresa (41.887 bilhões de reais), bem como o ano que registrou o maior *Goodwill* (30.799 bilhões de reais). Em contraste, o ano de 2018 teve uma combinação com o menor valor de contraprestação do período de estudo. Adicionalmente, tirando os anos 2011, 2013, 2015, 2020 e 2025, os demais não apuraram *Goodwill* em pelo menos uma combinação. Nos anos 2014 e 2017 não houve apuração de *Goodwill* em nenhuma das combinações realizadas.

Em termos de média, o ano de 2015 registrou a maior para a contraprestação e para o reconhecimento de *Goodwill*. Em contrapartida, ao ignorar os anos que não tiveram valores para *Goodwill*, foi o ano de 2025 que ficou com a menor média para a contraprestação paga e para o *Goodwill* reconhecido.

A estatística descritiva da variável dependente *Goodwill* sobre Contraprestação (G/CO) pode ser analisada na Tabela 6, juntamente com os testes de Shapiro Wilk e Skewness/Kurtosis realizados para testar a normalidade da variável dependente.

TABELA 6 - TESTES DE NORMALIDADE DA VARIÁVEL G/CO

Variáve l	Máx.	Mín.	Média	Mediana	Desvio padrão	p-valor = 0,0665		Teste de Shapiro-Wilk	
						Assimetria	Curtose	Estat.	p-valor
G/CO	89,29%	0	28,97 %	24,55%	25,98%	0,37366	1,9701	0,924	0,0094

FONTE: A autora (2025).

LEGENDA: G/CO - *Goodwill* dividido pela contraprestação.

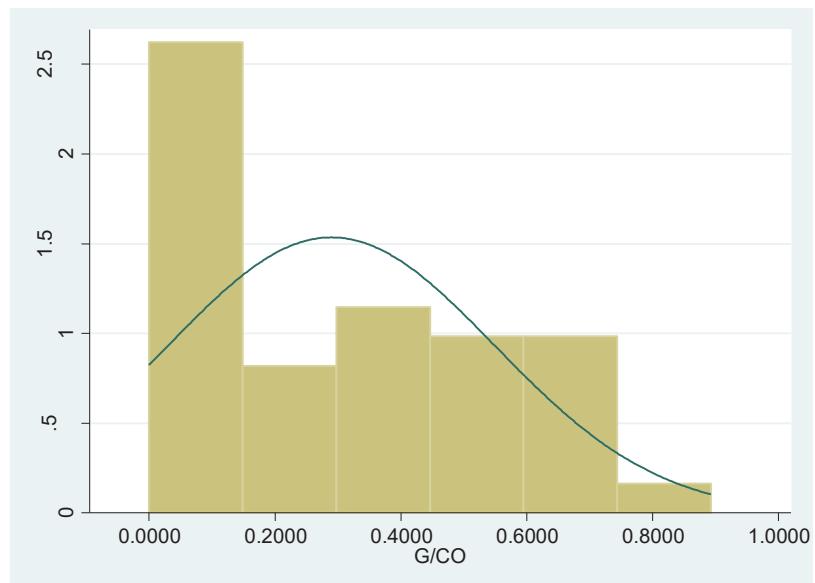
Verifica-se que há nas combinações de negócios aquisições que não geraram *goodwill*, ou seja, a contraprestação paga foi igual aos ativos identificáveis líquidos, assim como em Souza e Borba (2016). A mediana foi 24,55% o que sinaliza que em metade das combinações de negócios as adquirentes pagaram pelo menos 26% a mais do que empresa valia por expectativas de rentabilidade futura. O valor máximo desembolsado por expectativa de rentabilidade futura foi 89,29% do valor pago.

A média da variável *goodwill* sobre contraprestação foi 28,97%. O valor encontrado é menor do que o encontrado por Henning, Lewis e Shaw (2000), Shalev (2009), Shalev, Zhang e Zhang (2013) que verificaram uma média de mais que 50% do preço da negociação e 69% em Souza e Borba (2016). Já o desvio-padrão da

amostra foi 25,98%. O estudo de Souza e Borba (2016), por exemplo, apresentou um desvio padrão de 129% em comparação com 69% da média.

Com o objetivo de testar a normalidade da variável dependente foi realizado o teste de Shapiro-Wilk e o teste de assimetria e curtose. De início, a partir do teste de Shapiro-Wilk que teve um p-valor de 0,0094, rejeita-se a hipótese de que os dados possuem distribuição normal. No entanto, ao analisar a curtose e assimetria, o p-valor de 0,0665 indica que não se pode rejeitar a hipótese de que os dados possuem distribuição normal. O histograma no Gráfico 4 demonstra visualmente a distribuição dos dados da variável dependente:

GRÁFICO 4 - HISTOGRAMA DE DISTRIBUIÇÃO DA VARIÁVEL G/CO



FONTE: A autora (2025).

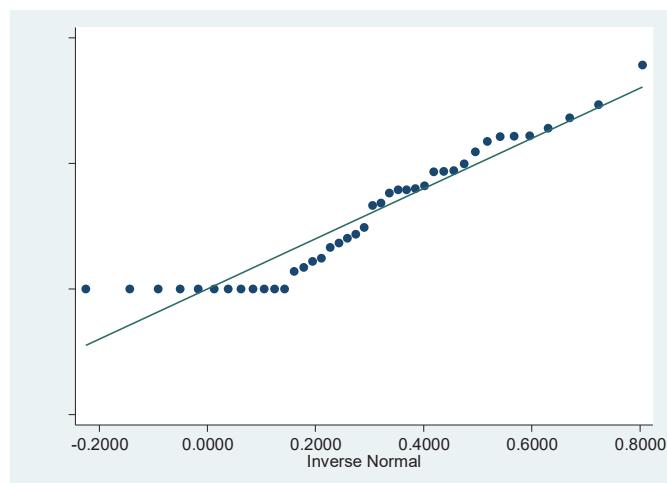
LEGENDA: G/CO - *Goodwill* dividido pela contraprestação.

Ao analisar o Gráfico 4 percebe-se que a maior parte dos valores da variável *goodwill* sobre contraprestação está concentrada entre 0 e 20%. Identifica-se também um decaimento conforme o percentual aumenta e ele não passa de 90%. Aparentemente há uma distribuição assimétrica à direita.

Por fim, o *Quantile-Quantile Plot* (Gráfico 5) compara os quantis da variável dependente (eixo y) com os quantis de uma distribuição normal (eixo x). A linha reta indica onde os pontos deveriam estar se a variável *goodwill* sobre contraprestação fosse perfeitamente normal. Percebe-se que entre 0,10 e 0,60 no eixo x os pontos estão próximos da linha perfeita. Na parte inferior, tirando as observações em que

não houve *goodwill* (0), os pontos se afastam da linha. Já na cauda superior há afastamento quando a proporção chega em aproximadamente 80%.

GRÁFICO 5 - Q-Q PLOT DA VARIÁVEL G/CO



FONTE: A autora (2025).

LEGENDA: G/CO - *Goodwill* dividido pela contraprestação.

Apesar da variável dependente não ser perfeitamente normal, o que é comum em pesquisas na área de contabilidade e finanças, isso não é um problema crítico e não impede de utilizá-la no modelo de regressão, desde que os resíduos do modelo sejam normais e homoscedásticos e outros pressupostos sejam atendidos.

Os testes de normalidade da variável dependente foram incluídos nesta tese por três razões metodológicas. Primeiro, porque faz parte da análise exploratória completa apresentar o comportamento estatístico das variáveis do modelo. Segundo, porque a ausência de normalidade na variável dependente pode sinalizar possíveis transformações ou verificações adicionais, ainda que não seja um requisito formal para a estimação por MQO. Terceiro, porque ao mostrar que a variável dependente não é normal e, posteriormente, demonstrar que os resíduos do modelo são aproximadamente normais e homoscedásticos, reforça que o modelo conseguiu capturar adequadamente a estrutura dos dados.

Portanto, os testes de normalidade da variável dependente foram incluídos não porque a normalidade da variável dependente fosse necessária, mas porque contribuem para uma análise exploratória completa, para a transparência metodológica e para demonstrar a adequação do modelo estimado.

4.2 DESCRIÇÃO DO BOARD INTERLOCKING EXISTENTE ENTRE AS EMPRESAS ENVOLVIDAS NA COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS

Entre as 41 combinações da amostra, há 20 transações com pelo menos uma conexão (direta ou indireta) entre o conselho da adquirente e da empresa-vendedora. Em 10 das 20 transações conectadas há conexão de primeiro grau, e em 14 das 20 há conexão de segundo grau. Em 4 dessas combinações interligadas há ao mesmo tempo conexão de primeiro e segundo grau.

A Tabela 7 apresenta a distribuição das combinações de negócios por ano de anúncio e se havia *board interlocking*. Existe uma conexão entre a adquirente e a vendedora em cerca de 48,80% da amostra. Desse percentual, metade é *board interlocking* de primeiro grau e a outra metade de segundo grau.

TABELA 7 - COMBINAÇÕES POR ANO E POR VALOR EM REAIS E BOARD INTERLOCKING

Ano	N	Board interlocking de primeiro grau		Board interlocking de segundo grau		Transações não conectadas		Valor pago em transações conectadas	Valor pago em transações não conectadas	Valor total pago
		N	%	N	%	N	%			
2011	2	0	0	1	50%	1	50%	360.000.000	1.564.146.000	1.924.146.000
2013	2	0	0	1	50%	1	50%	3.446.273.000	372.650.000	3.818.923.000
2014	1	0	0	0	0	1	100%	0	2.737.372.000	2.737.372.000
2015	3	2	66,66%	2*	66,66%	0	0	19.179.197.000	0	19.179.197.000
2017	1	0	0	1	100%	0	0	545.976.000	0	545.976.000
2018	5	1	20%	2*	40%	3	60%	227.532.000	5.181.791.000	5.409.323.000
2020	4	1	25%	2*	50%	2	50%	275.303.000	19.744.061.000	20.019.364.000
2021	10	1	10%	2	20%	7	70%	6.629.956.000	52.997.778.000	59.627.734.000
2022	5	2	40%	2*	40%	2	40%	11.457.301.387	2.178.198.000	13.635.499.387
2024	7	3	42,85%	1	14,29%	3	42,85%	9.296.217.000	10.661.770.000	19.957.987.000
2025	1	0	0	0	0	1	100%	0	129.794.000	129.794.000
Total	41	10	24,39%	14*	34,15%	21	51,22%	R\$ 51.417.755.387	R\$ 95.567.560.000	R\$ 146.985.315.387
								34,98%	65,02%	100%

FONTE: A autora (2025).

*Em 4 das combinações interligadas há, ao mesmo tempo, conexão de primeiro e segundo grau.

O ano de 2024 foi o ano que teve mais combinações de negócios com ligações diretas, totalizando 3 das 7 combinações da amostra. Os anos de 2011, 2013, 2014, 2017 e 2025 não tiveram combinações com ligações diretas. Quanto às ligações indiretas, não houve apenas em 2014 e 2025. Nos demais anos houve 1

ligação indireta em 2011, 2013, 2017 e 2024; e em 2015, 2018, 2020, 2021 e 2022 houve 2 conexões indiretas em cada ano.

Em 2017, 100% das combinações realizadas tinham *board interlocking* de segundo grau. Em 2015, 66,66% das combinações tinham *board interlocking* de primeiro e segundo grau. Nos anos de 2011, 2013 e 2020, metade das combinações tinham *board interlocking* de segundo grau.

Quanto às combinações com *board interlocking* de primeiro grau, o ano de 2015 foi o mais representativo, chegando a corresponder 66,66% do total das combinações do ano. Em 2024 foi o segundo ano mais representativo para conexões de segundo grau, equivalendo a 42,85% do total do ano. Em resumo, houve combinações interligadas, seja de primeiro ou segundo grau, em todos os anos, menos 2014 e 2025.

Em termos de valores de negócios em reais, as transações conectadas representam 34,98% do volume total de transações de 2011 a 2025, ou seja, as combinações de negócios conectadas, seja por *board interlocking* direto ou indireto, movimentaram 51.400 bilhões de reais.

Com relação especificamente às combinações com *board interlocking* direto, movimentaram quase 29.100 bilhões de reais, o que representa 19,80% do total. Já em combinações com *board interlocking* indireto, houve a movimentação de 44.569 bilhões de reais. Desse valor, 22.249 bilhões de reais foram pagos em combinações que havia concomitantemente *board interlocking* direto e indireto.

A Tabela 8 demonstra a distribuição setorial da amostra com base no setor da adquirente. Os setores de energia, consumo básico e financeiro são os setores mais ativos em termos de número de aquisições: 13, 6 e 6, respectivamente. Observa-se o mesmo padrão para transações conectadas, em que ocorre o maior número de aquisições conectadas no setor de energia (6), seguido pelos setores de consumo básico (5) e financeiro (4).

TABELA 8 - DISTRIBUIÇÃO SETORIAL DA ADQUIRENTE E BOARD INTERLOCKING

Setor adquirente	N	<i>Board interlocking</i> de primeiro grau		<i>Board interlocking</i> de segundo grau		Transações não conectadas	
		N	Percentual	N	Percentual	N	Percentual
Imobiliário	1	0	0	0	0	1	100%
Energia	13	3	23,07%	3	23,07%	7	53,85%
Tecnologia	3	0	0	1	33,33%	2	66,66%
Consumo básico	6	1	16,66%	4	66,66%	2	33,33%

Produtos e serviços ao consumidor	4	2	50%	0	0	2	50%
Financeiro	6	2	33,33%	2	33,33%	3	50%
Saúde	2	1	50%	2	100%	0	0
Materiais	3	1	33,33%	2	66,66%	1	33,33%
Varejo	2	0	0	0	0	2	100%
Industrial	1	0	0	0	0	1	100%
Total	41	10	24,39%	14*	34,15%	21	51,22%

FONTE: A autora (2025).

* Em 4 dessas combinações interligadas há ao mesmo tempo conexão de primeiro e segundo grau.

A respeito do *board interlocking* direto, verifica-se que o fenômeno esteve presente em metade das aquisições feitas pelas empresas de produtos e serviços ao consumidor e pelas empresas do setor de saúde, e em apenas 16,66% das aquisições realizadas por empresas do consumo. Por fim, nas aquisições feitas por companhias do setor imobiliário, de tecnologia, varejo e materiais não houve.

Acerca da presença de *board interlocking* indireto, observou-se que esteve presente em todas as aquisições realizadas por empresas do setor de saúde e em 66,66% das aquisições realizadas por empresas do setor de consumo básico e de materiais. As adquirentes do setor de energia contaram com 23,07% de combinações com *board interlocking* de segundo grau. Finalmente, quando as adquirentes eram do setor imobiliário, de produtos e serviços ao consumidor, do varejo e da indústria, não houve combinações com ligações de segundo grau.

Em nenhuma combinação em que a adquirente era do setor imobiliário, de varejo e industrial houve ligações entre os conselhos.

Na sequência foram analisadas as quantidades de conselheiros interligados para formar o *board interlocking* direto e a quantidade conselheiros interligados para formar o *board interlocking* indireto.

TABELA 9 - QUANTIDADE DE CONSELHEIROS INTERLIGADOS

Estatísticas Informação	N	Quantidade de CN	Quantidade de CN em comum	Máx.	Mín.	Média	Mediana	Desvio-padrão
Quantidade de ligações diretas	18	10	4	3	1	1,80	2	0,92
Quantidade de ligações indiretas	30	14		7	1	2,14	1	1,99
TOTAL	48	20	4					

FONTE: A autora (2025).

LEGENDA: CN – Combinação de Negócios.

A partir da Tabela 9, observa-se que nas empresas adquirentes da amostra existem 18 conselheiros que estão diretamente ligados a empresa vendedora e assim, formam a variável do *board interlocking* direto. O máximo de conselheiros ligados diretamente com a vendedora por combinação é 3, enquanto o mínimo é 1. Em metade da amostra para cima são 2 conselheiros da adquirente ou mais que estão diretamente ligados na vendedora.

Nas ligações indiretas houve 30 ligações com empresas externas às combinações. Como mencionado no tópico 3.4 a forma de medir a variável do *board interlocking* indireto muda em relação a do *board interlocking* direto. O máximo de ligações indiretas por combinação foi 7, enquanto o mínimo foi 1. Em metade da amostra para cima são 1 conselheiro da adquirente ou mais que está indiretamente ligado na vendedora.

Por fim, a Tabela 10 apresenta a estatística descritiva das variáveis *board interlocking* direto e indireto. Observa-se que o percentual máximo de conselheiros da adquirente interligados diretamente com a empresa vendedora é 30% do total do conselho da adquirente. Para os conselhos que possuem ligações indiretas, a proporção máxima de ligações da adquirente com relação ao total de conselheiros é 36,84%. Analisando o mínimo de *board interlocking* direto e indireto, percebe-se que há conselhos de administração sem qualquer percentual de conselheiros interligados com a empresa vendedora ou em terceiras.

TABELA 10 - ESTATÍSTICA DESCRIPTIVA DO BOARD INTERLOCKING

Variável	Máximo	Mínimo	Média	Mediana	Desvio-padrão
BID	30%	0	3,45%	0	8,10%
BII	36,84%	0	3,84%	0	7,70%

FONTE: A autora (2025).

LEGENDA: BID – *Board Interlocking* Direto; BII – *Board Interlocking* Indireto.

Em média, a proporção de conselheiros da adquirente ligados diretamente com conselheiros da empresa vendedora é 3,45%. O desvio-padrão indica que a média da proporção de conselheiros da adquirente ligados diretamente com os da empresa vendedora pode variar 8,10% para cima ou para baixo. A estatística

descritiva para o *board interlocking* direto em Okazaki, Sawada e Yokoyama (2005) foi média de 7,26, mínimo de zero, desvio-padrão de 10 e máximo de 88%.

A média para o board interlocking indireto é 3,84%. O desvio-padrão indica que a média das ligações de segundo grau dessas combinações pode variar 7,70% para cima ou para baixo. Nota-se que para a amostra deste estudo o percentual de conexões em relação ao total de conselheiros é baixa, comparado a Okazaki, Sawada e Yokoyama (2005).

4.3 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS DE CONTROLE

Na Tabela 11, expõe-se a análise descritiva do tamanho da adquirente (TAM_AD), tamanho da empresa alvo (TAM_ALVO), endividamento da adquirente (END_AD), endividamento da empresa alvo (END_ALVO), contraprestação paga pelo negócio (CONTP), percentual do pagamento efetuado com ações (PGTO_AÇÕES), independência do conselho da empresa vendedora (IND_VEND), tamanho do conselho da adquirente (TAM_CA_AD) e tamanho do conselho da empresa-vendedora (TAM_CA_VEND), sendo variáveis de controle que isolam o efeito do *Board interlocking* na proporção de *Goodwill* em relação à contraprestação. As variáveis dicotômicas diversificação (DIV) e período de crise (CRISE) são analisadas na Tabela 12, adiante.

TABELA 11 - ESTATÍSTICA DESCRIPTIVA DAS VARIÁVEIS DE CONTROLE NÃO DICOTÔMICAS

Variáveis	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Obs
TAM_AD	22,996	23,327	1,705	17,958	26,25	41
TAM_ALVO	21,242	21,196	1,818	18,066	24,383	41
END_AD	57,37%	62,80%	19,70%	0,02%	91%	41
END_ALVO	54,30%	56,50%	25,20%	5,98%	94,30%	41
CONTP	20,466	20,808	2,451	10,736	24,458	41
PGTO_AÇÕES	43,90%	31,10%	45,10%	0	100%	41
IND_VEND	36,8%	37,5%	18,20%	0	80%	41
TAM_CA_AD	9,268	8	4,764	5	29	41
TAM_CA_VEND	9,292	8	4,930	3	30	41

FONTE: A autora (2025).

LEGENDA: TAM_AD – Tamanho da Adquirente; TAM_ALVO – Tamanho da empresa-alvo; END_AD – Endividamento da adquirente; END_ALVO – Endividamento da empresa-alvo; CONTP – Contraprestação; PGTO_AÇÕES – Emissão de ações dividido pela contraprestação; IND_VEND –

Independência do conselho de administração da empresa vendedora; TAM_CA_AD – Tamanho do conselho da adquirente; TAM_CA_VEND – Tamanho do conselho da empresa vendedora.

As informações da Tabela 11 indicam que quanto ao tamanho das empresas adquirentes (TAM_AD) a média foi 22,99 que equivale ao montante de 27.781 bilhões de reais. A menor empresa da amostra tem um ativo de 17,95 que equivale ao montante de 63 milhões de reais. Já a maior empresa da amostra possui um ativo total de 26,25 que equivale a 253.266 bilhões de reais. Por fim, ao observar a mediana, percebe-se que metade da amostra tem ativo de 23,32 ou 13.519 bilhões de reais ou acima.

Sobre o tamanho da empresa-alvo (TAM_ALVO), a média dos seus ativos foi 21,24 que equivale 6.124 bilhões de reais. A empresa-alvo que apresentou o menor tamanho possui ativo de 18,06 que equivale a 70.140 milhões de reais. A empresa com maior tamanho possui um ativo de 24,38 que equivale a 38.863 bilhões de reais. Ao observar a mediana, verifica-se que metade da amostra tem ativo de 21,19 ou 2.029 bilhões de reais ou acima desse valor.

Quanto ao endividamento da adquirente (END_AD). verifica-se que em média o passivo das empresas representa 57,37% dos seus ativos. A adquirente menos endividada possui endividamento de 0,02%, o que significa que para R\$ 5.000,00 de ativos apenas R\$ 1,00 é passivo. A empresa mais endividada tem seus passivos representando 91% dos ativos. A mediana indica que metade da amostra possui 62,80% ou mais de endividamento e a outra metade 62,80% ou menos.

Em média as empresas-alvo são menos endividadas que as adquirentes: possuem média de 54,30% de endividamento (END_ALVO). O percentual mínimo de endividamento para elas foi 5,98% e o máximo 94,30%. Os extremos das empresas-alvo são maiores que os da adquirente. Em termos de mediana, verifica-se que metade da amostra tem 56,50% de endividamento ou mais, e a outra metade 56,50% ou menos.

Com relação ao total de contraprestação paga (CONTP) pela combinação de negócios, observou-se que, em média, totalizou 20,46 que equivale a 35.850 bilhões de reais. O menor valor pago foi 10,73 equivalente a 46 mil reais. Já o valor máximo pago foi 24,45 que é equivalente a 41.887 bilhões de reais. A mediana indica que metade da amostra pagou 20,80 ou 618.155 milhões de reais ou mais nas combinações e outra metade 618.155 milhões de reais ou menos.

No que diz respeito ao percentual da contraprestação pago em ações (PGTO_AÇÕES) a média foi 43,90%. A mediana indica que metade da amostra pagou 31,10% ou mais da contraprestação em emissão de ações, e outra metade 31,10% ou menos. Houve adquirentes que pagaram a contraprestação apenas em dinheiro e adquirentes em que a contraprestação foi totalmente (100%) em ações.

Acerca das variáveis relacionadas ao conselho de administração, a média da independência da empresa vendedora (IND_VEND) é 36,8%, que significa que, em média, os conselheiros independentes que atuam no conselho de administração das empresas vendedoras representam 36,80% do total dos conselheiros. Há conselhos sem nenhum conselheiro independente e em contrapartida, o máximo de independência encontrado foi 80%.

Concernente ao tamanho do conselho de administração da adquirente (TAM_CA_AD), percebe-se que em média a quantidade é de 9,26 conselheiros. O menor conselho tem 5 membros e o máximo tem 29, indicando um grande conselho de administração. Já o tamanho do conselho da vendedora (TAM_CA_VEND) possui em média 9,29 conselheiros. O menor conselho das empresas-vendedoras tem 3 membros e o maior chega a ter 30.

Para finalizar a análise da estatística descritiva das variáveis de controle, a Tabela 12 apresenta os dados da variável DIV e CRISE que são dicotômicas. Os anos com PIB negativo (CRISE) foram 2015 e 2020. Nesses anos de recessão houve 7 combinações de negócios, que representaram 17,07% da amostra. Das 7 combinações, 5 (71,43%) tiveram *board interlocking*.

TABELA 12 - ESTATÍSTICA DESCRIPTIVA DAS VARIÁVEIS DICOTÔMICAS

Ano	Combinações	Diversificação (DIV)		Crise (CRISE)	
		Combinações	Board interlocking	Anos de crise	Board interlocking
2011	2	0		Não	
2013	2	0		Não	
2014	1	0		Não	
2015	3	1	1	Sim	3
2017	1	0		Não	
2018	5	1	0	Não	
2020	4	0		Sim	2
2021	10	4	2	Não	
2022	5	0		Não	
2024	7	2	0	Não	

2025	1	1	0	Não	
Total	41 (100%)	9 (21,95%)	3 (33,33%)	2	5 (71,43%)

FONTE: A autora (2025).

Sobre a variável de diversificação, que assume 1 quando a empresa adquirente e a empresa-objeto são de setores econômicos distintos, houve apenas 9 combinações com diversificação, o que representa 21,95% do total da amostra. Foram nos anos de 2015, 2018, 2021, 2024 e 2025 que ocorreu pelo menos uma combinação entre setores diversificados.

O ano de 2021 foi o ano que mais teve combinações diversificadas, totalizando 4, o que representa 40% do total das combinações daquele ano. Na sequência, em 2024 houve duas combinações diversificadas. O fenômeno *board interlocking* esteve presente em apenas 3 combinações diversificadas, sendo uma em 2015 e outras duas em 2024.

Para verificar a normalidade das variáveis independentes foram realizados os testes de Shapiro-Wilk e o Skewness/Kurtosis. Essa informação é importante para definir os modelos de correlação e regressão mais apropriados. A Tabela 13 apresenta os resultados dos testes:

TABELA 13 - TESTES DE NORMALIDADE DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES

Variável	Shapiro-Wilk		Skewness/Kurtosis				
	Estat	p-valor	Estat Assimetria	p-valor	Estat Curtose	p-valor	p-valor conjunto
BID	0,677	0,000	2,622	0,000	8,721	0,000	0,000
BII	0,694	0,000	2,719	0,000	10,605	0,000	0,000
TAM_AD	0,962	0,194	-0,599	0,090	3,324	0,367	0,142
TAM_ALVO	0,959	0,154	0,001	0,995	1,842	0,006	0,035
END_AD	0,945	0,049	-0,732	0,043	3,617	0,216	0,067
END_ALVO	0,962	0,186	-0,258	0,447	2,226	0,232	0,344
PGTO_AÇÕES	0,930	0,015	0,237	0,485	1,230	0,000	0,000
CONTP	0,876	0,000	-1,634	0,000	7,435	0,000	0,000
TAM_CA_AD	0,735	0,000	2,292	0,000	8,827	0,000	0,000
TAM_CA_VEND	0,790	0,000	2,284	0,000	9,622	0,000	0,000
IND_VEND	0,977	0,567	-0,019	0,953	3,197	0,460	0,754

FONTE: A autora (2025).

LEGENDA: BID – *Board Interlocking* Direto; BII – *Board Interlocking* Indireto; TAM_AD – Tamanho da Adquirente; TAM_ALVO – Tamanho da empresa-alvo; END_AD – Endividamento da adquirente; END_ALVO – Endividamento da empresa-alvo; CONTP – Contraprestação; PGTO_AÇÕES – Emissão de ações dividido pela contraprestação; IND_VEND – Independência do conselho de

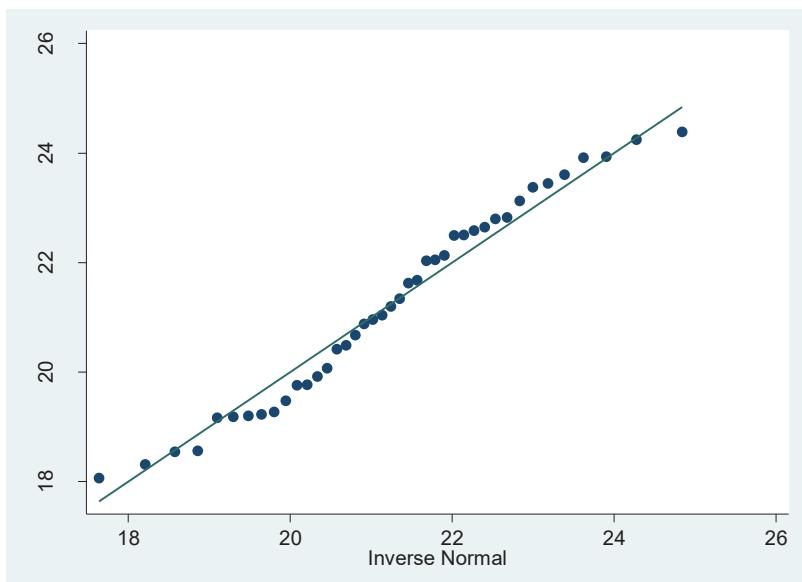
administração da empresa vendedora; TAM_CA_AD – Tamanho do conselho da adquirente; TAM_CA_VEND – Tamanho do conselho da empresa vendedora.

As variáveis são consideradas com distribuição normal se o p-valor dos testes de Shapiro Wilk e Skewness/Kurtosis for maior que 0,05. Inicialmente, já se rejeita a hipótese nula do teste de que a amostra segue distribuição normal para as seguintes variáveis: BID, BII, CONTP, TAM_CA_AD, TAM_CA_VEND. Por outro lado, não é possível rejeitar a hipótese nula para as variáveis: TAM_ALVO, END_ALVO e IND_VEND.

Para as demais variáveis houve um conflito de diagnósticos, pois ao mesmo tempo o teste de Shapiro-Wilk foi maior que 0,05 e o de Skewness/Kurtosis não. Por esse motivo, optou-se por analisar os gráficos de distribuição normal das variáveis TAM_ALVO, END_AD e PGTO_AÇÕES. Hair et al (2009) afirmam que o pesquisador deve utilizar testes gráficos e testes estatísticos para avaliar o grau real de desvio da normalidade, principalmente em amostras pequenas.

O Gráfico 6 apresenta a distribuição da variável que representa o tamanho da empresa-alvo. Os pontos seguem de maneira bastante linear a linha diagonal, indicando que os quantis observados da variável estão muito próximos dos quantis esperados sob distribuição normal. Há um leve afastamento da linha nas caudas, tanto no início, quanto no final, porém, esse desvio é considerado pequeno, sugerindo apenas leve assimetria ou curtose.

GRÁFICO 6 - DISTRIBUIÇÃO DA VARIÁVEL TAM_ALVO

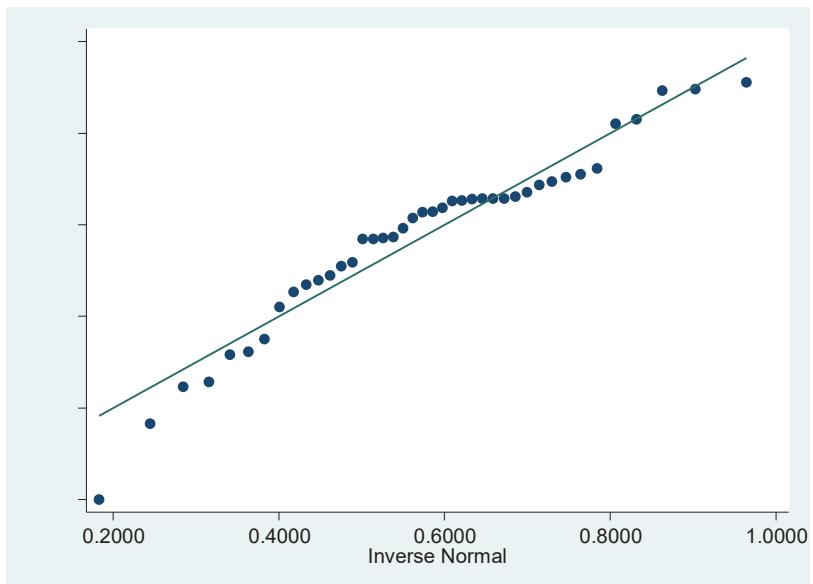


FONTE: A autora (2025).

LEGENDA: TAM_ALVO – Tamanho da empresa-alvo.

O Gráfico 7 apresenta a distribuição da variável que representa o endividamento da adquirente. Os pontos na região intermediária ficam próximos da linha, mostrando que a maior parte dos valores não se afasta muito da normalidade, o que indica que a distribuição não é completamente anômala. No entanto, alguns pontos na cauda inferior estão bem abaixo da linha teórica, sugerindo assimetria positiva. Na cauda superior os pontos também se afastam da linha, indicando que os valores mais altos de endividamento são mais elevados que o esperado sob normalidade.

GRÁFICO 7 - DISTRIBUIÇÃO DA VARIÁVEL END_AD

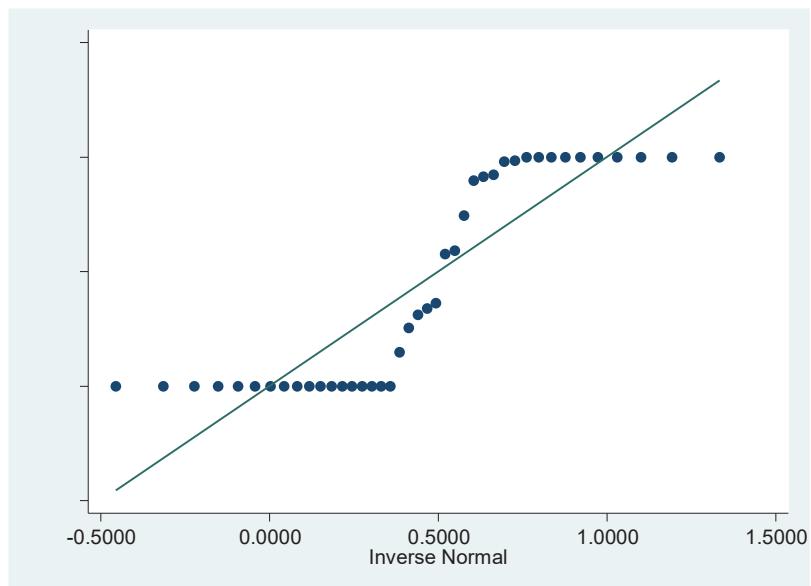


FONTE: A autora (2025).

LEGENDA: END_AD – Endividamento da adquirente.

O Gráfico 8 apresenta a distribuição da variável PGTO_AÇÕES. Percebe-se que os pontos não seguem a linha teórica e que do lado esquerdo diversos pontos estão empilhados próximos do zero. Na parte intermediária do Gráfico 8 há pequenos degraus como se houvesse poucos valores distintos, sugerindo que a variável tem pouca variação. Além disso, os pontos da direita sobem muito acima da linha. Nesse caso, rejeita-se a hipótese nula de distribuição normal dos dados da variável.

GRÁFICO 8 - DISTRIBUIÇÃO DA VARIÁVEL PGTO_AÇÕES



FONTE: A autora (2025).

LEGENDA: PGTO_AÇÕES – Emissão de ações dividido pela contraprestação.

Por ter sido rejeitada a hipótese nula de que a distribuição dos dados segue distribuição normal em 6 variáveis da pesquisa, o teste de correlação utilizado será o de Spearman, que se adequa bem a variáveis que violam a normalidade. O coeficiente de Spearman é uma medida não paramétrica que não é sensível a assimetrias na distribuição e, portanto, não exige que os dados derivem de populações normais (Siegel & Castellan Jr., 2006).

4.4 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

Antes de realizar a análise inferencial, é importante verificar se as variáveis avaliadas do modelo estão relacionadas por meio de um teste de correlação. Em função disso, submeteu-se a variável dependente, independentes de interesse e independentes de controle ao teste de correlação de Spearman, como demonstrado na Tabela 14.

TABELA 14 - MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE SPEARMAN

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
(1) G/CO	1													
(2) BID	-,084	1												
(3) BII	,160	,096	1											
(4) TAM_AD	-,025	,316*	,106	1										
(5) TAM_ALVO	-,009	-,017	-,077	,512**	1									
(6) END_AD	-,235	,094	-,196	,344*	,130	1								
(7) END_ALVO	,070	-,233	,122	,440**	,051	1								
(8) PGTO_AÇÕES	,174	-,023	,028	,115	,274	-,104	1							
(9) CONTP	,236	-,007	,013	,459**	,787**	-,008	,414**	1						
(10) TAM_CA_AD	,158	,028	,194	,052	,049	-,051	,191	-,100	-,019	1				
(11) TAM_CA_VEND	-,069	,236	,112	,000	-,008	,003	-,216	-,307	-,031	,392*	1			
(12) IND_VEND	,072	,077	,039	,030	,109	-,142	-,177	-,005	,183	-,094	,068	1		
(13) DIV	,313*	-,046	-,253	-,194	,055	-,229	,110	,212	,110	-,215	-,366*	-,002	1	
(14) CRISE	,388*	,167	,237	,022	,115	-,033	-,038	-,104	,192	-,203	-,017	,198	-,084	1

FONTE: A autora (2025).

LEGENDA: G/CO – *Goodwill* dividido pela contraprestação; BID – *Board Interlocking* Direto; BII – *Board Interlocking* Indireto; TAM_AD – Tamanho da Adquirente; TAM_ALVO – Tamanho da empresa-alvo; END_AD – Endividamento da adquirente; END_ALVO – Endividamento da empresa-alvo; CONTP – Contraprestação; PGTO_AÇÕES – Emissão de ações dividido pela contraprestação; IND_VEND – Independência do conselho de administração da empresa vendedora; TAM_CA_AD – Tamanho do conselho da empresa vendedora; DIV – Diversificação da combinação.

*. A correlação é significativa no nível de 0,05 (2 extremidades).

**. A correlação é significativa no nível de 0,01 (2 extremidades).

Com relação a variável dependente *goodwill* sobre contraprestação, verifica-se que as variáveis diversificação (p-valor 0,047) e crise (p-valor 0,012) foram positivas e significativas a um nível de 5%. Os resultados iniciais indicam que quando a adquirente realiza uma combinação de negócios com uma empresa de setor diferente do seu tende a registrar um maior nível de *goodwill* na transação. Esse achado vai de encontro a Bugeja e Loyeung (2015) e Shalev, Zhang e Zhang (2013) que afirmavam que são as combinações entre empresas do mesmo setor que tendem a ter mais sinergias operacionais e por esse motivo, o *goodwill* seria maior.

Em combinações de negócios que ocorrem em períodos de crise, o resultado da correlação sugere que empresas adquirentes que efetuaram combinações em anos de recessão há a tendência de dar um peso maior ao *goodwill*. Esse resultado corrobora Magnanelli, Nasta e Ramazio (2022), que em durante períodos de crise os valores pagos a mais em fusões e aquisições são maiores do que em períodos de crescimento.

Quanto ao *board interlocking* direto, apenas o tamanho da adquirente (p-valor 0,044) apresentou relação positiva e significativa a um nível de 5%. Esse resultado sugere que em contextos de combinação de negócios, empresas maiores tendem a compartilhar mais conselheiros com as empresas vendedoras.

No que se refere ao tamanho da adquirente, diversas variáveis tiveram relação significativa. Primeiramente, o tamanho do alvo (p-valor 0,001) e o pagamento em ações (p-valor 0,003) apresentaram relação positiva e significativa a um nível de 1%. Esses resultados sugerem que empresas adquirentes maiores tem uma tendência de fazer combinações de negócios com empresas grandes. Além disso, quando a adquirente de uma combinação de negócios é uma empresa grande há a tendência da proporção da contraprestação paga em ações ser mais representativa. A terceira variável que teve relação significativa com o tamanho da adquirente foi o endividamento da adquirente (p-valor 0,028) a um nível de 5%. Esse resultado indica que empresas maiores tendem a ter maior nível de endividamento.

Duas variáveis tiveram relação positiva e significativa com o tamanho da empresa-alvo, foram elas: endividamento da empresa-alvo (p-valor 0,004) e o valor da contraprestação (p-valor 0,000) a um nível de 1%. Sugere-se que empresas maiores tendem a ter maior nível de endividamento, assim como mencionado anteriormente com as adquirentes. Quanto à contraprestação, há uma tendência de

a adquirente desembolsar maior valor monetário para adquirir empresas maiores em combinações de negócios.

Apenas a variável contraprestação (p-valor 0,007) teve relação significativa e positiva com o pagamento em ações a um nível de 1%. O resultado indica que quando o valor desembolsado em uma combinação de negócios é maior, há uma predisposição para que haja pagamento com emissão de ações pela adquirente.

As variáveis tamanho do conselho da adquirente e tamanho do conselho da empresa vendedora (p-valor 0,011) tiveram relação positiva e significativa a um nível de 5%. Pode-se sugerir que empresas com conselhos maiores tendem a negociar com empresas que também possuam conselhos mais numerosos.

Por fim, houve relação positiva e significativa entre a variável de diversificação e tamanho do conselho da vendedora (p-value 0,018) a um nível de 5%. A correlação indica que quanto mais conselheiros no conselho de administração da empresa vendedora, maior é a probabilidade de a transação envolver empresas de setores diferentes.

Com relação às correlações entre as variáveis independentes de interesse e independentes de controle, ressalta-se que a mais significativa ($p = 0,787$; valor- $p < 0,000$) ocorreu entre a contraprestação paga e o tamanho da empresa alvo. Por esse motivo, todas as correlações entre as variáveis independentes apresentam valor de p inferior a 0,80 indicando não haver indicação de colinearidade substancial. A presença de elevadas correlações (geralmente 0,90 ou maiores) é a primeira indicação de colinearidade substancial (Hair et al, 2009).

4.5 ESTATÍSTICAS INFERENCIAIS

Nesta seção, apresentam-se as análises inferenciais estimadas para analisar, a partir ótica da Teoria da Dependência de Recursos, em que medida o *board interlocking* influencia na proporção do *goodwill* em relação a contraprestação paga em operações de combinações de negócios.

Primeiramente foi verificado se o modelo atendia aos pressupostos da regressão multivariada que é a normalidade dos resíduos; inexistência de multicolinearidade; inexistência de heteroscedasticidade dos resíduos e inexistência de autocorrelação.

Para testar a normalidade dos resíduos foi utilizado o teste de Shapiro-Wilk. Para testar multicolinearidade, o modelo foi avaliado por meio do teste de Variance Inflation Factor (VIF). A heteroscedasticidade foi testada por meio do teste de Breusch-Pagan e a autocorrelação com o teste de Durbin-Watson. Os resultados dos testes podem ser observados na Tabela 15.

TABELA 15 - TESTES PARA ATENDIMENTO DE PRESSUPOSTOS

Teste	Variáveis	Estatística do teste	Sig	Resultado
Shapiro Wilk	Resíduos da regressão	0,951	0,076	Não rejeita a hipótese de que os resíduos são normais.
Breusch-Pagan	Resíduos da regressão	2,60	0,1068	Não rejeita a hipótese de que os resíduos são homoscedásticos.
Durbin-Watson	Resíduos da regressão	2,171974	-	Não há autocorrelação serial dos resíduos.
Variance Inflation Factor	Variáveis	VIF	1/VIF	Resultado
	TAM_ALVO	3,89	0,2572	Inexistência de multicolinearidade.
	END_ALVO	3,06	0,3265	
	CONTP	2,78	0,3600	
	TCA_AD	2,68	0,3732	
	TAM_AD	2,48	0,4027	
	TCA_VENDED	2,30	0,4342	
	BII_GERAL	1,85	0,5399	
	PGTO_AÇÃO	1,77	0,5655	
	BID	1,62	0,6155	
	DIV	1,62	0,6185	
	END_AD	1,59	0,6275	
	CRISE	1,36	0,7370	
	IND_VEND	1,23	0,8160	
	Média VIF	2,17		

FONTE: A autora (2025).

LEGENDA: Board Interlocking Direto; BII – Board Interlocking Indireto; TAM_AD – Tamanho da Adquirente; TAM_ALVO – Tamanho da empresa-alvo; END_AD – Endividamento da adquirente; END_ALVO – Endividamento da empresa-alvo; CONTP – Contraprestação; PGTO_AÇÕES – Emissão de ações dividido pela contraprestação; IND_VEND – Independência do conselho de administração da empresa vendedora; TAM_CA_AD – Tamanho do conselho da adquirente; TAM_CA_VEND – Tamanho do conselho da empresa vendedora; DIV – Diversificação da combinação.

Quanto à normalidade dos resíduos, o p-valor do teste de Shapiro-Wilk foi 0,076 o que aponta que não é possível rejeitar a hipótese nula de que os resíduos possuem distribuição normal. Com relação a homoscedasticidade dos resíduos, o p-

valor de 0,1068 do teste de Breusch-Pagan indica que não há como rejeitar a hipótese de que os resíduos são homoscedásticos.

O valor do teste Durbin-Watson totalizou 2,17 o que significa que não há problema de autocorrelação serial dos resíduos. Por fim, o VIF para todas as variáveis foi menor do que 10, o que comprova a inexistência de multicolinearidade. Uma referência de corte muito comum é um valor de tolerância de 0,10, o que corresponde a um valor VIF de 10 (Hair et al, 2009).

A proporção da contraprestação reconhecida como *Goodwill* é a variável dependente (G/CO) que possui valores iguais a zero em algumas observações, naquelas em que as combinações não geraram reconhecimento de *Goodwill*. Portanto, utilizou-se a regressão Tobit censurada à esquerda pois adequa melhor amostras com dados censurados do que o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) (Poramapojn & Wiboonchutikula, 2024). O modelo Tobit usa a estimativa de máxima verossimilhança para produzir parâmetros estimados não enviesados (Poramapojn & Wiboonchutikula, 2024).

Os resultados encontrados nas regressões com base nos métodos MQO e Tobit são semelhantes (ver Tabela 18) mas como esperado, a magnitude dos coeficientes estimados com base no método MQO é menor devido aos problemas associados à regressão censurada. No entanto, os métodos MQO e Tobit apresentam as mesmas variáveis com efeitos estatisticamente significantes na proporção do *goodwill* em relação a contraprestação e inclusive, o mesmo sinal. Poramapojn e Wiboonchutikula (2024) também encontraram resultados semelhantes quando compararam modelos de regressão com métodos de estimativa MQO, Tobit e Heckman.

Na Tabela 16, apresentam-se os resultados dos modelos MQO e Tobit que testam a influência do *board interlocking* na proporção do *goodwill* em relação a contraprestação paga em operações de combinações de negócios. Apesar do método Tobit se adequar melhor à variável dependente do modelo deste estudo, optou-se por apresentar adicionalmente a regressão MQO como forma de dar robustez aos resultados. De início observa-se que o método Tobit apresentou coeficiente mais forte para 4 das 5 variáveis que foram significantes, em comparação o método MQO.

TABELA 16 - EFEITO DO BOARD INTERLOCKING NA G/CO

Variável	MQO				Tobit						
	Coef. (β)	Erro Padrão	t	p-valor	Coef. (β)	Erro Padrão	t	p-valor			
BID	-1,188*	0,541	-2,2	0,037	-1,661*	0,709	-2,3	0,027			
BII	-0,675	0,608	-1,1	0,277	-0,478	0,651	-0,7	0,469			
TAM_AD	0,079*	0,032	2,5	0,019	0,078*	0,034	2,3	0,029			
TAM_ALVO	-0,088*	0,038	-2,4	0,026	-0,134**	0,048	-2,8	0,009			
END_AD	-0,209	0,221	-0,9	0,354	-0,096	0,237	-0,4	0,688			
END_ALVO	0,05	0,24	0,21	0,835	0,221	0,271	0,81	0,422			
PGTO_ACÕES	0,152	0,102	1,49	0,148	0,169	0,113	1,49	0,148			
CONTP	0,026	0,024	1,09	0,284	0,056	0,035	1,58	0,124			
IND_VEND	0,134	0,21	0,64	0,53	0,245	0,239	1,02	0,315			
TAM_CA_AD	0,009	0,012	0,75	0,459	0,009	0,012	0,72	0,477			
TAM_CA_VEND	0,006	0,011	0,53	0,603	0,006	0,011	0,55	0,59			
DIV	0,217*	0,105	2,07	0,048	0,273*	0,112	2,42	0,022			
CRISE	0,321**	0,106	3,03	0,005	0,392**	0,113	3,45	0,002			
Constante	-0,391	0,569	-0,7	0,498	-0,308	0,61	-0,5	0,617			
				Obs	41						
				F(13, 27)	2,26						
				Prob > F	0,035						
				R ²	0,521						
				R ² Ajustado	0,290						
								Obs	41		
								LR chi ² (13)	30,06		
								Prob > chi ²	0,004		
								Pseudo R ²	0,696		

FONTE: A autora (2025).

LEGENDA: G/CO – *Goodwill* dividido pela contraprestação; BID – *Board Interlocking* Direto; BII – *Board Interlocking* Indireto; TAM_AD – Tamanho da Adquirente; TAM_ALVO – Tamanho da empresa-alvo; END_AD – Endividamento da adquirente; END_ALVO – Endividamento da empresa-alvo; CONTP – Contraprestação; PGTO_ACÕES – Emissão de ações dividido pela contraprestação; IND_VEND – Independência do conselho de administração da empresa vendedora; TAM_CA_AD – Tamanho do conselho da adquirente; TAM_CA_VEND – Tamanho do conselho da empresa vendedora; DIV – Diversificação da combinação.

*. A correlação é significativa no nível de 0,05 (2 extremidades).

**. A correção é significativa no nível de 0,01 (2 extremidades).

Verifica-se que segundo a estatística F do teste ANOVA, o modelo MQO é significante (Prob>F 0,035), apresentando um R² de 0,521. Entende-se que as variáveis em conjunto explicam 52,10% da proporção do *goodwill* em relação a contraprestação (Fávero & Belfiore, 2017). Por outro lado, o R² Ajustado considera o número de variáveis independentes incluídas na equação de regressão e o tamanho da amostra, e pode cair se as variáveis independentes acrescentadas tiverem pouco poder de explicação ou se os graus de liberdade se tornarem muito pequenos (Hair et al, 2009). Nesse sentido, o R² Ajustado para o presente modelo foi 0,29, o que

significa que as variáveis em conjunto, na verdade, explicam 29% da variável dependente.

Quanto às estatísticas do modelo Tobit, o teste de razão de verossimilhança indica que o conjunto de variáveis independentes é estatisticamente significativo ($\chi^2(13) = 30,06$; $p = 0,004$). Apesar de não ser comparável ao R^2 da MQO, o pseudo R^2 de 0,696 da Tobit sugere que o modelo tem boa capacidade de explicar a variação na variável latente proporção do *goodwill* em relação a contraprestação.

A primeira hipótese defende que o *board interlocking* de primeiro grau entre empresa adquirente e vendedora exerce um efeito benéfico para a adquirente, reduzindo a proporção de *goodwill* em relação à contraprestação paga da combinação de negócios.

Os resultados apresentados na Tabela 16 evidenciam que em ambos os modelos as ligações diretas entre conselheiros das empresas adquirentes e vendedoras estão negativa e significativamente relacionadas com a participação relativa do *goodwill* na aquisição (MQO = Coef.: -1,188; valor-p<0,037; Tobit = Coef.: -1,661; valor-p<0,027). Esse resultado mostra que possuir relações entre empresa adquirente e vendedora através do seu conselho de administração, é benéfico para a adquirente a ponto de o valor pago em excesso em uma combinação de negócios entre elas ser menor em relação ao total pago.

À luz da Teoria da Dependência de Recursos, a relação negativa encontrada entre os laços diretos de conselheiros e a participação relativa do *goodwill* pode ser interpretada como evidência de que esses vínculos reduzem a dependência informacional da adquirente em relação à empresa vendedora. A TDR argumenta que as ligações entre conselheiros funcionam como mecanismos de acesso a recursos críticos, diminuindo incertezas e riscos associados a transações complexas. Assim, quando adquirente e vendedora compartilham membros de conselho, a assimetria de informação é mitigada, a capacidade de avaliação do valor justo da firma-alvo aumenta, e a necessidade de pagar prêmios elevados diminui.

Dessa forma, o menor *goodwill* observado nas aquisições com laços diretos entre conselhos é coerente com a lógica central da TDR: organizações estabelecem conexões estratégicas para reduzir dependência, fortalecer sua posição nas relações interorganizacionais e evitar pagamentos excessivos decorrentes da falta de informação ou poder de barganha.

O achado contribui para as discussões trazidas por Nguyen, Zhu, Jung e Kim (2022) e Cai e Sevilir (2012). O *board interlocking* com a empresa adquirida fornece ao adquirente uma noção mais precisa do valor do alvo, gerando um efeito negativo no prêmio de aquisição (Nguyen, Zhu, Jung & Kim, 2022). Isso quer dizer que, muito além de apenas considerar o laudo fornecido pela consultoria contratada para avaliar os ativos e passivos do alvo, e analisar informações disponíveis ao público, empresas com *board interlocking* direto teria acesso a informações internas e contextuais sobre a real situação da adquirida, reduzindo a assimetria informacional. Esse conhecimento mais acurado dos conselheiros permite negociar termos mais favoráveis e evitar a sobrevalorização do alvo, resultando em um menor reconhecimento proporcional de *goodwill* na transação.

Executivos conectados diretamente teriam mais informações do que comparado aos não conectados, o que leva a adquirente a ter maior poder de negociação, além de diminuir a capacidade da empresa-alvo de pedir um prêmio maior (Cai & Sevilir, 2012), já que se tem grande conhecimento a respeito daquela. Possuir *board interlocking* direto também poderia melhorar a comunicação entre os conselhos das empresas e a compreensão de uma empresa sobre a outra (Cai & Sevilir, 2012), pois os conselheiros interligados conhecem, encontram e, provavelmente, mantém contato tanto com os demais conselheiros da adquirida e da adquirente, bem como com os próprios diretores, além disso, em conselhos interligados há influência daqueles que conhecem ambas as empresas sobre os demais conselheiros na hora de tomar decisões.

As evidências complementam os achados de Renneboog e Zhao (2014), Zhang (2016) e Barros (2017) que já forneceram indícios que possuir *board interlocking* direto entre as empresas adquirente e vendedora facilita as negociações de alguma forma. Os autores verificam que há maior probabilidade de empresas conectadas realizarem combinações entre si (Zhang, 2016; Barros, 2017) e maior probabilidade de a transação ser concluída com sucesso, além de precisar de menos tempo para finalizar as negociações (Renneboog & Zhao, 2014).

Nesse sentido, Renneboog e Zhao (2014), Zhang (2016) e Barros (2017) já davam indícios sobre os benefícios trazidos pelas ligações diretas entre alvo e adquirente em situações de combinação de negócios, e os presentes achados reforçam o que agora vem sendo apontado a partir de uma outra ótica: a de que o *board interlocking* direto impacta negativamente no percentual de *goodwill* da

operação, o que para a empresa adquirente é algo positivo, pois reduzirá riscos de sobrevalorização dos ativos adquiridos e contará com informações estratégicas que facilitam a integração pós-aquisição, diminuindo incertezas e fortalecendo a captura de sinergias. Tudo isso vai ao encontro do que Demirtas (2017) abordou sobre o papel consultivo do conselho de administração, que orienta a gestão durante o complexo processo de combinação de negócios (Demirtas, 2017).

Os resultados da influência do *board interlocking* direto na quota de *goodwill* sobre o preço pago em combinações de negócios também dão suporte às inquietações manifestadas por Boennen e Glaum (2014) e Bugeja e Loyeung (2015). Para Bugeja e Loyeung (2015), a posição da empresa adquirente também poderia explicar o valor do ágio reconhecido, mas estudos não estavam abordando o tema sob essa perspectiva. Os resultados da presente pesquisa demonstram que se a empresa adquirente tem ligações diretas com a empresa vendedora isso exerce um efeito na parcela do *goodwill* na contraprestação, o que demonstra que a posição da adquirente explica o valor do ágio reconhecido.

Boennen e Glaum (2014) afirmaram que havia necessidade de mais pesquisas sobre como gestores usam seu poder na alocação das contraprestações, já que uma parte considerável é alocada como *goodwill*. Eles consideraram que a pesquisa sobre o assunto era insuficiente, em parte porque as divulgações relativas às combinações de negócios são incompletas e, se fornecidas, de utilização limitada porque são difíceis de comparar (Boennen & Glaum, 2014). Os achados do presente estudo preenchem parte dessa preocupação dos autores, visto que foi possível encontrar que conselhos de administração interligados tem poder de impactar na intensidade do *goodwill* nessas transações.

A partir dos resultados apresentados na Tabela 16, não se rejeita a H1 para o efeito do *board interlocking* direto na proporção de *goodwill* em relação à contraprestação. Isso ocorre porque quanto mais ligações diretas existentes entre o conselho de administração da adquirente e da vendedora menor é a proporção de *goodwill* que é alocada na adquirente. Essa não rejeição da hipótese contribui diretamente para a Teoria da Dependência de Recursos, pois sugere que o conselho que é interligado é uma fonte de recursos para a empresa, seja no sentido de diminuição de custos em uma combinação de negócios, seja como possuidor de informações privadas, facilitador de negociações ou como canal de comunicação

entre a adquirida e vendedora que é capaz de diminuir o peso do *goodwill* em relação ao total da contraprestação paga na operação de combinação de negócios.

Desse modo, os resultados permitem afirmar que Teoria da Dependência de recursos está alinhada com o entendimento que as ligações diretas existentes entre o conselho de administração da adquirente e da vendedora, no contexto de combinações de negócios, afeta a proporção de *goodwill* em relação à contraprestação. O conselho de administração pela ótica da Teoria da Dependência de Recursos busca a maximização de recursos (Kreuzberg & Vicente, 2021) e traz como benefícios informação na forma de aconselhamento e orientação, acesso a canais de informação entre a empresa e contingências ambientais, acesso preferencial a recursos e legitimidade (Pfeffer & Salancik, 1978). A Teoria da Dependência de Recursos tem destacado que as conexões entre os profissionais do conselho de administração são um meio para as empresas reduzirem incertezas do ambiente, pois o *board interlocking* facilita o gerenciamento e o controle do fluxo dos mais variados recursos (Ribeiro, Consoni & Colauto, 2018).

Manter conselhos interligados pode ser fácil pelo fato de que empresas podem instituir conselhos consultivos ou diretorias e incluir neles membros externos. A companhia tem poder discricionário e escolhe representantes do ambiente conforme a dependência exigir (Pfeffer & Salancik, 2003). A partir do resultado evidenciado entre *board interlocking* direto e proporção do *goodwill* em relação a contraprestação, empresas poderão escolher nomear conselheiros específicos para seus conselhos, conforme seus objetivos de curto e médio prazo, principalmente se estiverem planejando efetuar alguma combinação de negócios.

Merece especial atenção o destaque de que os resultados apresentados demonstram que é benéfico para as adquirentes possuírem conexões de primeiro grau com a empresa vendedora em combinações de negócios, porque essas conexões impactam no percentual de *goodwill* que será reconhecido contabilmente. No entanto, este resultado pode gerar debates relacionados à forma de contabilização de combinações de negócios com essas características. Todas as adquirentes analisadas neste estudo contabilizaram suas aquisições conforme o CPC 15, ou seja, pelo método de aquisição. Sabe-se que o CPC 15 se aplica somente às aquisições que ocorrem entre partes independentes, porém, nas 10 combinações que possuíam *board interlocking* direto, manteve-se a independência entre as partes?

Os resultados sugerem influência dos conselheiros interligados no valor que será atribuído como expectativa de rentabilidade futura. O CPC 15 estabelece que a combinação de negócios deve ser baseada em uma negociação justa, algo que, em condições de falta de independência, pode ser questionado. Ou seja: quando não há independência faz sentido reconhecer *goodwill* baseado em suposto valor de mercado, mesmo sabendo que o seu valor pode ser influenciado pelos conselheiros? Deixa-se aqui a reflexão sobre se a existência de ligações diretas entre os conselhos da adquirente e vendedora poderia configurar uma relação análoga ao controle comum, fragilizando a premissa de transação ao valor justo.

Seguindo com a análise das demais variáveis do modelo da Tabela 16, observa-se que as ligações de segundo grau ou indiretas não exerceram efeitos no percentual de *goodwill* reconhecido na operação em nenhum dos modelos (MQO = Coef.: -0,675; valor-p<0,277; Tobit = Coef.: -0,478; valor-p<0,469). Dessa forma, esses resultados evidenciam que, em contextos de combinações de negócios, possuir conselheiros da adquirente e da vendedora no conselho de uma terceira empresa não necessariamente está relacionada com a diminuição do que é pago pela adquirente além dos ativos líquidos identificáveis da empresa-alvo. Os achados reforçam as evidências de Cai e Sevilir (2012), que não encontraram significância estatística na relação entre *board interlocking* de segundo grau e prêmios de aquisição em combinação de negócios.

A não significância estatística entre *board interlocking* indireto e proporção do *goodwill* em relação a contraprestação pode decorrer do fato de que apesar de existir ligação entre adquirente e vendedora, essa conexão não é direta o que muito dificilmente impactaria em termos de tomada de decisão no conselho de administração. Para que isso acontecesse, teoricamente, a informação teria que ser repassada após ou antes das reuniões do conselho na terceira empresa em que estão os conselheiros conectados, que é o local onde esses conselheiros se encontram e trocam informações sobre o assunto. A perda de informações pode ser alta e o poder desse fenômeno pode não ser suficiente ao ponto de chegar até os conselheiros da vendedora e ter alguma influência na decisão com relação ao preço de venda da empresa, e consequentemente, no *goodwill*. Nesse sentido, como o efeito do *board interlocking* indireto não foi significativo na proporção do *goodwill* em relação a contraprestação, rejeita-se a H2 que afirmava que o *board interlocking* de segundo grau entre empresa adquirente e vendedora exerceria um efeito benéfico

para a adquirente, reduzindo a proporção do *goodwill* em relação à contraprestação paga da combinação de negócios, e que a redução seria menor do que em ligações de primeiro grau.

Quanto às variáveis de controle, verifica-se que o tamanho da adquirente foi positiva e significativa a um nível de 5% em ambos os métodos de análise (MQO = Coef.: 0,079; valor-p<0,019; Tobit = Coef.: 0,078; valor-p<0,029). Esse achado sugere que quanto maior o tamanho da adquirente, maior será participação relativa do *goodwill* na aquisição e respaldam o que foi encontrado por Poramapojn e Wiboonchutikula (2024), que acreditam que empresas maiores tem melhor acesso a capital para financiar uma aquisição, o que resultaria em contraprestação e *goodwill* maiores.

No que se refere ao tamanho da empresa-alvo foi negativa e significativa a um nível de 5% pelo método MQO (Coef.: -0,088; valor-p<0,026) e a 1% pelo método Tobit (Coef.: -0,134; valor-p<0,009). O resultado indica que quanto maior o tamanho da empresa alvo, menor será o nível de *goodwill* reconhecido na transação. Esses achados podem estar relacionados com a maior transparência que grandes empresas transmitem, seja por serem auditadas por *bigFour*, ou até mesmo pelas informações divulgadas. Li e Tong (2018) também chegaram a essa conclusão ao afirmar que quanto maior o tamanho da empresa alvo, menor é o prêmio pago na aquisição.

A diversificação teve efeito positivo e significativo a um nível de 5% na proporção do *goodwill* em relação a contraprestação em ambos os modelos (MQO = Coef.: 0,217; valor-p<0,048; Tobit = Coef.: 0,273; valor-p<0,022). A evidência demonstra que quando a adquirente combina negócios com um alvo de diferente setor a proporção destinada ao *goodwill* será maior. As evidências vão de encontro a Bugeja e Loyeung (2015) que afirmavam que há menos sinergias operacionais entre combinações de empresas de setores diferentes, e por esse motivo, o *goodwill* seria também menor. Porém, é possível analisar por outro ângulo o efeito da diversificação da combinação na proporção do *goodwill* em relação a contraprestação: adquirentes que compram um alvo de um ramo de atividade diferente podem pagar a mais, como tudo o que é pago a mais é alocado ao *goodwill*, as combinações entre setores diferentes podem ter efeito no aumento da intensidade do *goodwill* na combinação (Morck, Shleifer & Vishny, 1990).

Por fim, a variável crise influencia positiva e significativamente a um nível de 1% na proporção do *goodwill* em relação a contraprestação em ambos os métodos (MQO = Coef.: 0,321; valor-p<0,005; Tobit = Coef.: 0,392; valor-p<0,002). Pode-se inferir que em períodos de crise as adquirentes alocam um percentual maior para o *goodwill* das combinações. Este impacto pode estar relacionado a volatilidade e incerteza que são características desses períodos, dificultando a alocação dos ativos e passivos. Magnanelli, Nasta e Ramazio (2022) também concordam que em períodos de recessão os valores pagos a mais em fusões e aquisições são maiores do que em períodos de expansão.

Complementarmente, optou-se por apresentar os efeitos marginais da regressão Tobit, como uma alternativa de dar mais robustez aos resultados. A Tabela 17 apresenta o efeito das variáveis independentes e de controle sobre a variável observada.

TABELA 17 - EFEITOS MARGINAIS DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES NA G/CO

Variáveis	Efeito marginal na G/CO	Delta-method		P>z
		Std. Err.	z	
BID	-1,243 *	.5134891	-2.42	0.015
BII	-0,358	.4897334	-0.73	0.465
TAM_AD	0,058*	.02507	2.34	0.019
TAM_ALVO	-0,100**	.0348383	-2.89	0.004
END_AD	-0,072	.1782018	-0.41	0.685
END_ALVO	0,165	.2025645	0.82	0.414
PGTO_AÇÕES	0,126	.0844512	1.50	0.133
CONTP	0,042	.0266682	1.60	0.110
INDEP_VEND	0,183	.1774643	1.04	0.300
TCA_AD	0,006	.0096419	0.72	0.470
TCA_VEND	0,004	.0088324	0.55	0.585
DIV	0,204*	.0814565	2.51	0.012
CRISE	0,294**	.080499	3.65	0.000

FONTE: A autora (2025).

LEGENDA: G/CO – *Goodwill* dividido pela contraprestação; BID – *Board Interlocking* Direto; BII – *Board Interlocking* Indireto; TAM_AD – Tamanho da Adquirente; TAM_ALVO – Tamanho da empresa-alvo; END_AD – Endividamento da adquirente; END_ALVO – Endividamento da empresa-alvo; CONTP – Contraprestação; PGTO_AÇÕES – Emissão de ações dividido pela contraprestação; IND_VEND – Independência do conselho de administração da empresa vendedora; TAM_CA_AD – Tamanho do conselho da adquirente; TAM_CA_VEND – Tamanho do conselho da empresa vendedora; DIV – Diversificação da combinação.

*. A correlação é significativa no nível de 0,05 (2 extremidades).

**. A correção é significativa no nível de 0,01 (2 extremidades).

A partir da Tabela 17, observa-se que o aumento de uma unidade no *board interlocking* direto, diminui em 1,243 a proporção do *goodwill* em relação a contraprestação esperada. O aumento de 1 no tamanho da adquirente, aumenta em 0,058 a proporção do *goodwill* em relação a contraprestação. O aumento de uma unidade no tamanho da empresa-alvo, diminui em 0,10 na proporção do *goodwill* em relação a contraprestação. O aumento de uma unidade na variável diversificação da combinação, aumenta em 0,204 a proporção do *goodwill* em relação a contraprestação. Por fim, o aumento de uma unidade na variável crise, aumenta em 0,294 a proporção do *goodwill* em relação a contraprestação. Percebe-se que o maior efeito é o do *board interlocking* direto, reforçando os resultados relatados anteriormente e apoiando-se na Teoria da Dependência de Recursos.

Nesse sentido, mantém-se parcialmente o posicionamento descrito na declaração de tese, a saber, “a tese defende, sob a Teoria da Dependência de Recursos, que o fenômeno *board interlocking* entre membros do conselho de administração interfere na proporção do *goodwill* em relação à contraprestação entre empresas que combinaram seus negócios”. O posicionamento é parcial devido a interferência existir apenas entre o *board interlocking* direto, não sendo possível afirmar que o *board interlocking* indireto impacte na proporção do *goodwill* em relação à contraprestação.

4.6 AJUSTES NO MODELO

Hair et al. (2009) alertam para o caso de o tamanho da amostra afetar a generalização dos resultados de uma pesquisa e mencionam que a regra geral é ter, pelo menos, 5 observações para cada variável do modelo. Maximizar os graus de liberdade melhora generalização e lida tanto com parcimônia do modelo quanto com preocupações com tamanho da amostra (Hair et al., 2009).

Considerando que o modelo econômétrico atual possui 13 variáveis e 41 observações, a razão é menor do que o mínimo trazido por Hair et al (2009): 41 / 13 = 3,15. Por esse motivo, para não comprometer os resultados, optou-se por excluir do modelo as variáveis que menos contribuíram a partir dos seus p-valores: END_AD (p-valor<0,688), TAM_CA_VEND (p-valor<0,590), TAM_CA_AD (p-

valor<0,477), BII (p-valor<0,469) e END_ALVO (p-valor<0,422). Os novos resultados a partir do novo modelo com 8 variáveis podem ser analisados na Tabela 18.

TABELA 18 - MODELO AJUSTADO

Variável	Tobit				
	Coef. (β)	Erro Padrão	t	p-valor	
BID	-1,836*	0,707	-2,60	0,014	Obs 41 LR chi ² (8) 26,64 Prob > chi ² 0,0008 Pseudo R ² 0,6169
TAM_AD	0,068*	0,031	2,20	0,035	
TAM_ALVO	-0,090*	0,037	-2,42	0,021	
END_AD	-0,103	0,220	-0,47	0,640	
PGTO_AÇÕES	0,118	0,107	1,11	0,277	
CONTP	0,041	0,028	1,47	0,151	
DIV	0,269*	0,101	2,65	0,012	
CRISE	0,347**	0,111	3,12	0,004	
Constante	-0,318	0,596	-0,53	0,597	

TABELA 18 – MODELO AJUSTADO

Fonte: A autora (2025).

LEGENDA: BID – *Board Interlocking* Direto; TAM_AD – Tamanho da Adquirente; TAM_ALVO – Tamanho da empresa-alvo; END_AD – Endividamento da adquirente; CONTP – Contraprestação; PGTO_AÇÕES – Emissão de ações dividido pela contraprestação; DIV – Diversificação da combinação.

*. A correlação é significativa no nível de 0,05 (2 extremidades).

**. A correção é significativa no nível de 0,01 (2 extremidades).

O modelo ajustado possui 8 variáveis, o que representa 5,13 observações por variável, atendendo o mínimo sugerido por Hair et al. (2009). Percebe-se que foram mantidas as significâncias e os sinais das variáveis do modelo anterior. Novamente os testes de normalidade, homoscedasticidade e multicolinearidade foram realizados e todos os pressupostos atendidos, conforme a Tabela 19.

TABELA 19 - TESTES PARA ATENDIMENTO DE PRESSUPOSTOS DO MODELO AJUSTADO

Teste	Variáveis	Estatística do teste	Sig	Resultado
Shapiro Wilk	Resíduos da regressão	0,953	0,09	Não rejeita a hipótese de que os resíduos são normais.
Breusch-Pagan	Resíduos da regressão	1,297	0,28	Não rejeita a hipótese de que os resíduos são homoscedásticos.
Durbin-Watson	Resíduos da regressão	1,9805	-	Não há autocorrelação serial dos resíduos.

Variance Inflation Factor	Variáveis	VIF	1/VIF	Resultado
	TAM_ALVO	2,177	0,459	
	CONTP	1,63	0,614	
	TAM_AD	1,76	0,568	
	PGTO_AÇÃO	1,325	0,755	
	BID	1,22	0,815	Inexistência de multicolinearidade.
	DIV	1,20	0,829	
	END_AD	1,227	0,815	
	CRISE	1,11	0,896	
Média VIF		1,45		

FONTE: A autora (2025).

LEGENDA: *Board Interlocking* Direto; TAM_AD – Tamanho da Adquirente; TAM_ALVO – Tamanho da empresa-alvo; END_AD – Endividamento da adquirente; CONTP – Contraprestação; PGTO_AÇÕES – Emissão de ações dividido pela contraprestação; DIV – Diversificação da combinação.

Os resultados reforçam o que já foi encontrado anteriormente quanto ao efeito do *board interlocking* direto no percentual de contraprestação que é alocado como *goodwill*. Além do impacto positivo do tamanho da adquirente, combinações entre setores diferentes e períodos de crise. Manteve-se com impacto negativo na proporção do *goodwill* em relação a contraprestação a variável tamanho do alvo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesta seção é contemplado o encerramento da tese apresentando as conclusões a partir da análise de resultados; as implicações da tese; as limitações e caminhos para futuros estudos que possam ampliar a discussão sobre o *board interlocking* e *goodwill*.

5.1 CONCLUSÕES E IMPLICAÇÕES DA TESE

O *goodwill* proveniente das combinações de negócios vai muito além do excesso da contraprestação transferida após subtrair o valor justo dos ativos líquidos identificáveis adquiridos. O *goodwill* é um ativo estratégico que está diretamente ligado às informações disponíveis no momento da transação, da alta administração e das relações existentes entre adquirente e adquirida.

Sabe-se que o conselho de administração atua como elo entre empresas a partir do *board interlocking*. A Teoria da Dependência de Recursos foi empregada nesta tese para explicar o efeito positivo que o *board interlocking* tem para a empresa adquirente ao diminuir a proporção da contraprestação que é alocada como *goodwill*.

Fundamentadas pela literatura, foram criadas duas hipóteses para analisar o efeito do *board interlocking* entre empresas combinadas na proporção de *goodwill* sobre a contraprestação paga na negociação. A primeira hipótese defendeu que o *board interlocking* direto afeta a referida proporção. Os resultados confirmam a hipótese pois as ligações diretas entre o conselho de administração da empresa adquirente e da empresa vendedora tiveram efeito sobre o percentual de *goodwill* nas operações. Para cada aumento de uma unidade da medida de *board interlocking* direto, diminui 1,243 unidades de percentual de *goodwill*. Esse resultado está de acordo com a construção teórica a partir da literatura contábil e de finanças que argumentavam ser benéfico para as empresas adquirentes o *board interlocking* direto nos prêmios pagos em fusões e aquisições.

A segunda hipótese testada foi que o *board interlocking* indireto também afetaria no peso do *goodwill*, mas o efeito seria menor que o *board interlocking* direto. Os resultados dos testes não apresentaram significância na relação entre *board interlocking* indireto a intensidade do *goodwill*, não sendo possível confirmar a

hipótese 2. Estudos anteriores também não puderam concluir sobre o efeito do *board interlocking* indireto nos prêmios pagos pelas adquirentes em fusões e aquisições. Acredita-se que o *board interlocking* indireto possua relevância para as empresas e que é considerado um recurso, no entanto, não tem influência a ponto de contribuir para decisões relacionadas à alocação do *goodwill* em combinações de negócios.

De todo modo, confirmou-se parcialmente a tese de que sob a Teoria da Dependência de Recursos, o fenômeno *board interlocking* entre membros do conselho de administração interfere na proporção do *goodwill* em relação à contraprestação entre empresas que combinaram seus negócios, visto que apenas o *board interlocking* direto apresentou influência.

Os resultados apresentados geram implicações teóricas e práticas. Ressalta-se o avanço proporcionado à Teoria da Dependência de Recursos (TDR). A tese insere a TDR no campo da contabilidade financeira ao evidenciar que o conselho de administração, entendido como recurso estratégico pela teoria, atua na redução das incertezas presentes nas combinações de negócios por meio do *board interlocking*. Tal dinâmica mostra-se relevante a ponto de influenciar decisões corporativas que repercutem no próprio reconhecimento contábil do *goodwill*.

Em termos práticos, este estudo contribui ao demonstrar que as ligações diretas entre os conselhos da adquirente e da vendedora são importantes na definição da participação relativa do *goodwill* na aquisição. Tal relevância decorre do acesso a informações que não seriam possíveis sem a existência de *board interlocking*; e da maior fluidez na comunicação proporcionada pelos conselheiros interligados. Nesse sentido, os resultados oferecem subsídios para que organizações que pretendem expandir suas atividades por meio de combinações de negócios avaliem os efeitos que as relações interorganizacionais podem ter sobre o valor pago e a alocação do *goodwill*.

Outra contribuição prática refere-se aos investidores da empresa adquirente. Esses usuários da informação contábil podem se beneficiar ao compreenderem o impacto do *board interlocking* direto sobre o *goodwill* oriundo das combinações de negócios. Frequentemente, prevalece a percepção de que a negociação será vantajosa para a adquirente apenas se uma determinada proporção da contraprestação for registrada como *goodwill*. Contudo, ao conhecerem o papel consultivo desempenhado pelo *board interlocking* direto e sua influência no valor

contabilizado, os investidores passam a compreender melhor as informações geradas, reduzindo a assimetria informacional.

Nesta tese foi verificado que o *board interlocking* direto afeta o percentual de *goodwill* das combinações de negócios, o que é percebido diretamente nas demonstrações contábeis da empresa adquirente. No entanto, não se pode ignorar possíveis impactos do *board interlocking* para a empresa que vendeu as suas ações para adquirente e entregou o controle da empresa-alvo. Em função disso, estudos futuros podem estender a discussão considerando o impacto do *board interlocking* na empresa vendedora em combinações de negócios.

Outra inquietação que emanou desta pesquisa foi o fato de considerar os efeitos do *board interlocking* no *goodwill* pós combinação de negócios. Diversos estudos demandam esforços em compreender os motivos do *impairment* do *goodwill*, estudos futuros podem considerar o impacto do *board interlocking* no *impairment* do *goodwill* decorrente de combinação de negócios.

Por fim, este estudo teve algumas limitações que merecem ser explanadas. A coleta de dados se deu na maior parte de forma manual, além de muitas combinações terem sido excluídas da população pela impossibilidade de acesso aos dados do *board* da adquirente e da empresa vendedora. Decorrente disso, o tamanho da amostra não possibilitou generalizar os resultados. Apesar de atingir o mínimo de observações sobre número de variáveis, o modelo esteve distante de alcançar a razão desejada. Futuros estudos podem tentar desenvolver uma inteligência artificial que seja eficaz na coleta desses dados e otimize o tempo do pesquisador.

REFERÊNCIAS

- Ahn, S., Cheon, Y. S., & Kim, M. (2020). Determinants of initial *goodwill* overstatement in affiliated and non-affiliated mergers. *Journal of Business Finance & Accounting*, 47(5-6), 587-614.
- Akerlof, George A., "The Market for 'Lemons': Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism," *Quarterly Journal of Economics*, August 1970, 84, 488-500.
- Aktas, N., Croci, E., & Simsir, S. A. (2015). Corporate governance and takeover outcomes. Available at SSRN 2600082.
- Baldi, F., & Salvi, A. (2022). Disentangling acquisition premia: Evidence from the global market for corporate control. *Finance Research Letters*, 48, 102885.
- Barros, T. D. S. (2017). Ensaio em *board interlocking* (Tese de Doutorado) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. Recuperado de <https://encurtador.com.br/MNJGN>.
- Biermann, R., & Harsch, M. (2016). Resource dependence theory. In *Palgrave handbook of inter-organizational relations in world politics* (pp. 135-155). London: Palgrave Macmillan UK.
- Boennen, S., & Glaum, M. (2014). *Goodwill* accounting: A review of the literature. Available at SSRN 2462516.
- Bomfim, E. T., & Callado, A. L. C. (2016). Análise dos efeitos provocados pelas operações de fusões e aquisições no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras. *Contabilidade Vista & Revista*, 27(3), 105-123.
- Bonacchi, M., Marra, A., & Shalev, R. (2015). Fair Value Accounting and Firm Indebtedness—Evidence from Business Combinations Under Common Control. Available at SSRN 2587270.
- Borlea, S. N., Achim, M. V., & Mare, C. (2017). Board characteristics and firm performances in emerging economies. Lessons from Romania. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 30(1), 55-75.
- Brasil. (1976). Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União. Recuperado de https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilado.htm
- Bugeja, M., & Loyeung, A. (2015). What drives the allocation of the purchase price to *goodwill*? . *Journal of contemporary accounting & economics*, 11(3), 245-261.
- Burt, R. S. (1978). A structural theory of interlocking corporate directorates. *Social Networks*, 1(4), 415-435.

- Cai, Y., & Sevilir, M. (2012). Board connections and M&A transactions. *Journal of Financial Economics*, 103(2), 327-349.
- Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2012). Conexões políticas e desempenho: um estudo das firmas listadas na BM&FBovespa. *Revista de Administração Contemporânea*, 16, 806-826.
- Caplan, D. H., Dutta, S. K., & Liu, A. Z. (2018). Are material weaknesses in internal controls associated with poor M&A decisions? Evidence from *goodwill* impairment. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 37(4), 49-74.
- Cappelesso, G., Rocha, L. C. N., & Dantas, J. A. (2018). Value relevance da perda por redução ao valor recuperável do *goodwill*: evidências das empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 9(3), 102-120.
- Cappelesso, G., Rodrigues, J. M., & de Freitas Prieto, M. (2017). Redução ao valor recuperável do *goodwill*: Evidências do gerenciamento de resultados em sua determinação. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 286-303.
- Cappelesso, G., & Niyama, J. K. (2022). Timeliness of *goodwill* impairment in Brazilian companies. *Revista Contabilidade & Finanças*, 33, e1579.
- Cárdenas, L. Q., & Lopes, F. D. (2006). A formação de alianças estratégicas: uma análise teórica a partir da teoria da dependência de recursos e da teoria dos custos de transação. *Cadernos Ebape*. BR, 4, 01-08.
- Carvalho, C., Rodrigues, A. M., & Ferreira, C. (2016). The recognition of *goodwill* and other intangible assets in business combinations—The Portuguese case. *Australian Accounting Review*, 26(1), 4-20.
- Castro, W. B., & Oliveira, A. V. (2016). Nível de Evidenciação de Combinacões de Negócios nas Empresas Listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. *Revista de Contabilidade & Controladoria*, 8(1).
- Cavalinhos, P., & Carreira, F. J. A. (2015). O impacto do *goodwill* nos resultados. *Revista Universo Contábil*, 196-210.
- Celtekligil, K. (2020). Resource dependence theory. *Strategic Outlook for Innovative Work Behaviours: Interdisciplinary and Multidimensional Perspectives*, 131-148.
- Chaney, P. K., Gunn, R. N., & Coleman Jeter, D. (2020). Implications of changes in GAAP for business combinations (and *goodwill*) on accounting and finance research. *The International Journal of Accounting*, 55(02), 2050006.
- Cheng, P., Li, L., & Tong, W. H. (2016). Target information asymmetry and acquisition price. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(7-8), 976-1016.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2007). Instrução CVM nº 457, de 13 de julho de 2007. Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações periódicas adicionais pelas companhias abertas. *Diário Oficial da União*
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2011). Combinação de Negócios (R1).

- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2019). Pronunciamento Técnico CPC 00 (R2): Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro.
- Córdova, M. (2019). 'That Is OK, He Is a Good Fellow': Introducing the Outcomes Dichotomy for Corporate Networks of Interlocking Directorates ('Está bien, él es un buen muchacho': introducción a la dicotomía de los resultados para las redes corporativas de directorios entrelazados). *RAN-Revista Academia & Negocios*, 5(1).
- Covrig, V., McConaughy, D. L., & Travers, M. A. K. (2017). Takeover premia and leverage: Theory, empirical observations and recommendations. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 12(1), 123-139.
- Cunha, P. R. D., & Piccoli, M. R. (2017). Influência do *board interlocking* no gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28, 179-196.
- Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, S. T., & Dalton, C. M. (2007). 1 the fundamental agency problem and its mitigation: independence, equity, and the market for corporate control. *Academy of Management annals*, 1(1), 1-64.
- Damodaran, A. (2008). Strategic risk taking: a framework for risk management. Pearson Prentice Hall.
- Davis, G. F. (1991). Agents without principles? The spread of the poison pill through the intercorporate network. *Administrative science quarterly*, 583-613.
- Demirtaş, G. (2017). Board involvement in the M&A negotiation process. *International Review of Financial Analysis*, 50, 27-43.
- Drees, J. M., & Heugens, P. P. (2013). Synthesizing and extending resource dependence theory: A meta-analysis. *Journal of management*, 39(6), 1666-1698.
- Einsweiller, A. C., Dal Magro, C. B., & Mazzoni, S. (2020). Diferentes efeitos dos vínculos políticos e de benefícios fiscais na geração de valor adicionado. *Contabilidade Vista & Revista*, 31(3), 97-121.
- Eloy, J. C. C., & de Souza, M. M. (2018). Reconhecimento dos ativos intangíveis nas combinações de negócios: uma análise nas características das companhias de capital aberto brasileiras no período entre 2012 e 2014. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 12(1), 116-136.
- Faleye, O., Hoitash, R., & Hoitash, U. (2011). The costs of intense board monitoring. *Journal of Financial Economics*, 101(1), 160-181.
- Fasolin, L. B., Brizolla, M. M. B., da Silva, A., & Klann, R. C. (2019). Características de companhias: práticas de combinação de negócios. *Revista de Contabilidade & Controladoria*, 11(2), 8.
- Fávero, L., & Belfiore, P. (2017). Manual de Análise de Dados: estatística e modelagem multivariada com Excel, SPSS e Stata. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Ferrer, R. C., & Tang, A. (2016). An empirical investigation of the impact of financial ratios and business combination on stock price among the service firms in the Philippines. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 20(2), 104.
- Ferris, S. P., Jayaraman, N., & Liao, M. Y. S. (2018). Mergers and the Market for Busy Directors: An International Analysis. *Journal of Financial Research*, 42(3), 449-489.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are busy boards effective monitors?. *The Journal of finance*, 61(2), 689-724.

- Fores, T. P. (2013). *A influência do board interlock no desempenho das fusões e aquisições no Brasil* (Dissertação de Mestrado). Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, SP. Recuperado de <https://repositorio-api.insper.edu.br/server/api/core/bitstreams/fd8f10e4-ef2a-4ec6-84b2-e24eea0e43a2/content>.
- Gencheva, D., & Davidavičienė, V. (2016). Reduction of the Information Asymmetry in Mergers & Acquisitions Through the Means of Payment. *Journal of System and Management Sciences*, 6(2), 16-32.
- Gu, F., & Lev, B. (2011). Overpriced shares, ill-advised acquisitions, and *goodwill* impairment. *The accounting review*, 86(6), 1995-2022.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica*. Amgh Editora.
- Gulati, R., & Westphal, J. D. (1999). Cooperative or controlling? The effects of CEO-board relations and the content of interlocks on the formation of joint ventures. *Administrative science quarterly*, 44(3), 473-506.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. Bookman editora.
- Hajj, Z. S., & Lisboa, L. P. (2001). Business combinations e consolidação das demonstrações contábeis: uma abordagem comparativa entre os pronunciamentos e normas dos US-GAAP, IASC e Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 12, 33-58.
- Hamdan, A. (2018). *Board interlocking* and firm performance: The role of foreign ownership in Saudi Arabia. *International Journal of Managerial Finance*, 14(3), 266-281.
- Harford, J., & Li, K. (2007). Decoupling CEO wealth and firm performance: The case of acquiring CEOs. *The Journal of Finance*, 62(2), 917-949.
- Harrison, J. S., Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., & Ireland, R. D. (2001). Resource complementarity in business combinations: Extending the logic to organizational alliances. *Journal of management*, 27(6), 679-690.
- Haunschild, P. R. (1993). Interorganizational imitation: The impact of interlocks on corporate acquisition activity. *Administrative science quarterly*, 564-592.
- Haunschild, P. R., & Beckman, C. M. (1998). When do interlocks matter?: Alternate sources of information and interlock influence. *Administrative science quarterly*, 815-844.
- Hayn, C., & Hughes, P. J. (2006). Leading indicators of *goodwill* impairment. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 21(3), 223-265.
- Henning, S. L., Lewis, B. L., & Shaw, W. H. (2000). Valuation of the components of purchased *goodwill*. *Journal of accounting research*, 38(2), 375-386.
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Paetzold, R. L. 2000. The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, 37: 235-255
- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). Resource dependence theory: A review. *Journal of management*, 35(6), 1404-1427.

- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management review*, 28(3), 383-396.
- Hitt, M. A., Ireland, R. D. & Hoskisson, R. E. (2011). *Administração estratégica: competitividade e globalização* (2 ed.). São Paulo: Cengage Learning.
- Ishii, J., & Xuan, Y. (2014). Acquirer-target social ties and merger outcomes. *Journal of Financial Economics*, 112(3), 344-363.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (5 ed.). Recuperado de: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>.
- Iudícibus, S. D. (2015). Teoria da contabilidade. 11. ed. São Paulo: Atlas.
- Jensen, M.C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance* 48:831–880.
- Johnson, J. L., Daily, C. M., & Ellstrand, A. E. (1996). Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of management*, 22(3), 409-438.
- Kaczmarek, S., Kimino, S., & Pye, A. (2014). Interlocking directorships and firm performance in highly regulated sectors: the moderating impact of board diversity. *Journal of Management & Governance*, 18, 347-372.
- Kind, A., & Twardawski, T. (2016). Board overconfidence in mergers & acquisitions: A self-attribution bias.
- Kolasinski, A. C., & Li, X. (2013). Can strong boards and trading their own firm's stock help CEOs make better decisions? Evidence from acquisitions by overconfident CEOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(4), 1173-1206.
- Kopoboru, S., Cuevas-Rodríguez, G., & Pérez-Calero, L. (2020). Boards that make a difference in firm's acquisitions: The role of interlocks and former politicians in Spain. *Sustainability*, 12(3), 984.
- KPMG. (2025). Recuperado de <https://kpmg.com/br/pt/home.html>.
- Kreuzberg, F., & Vicente, E. F. R. (2021). As Características Do Conselho De Administração Mudam Conforme Os Estágios Do Ciclo De Vida Da Empresa? *Revista Universo Contábil*, 17(1), 109-129.
- Li, L., & Tong, W. H. (2018). Information uncertainty and target valuation in mergers and acquisitions. *Journal of Empirical Finance*, 45, 84-107.
- Li, Z., Shroff, P. K., Venkataraman, R., & Zhang, I. X. (2011). Causes and consequences of *goodwill* impairment losses. *Review of accounting studies*, 16, 745-778.
- Magnanelli, B. S., Nasta, L., & Ramazio, E. (2022). Bid premiums and cumulative abnormal returns: An empirical investigation on the consequences of the Covid-19 pandemic. *Finance Research Letters*, 49, 103093.
- Magro, C. B. D., & Klann, R. C. (2020). Novo olhar ao *board interlocking*: evidências a partir das redes sociais corporativas. *Revista de Administração Pública*, 54(1), 121-141.

- Marques, G. K., Garnett, R., & Maroun, W. (2020). Challenging the accounting for *goodwill* in the context of a business combination. *South African journal of economic and management sciences*, 23(1), 1-16.
- Martin, X., & Shalev, R. (2017). Target firm-specific information and acquisition efficiency. *Management Science*, 63(3), 672-690.
- Martins, G. D. A., & Theóphilo, C. R. (2009). Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas. São Paulo: Atlas.
- McDonald, M. L., Westphal, J. D., & Graebner, M. E. (2008). What do they know? The effects of outside director acquisition experience on firm acquisition performance. *Strategic management journal*, 29(11), 1155-1177.
- McNichols, M. F., & Stubben, S. R. (2015). The effect of target-firm accounting quality on valuation in acquisitions. *Review of Accounting Studies*, 20, 110-140.
- Mizruchi, M. S. (1996). What do interlocks do? An analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates. *Annual review of sociology*, 22(1), 271-298.
- Moura, F. V. D., Reis, G. M. R., & Rocha, J. S. D. (2011). Teoria da dependência de recursos explicando a percepção de governança corporativa de importantes tomadores de decisão.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Nakayama, W. K., & Salotti, B. M. (2014). Fatores determinantes do nível de divulgação de informações sobre combinações de negócios com a entrada em vigor do pronunciamento técnico CPC 15. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25, 267-280.
- Nguyen, H. W., Zhu, Z., Jung, Y. H., & Kim, D. S. (2022). Determinants of M&A acquisition premium: A social capital perspective. *Competitiveness Review: An International Business Journal*, 32(2), 214-229.
- Okazaki, T., Sawada, M., & Yokoyama, K. (2005). Measuring the extent and implications of director interlocking in the prewar Japanese banking industry. *The Journal of Economic History*, 65(4), 1082-1115.
- Olante, M. E. (2013). Overpaid acquisitions and *goodwill* impairment losses—Evidence from the US. *Advances in Accounting*, 29(2), 243-254.
- Oliveira, N. G., Nadone, C. L., Pinheiro, L. T., & Lamounier, W. M. (2015, September). Determinantes para a Realização de Combinações de Negócios Envolvendo Empresas Brasileiras. In VI Congresso Nacional de Administração e Contabilidade-AdCont 2015.
- Orsato, R. (2024). Gerenciamento do tom de relatórios econômico-financeiros e *goodwill* em fusões e aquisições (Tese de doutorado). Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil.
- Pacheco, T., Pacheco, T., Campagnoni, M., & Rover, S. (2017). Explicações para o reconhecimento das perdas por impairment do *goodwill*. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 12(3).
- Pacheco, J., & Rover, S. (2021). Value Relevance of Intangible Assets Recognized in a Business Combination. *Contabilidade Gestão e Governança*, 24(2), 167-184.

- Pagaddut, J. G. (2020). The Mediating Effect of Profitability on the Relationship Between Business Combination and Firm Value Using Partial Least Squares–Structural Equation Modeling. *International Journal of Management*, 11(9).
- Pereira, R. M. (2022). *Desenvolvimento de capacidades em subsidiárias a partir da teoria da dependência de recursos e da visão baseada em capacidades* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Pimenta, M. M., Marques, J. A. V. D. C., & Macedo, M. A. D. S. (2016). Retornos anormais versus criação de valor e sinergias operacionais de firmas brasileiras envolvidas em combinações de negócios. *Pensar Contábil*, 17(64).
- Pfeffer, J. (1987). A resource dependence perspective on intercorporate relations. *Intercorporate relations: The structural analysis of business*, 1(1), 25-55.
- Pfeffer, J. (1972). Interorganizational influence and managerial attitudes. *Academy of Management Journal*, 15(3), 317-330.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (2003). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Stanford Business Books.
- Pombo, C., & Gutiérrez, L. H. (2011). Outside directors, board interlocks and firm performance: Empirical evidence from Colombian business groups. *Journal of Economics and Business*, 63(4), 251-277.
- Poramapojn, P., & Wiboonchutikula, P. (2024). Determinants of *goodwill* and its impact on post-merger and acquisition performance in Thailand: A firm-level analysis. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 31(5), 740-756.
- Renneboog, L., & Zhao, Y. (2014). Director networks and takeovers. *Journal of Corporate Finance*, 28, 218-234.
- Ribeiro, F., Colauto, R. D., & Clemente, A. (2016). Determinantes da formação de *board interlocking* no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 10(4), 398-415.
- Ribeiro, F., Consoni, S., & Colauto, R. D. (2018). A influência do *board interlocks* na prática da divulgação voluntária em empresas brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(37), 120-138.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of business*, 197-216.
- Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective* (2a. ed.). New York: Harper & Row.
- Salancik, G. R., & Pfeffer, J. (1978). A social information processing approach to job attitudes and task design. *Administrative science quarterly*, 224-253.
- Samonek, P. B., Ribeiro, F., & Taffarel, M. (2019). Combinações de negócios e sinergias: estudo em grandes corporações do ensino superior privado no Brasil.
- Santos, J. É. (2021). A influência do *board interlocking* no custo de capital de terceiros. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 15, e176516-e176516.
- Schultze, W., & Weiler, A. (2010). *Goodwill accounting and performance measurement*. *Managerial Finance*, 36(9), 768-784.

- Seth, A., Song, K. P., & Pettit, R. (2000). Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of US firms. *Journal of international business studies*, 31, 387-405.
- Shalev, R. (2009). The information content of business combination disclosure level. *The Accounting Review*, 84(1), 239-270.
- Shalev, R., I. Zhang and Y. Zhang (2011), CEO Compensation and Fair Value Accounting: Evidence from Purchase Price Allocation, Working Paper, Washington University St. Louis.
- Shalev, R. O. N., Zhang, I. X., & Zhang, Y. (2013). CEO compensation and fair value accounting: Evidence from purchase price allocation. *Journal of Accounting Research*, 51(4), 819-854.
- Shanley, M. T., & Correa, M. E. (1992). Agreement between top management teams and expectations for post acquisition performance. *Strategic management journal*, 13(4), 245-266.
- Siegel, S., & Castellan Jr, N. J. (2006). Estatística não-paramétrica para ciências do comportamento. Artmed Editora.
- Silva, P. J. P. D. (2025). Ativos intangíveis e riscos de mercado e idiossincrático nas empresas de capital aberto brasileiras.
- Silva, R. L. M. D., Costa Júnior, J. V. D., Nakao, S. H., Ribeiro, D. T. D. O., Machado, C. A., Domeneghetti, V., ... & Gomes, A. C. (2024). On The IFRS Discussion Paper Business Combinations: Disclosures, *Goodwill* and Impairment. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 28(3), 71-89.
- Silva, D. G., Souza, G. H. D., Avelino, B. C., & Pinheiro, L. E. T. (2021). Perda por redução ao valor recuperável do *Goodwill*: value relevance em empresas listadas na B3. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 25(2), 140-157.
- Souza, M. M. D., & Borba, J. A. (2016). Value relevance do nível de disclosure das combinações de negócios e do *goodwill* reconhecido nas companhias de capital aberto brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28, 77-92.
- Souza, M. M., Rover, S., & Borba, J. A. (2016). Determinantes do nível de disclosure das combinações de negócios realizadas pelas empresas brasileiras de capital aberto. *Race: revista de administração, contabilidade e economia*, 15(3), 945-968.
- Sudarsanam, S., & Sorwar, G. (2010). Determinants of takeover premium in cash offers: An option pricing approach. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5-6), 687-714.
- Tancini, G. R. (2017). Combinações de negócios no Brasil: o que direcionou a alocação do *goodwill* nas empresas integrantes do IBr-A? (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Tao, Q., Li, H., Wu, Q., Zhang, T., & Zhu, Y. (2019). The dark side of board network centrality: Evidence from merger performance. *Journal of Business Research*, 104, 215-232.
- Vogt, M., Pletsch, C. S., Morás, V. R., & Klann, R. C. (2016). Determinants of *goodwill* impairment loss recognition. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27, 349-362.

- Yehuda, N., Vincent, L., & Lys, T. (2019). The nature and implications of acquisition goodwill. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 26(6), 709-730.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of management*, 15(2), 291-334.
- Zhang, Q. (2016). A comparative study of the effect of interlocking directorates on merger target selection under different merger and acquisition modes. *American Journal of Industrial and Business Management*, 6(3), 259-267.
- Zhang, I. X., & Zhang, Y. (2017). Accounting discretion and purchase price allocation after acquisitions. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 32(2), 241-270.
- Yarbrough Jr, E., Abebe, M., & Dadanlar, H. (2017). Board political experience and firm internationalization strategy: A resource dependence perspective. *Journal of Strategy and Management*, 10(4), 401-416.
- Yehuda, N., Vincent, L., & Lys, T. (2019). The nature and implications of acquisition goodwill. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 26(6), 709-730.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press.
- Wooldridge, J. M. (2015). *Introductory econometrics: A modern approach*. Cengage learning.