



CONFLITO ENTRE ACIONISTAS, CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA, GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR DA EMPRESA: UM ESTUDO NAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

Patrícia Antonacci Neves

Mestre em Ciências Contábeis pela Federal de Minas Gerais - UFMG
Professor de Pós-Graduação Lato Sensu do Centro de Pós-Graduação da Pontifícia
Universidade Católica de Minas Gerais
Endereço: R. Cláudio Manoel, 1205 - Funcionários, Belo Horizonte - MG, 30140-100
E-mail: patricia.ufmg@yahoo.com

Laura Edith Taboada Pinheiro

Doutora em Contabilidade e Finanças pela Universidad de Zaragoza/Espanha
Professora do Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Contabilidade e Controladoria da
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG
Endereço: Av. Antônio Carlos, 6.627 - Faculdade de Ciências Econômicas. Campus
Pampulha - CEP 31270-901, Belo Horizonte/MG.
E-mail: ltaboada@face.ufmg.br - Telefone: (31) 3409-7265

RESUMO

A relação entre os acionistas de uma empresa é repleta de interesses conflitantes, que podem ser causados por inúmeros fatores. A plataforma teórica que norteou este trabalho foi baseada principalmente em Silveira (2002), Dey (2008) e Renders e Gaeremynck (2012), que consideram a concentração acionária e a governança corporativa como os principais causadores de conflitos entre acionistas, cujos efeitos refletem no valor da empresa. O presente trabalho, de abordagem teórico-empírica, descritiva e quantitativa teve como objetivo geral o estudo da relação existente entre essas variáveis. A amostra consistiu em um painel balanceado de 250 empresas abertas listadas em 4 índices da BM&FBovespa nos anos de 2012 a 2014. Para atender aos objetivos propostos, utilizou-se a análise de componentes principais visando a criação de indicadores para “conflito”, “concentração acionária” e “governança corporativa” e o Q de Tobin como *proxy* para representar o valor da empresa. A análise de regressão através dos modelos marginais conseguiu explicar 51,7% da variabilidade de “conflito” e 33,7% da variabilidade de “valor da empresa”. Foi verificada uma influência significativa e positiva da “concentração acionária” sobre o “conflito” e significativa e negativa da “governança corporativa” sobre o “conflito”. Em relação ao “valor da empresa” as mesmas variáveis não se mostraram significativas. A análise de agrupamento evidenciou uma relação inversa entre “conflito” e “valor da empresa”.

Palavras-Chave: Conflitos entre acionistas. Valor da empresa. Governança corporativa.

Área Temática do evento: Mercados Financeiro, de Crédito e de Capitais.

1 INTRODUÇÃO

A relação entre os acionistas de uma empresa é repleta de interesses conflitantes. Por esse motivo, os proprietários buscam mecanismos que lhes permitam monitorar as atividades de gestão e limitar o comportamento gerencial indesejável. Como resultado, surgem as estruturas de governança corporativa, que evoluem visando à mitigação dos conflitos entre os acionistas, evitando que estes tomem proporções maiores e proporcionando o equilíbrio nas



relações, conferindo mais segurança e proteção às partes, especialmente no que diz respeito às complexas estruturas das sociedades anônimas.

Estudos como os de La Porta *et al.* (1999), Silveira (2002) e Comparato (2008) evidenciaram que em países em que o mercado de capitais não é tão desenvolvido, como em alguns países da Europa (a exemplo de Itália e Espanha) e no Brasil, os conflitos mais comuns não são aqueles conflitos típicos de agência propostos por Jensen e Meckling (1976), entre principal e agente, mas sim entre principais (acionistas majoritários e minoritários ou controladores e não-controladores).

Ou seja, em países como o Brasil, em que predominam estruturas societárias com alto grau de concentração acionária e em que predomina a presença de um acionista majoritário ou controlador, cuja vontade prevalece na maioria das deliberações da companhia, há maiores chances de haver conflitos entre os acionistas.

Da tentativa de mitigar conflitos emerge o conceito de governança corporativa, pois presume-se que quanto melhores as práticas de governança corporativa, maior o grau de proteção aos direitos dos acionistas e menores as chances de haver conflitos entre eles.

Renders e Gaeremynck (2012) entendem que os conflitos entre principais influenciam a governança corporativa de uma empresa, e vice-versa, impactando também no valor da empresa.

Assim, a questão de pesquisa que norteia este trabalho é: ***existe de relação entre conflito entre acionistas, concentração acionária e governança corporativa nas empresas abertas brasileiras?***

O objetivo geral da pesquisa consiste em verificar o tipo de relação existente entre conflito entre acionistas, concentração acionária, governança corporativa e valor da empresa. Como objetivos específicos propõe-se criação de indicadores para os constructos “conflito”, “concentração acionária” e “governança corporativa”, além da análise das variáveis mais significativas para conflito e do estudo da relação entre conflito e valor da empresa.

A amostra foi composta por 250 empresas em um painel balanceado, classificadas em 4 grupos de acordo com sua participação nos índices Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa e de outros índices que não os específicos de governança corporativa, em um período de 3 anos compreendido entre 2012 a 2014.

O presente estudo se justifica pela escassez, na literatura brasileira, de pesquisas empíricas quantitativas sobre o tema conflito entre acionistas. Com isso, este estudo pretende: i) na área acadêmica, enriquecer o conhecimento sobre conflitos entre acionistas, por utilizar uma *proxy* mais robusta para “conflito”, indo além da simples análise de concentração acionária proposta por La Porta *et al.* (1999 e 2000), Monaco (2000) e Leal e Valadares (2002) e extrapolando a análise do conflito típico de agência, que se dá apenas entre agente e principal; e ii) nas demais áreas do saber, permitir que as empresas, seus acionistas e administradores, revejam suas práticas societárias a fim melhorar a gestão e as condutas para com os acionistas e à sociedade de um modo geral, que poderá se beneficiar com um mercado de capitais mais desenvolvido, permitindo assim uma maior atração de investidores e maior geração de riqueza.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Conflitos entre acionistas

A clássica teoria de agência de Jensen e Meckling (1976) trata de um tipo específico de conflito que ocorre dentro das empresas, que é o conflito que se dá entre principal e agente.

O foco desta pesquisa não consiste no estudo dos conflitos que se dão entre principal e agente, mas sim entre principais, assim entendidos como os conflitos entre acionistas



majoritários e minoritários, controladores e não-controladores, já que no cenário empresarial brasileiro, esse é o tipo de conflito mais recorrente.

Segundo La Porta *et al.* (1999), em países em que se verifica a alta concentração de poder nas mãos de um único acionista e onde não há um ambiente institucional e um sistema de governança bem desenvolvidos, como é o caso do Brasil, da maioria dos países asiáticos e de alguns países europeus, como Espanha, Itália e Portugal, o tipo de conflito mais comum é o que se dá entre principais. Ainda de acordo com os mesmos autores, a concentração acionária nas mãos de um acionista controlador é considerada a maior causa de conflitos entre principais, mas não é a única.

Vários fatores contribuem para a existência de conflitos entre os acionistas de uma empresa, sendo a separação entre propriedade e controle (pela emissão de duas classes de ações, ordinárias e preferenciais), um dos principais. Para Balassiano e Branco (2014), no Brasil predominam empresas com estrutura de propriedade concentrada (alta concentração acionária), dualidade de classes de ações (ações ordinárias e preferenciais) e forte presença de acionistas majoritários, reforçando o entendimento de La Porta *et al.* (1999), de que o principal tipo de conflito seja entre os acionistas e não entre os gestores e os acionistas.

Na visão de Balassiano e Branco (2014), em consonância com o entendimento de Silveira *et al.* (2004), a dualidade de classes de ações seria também um grande causador dos conflitos entre acionistas a partir do momento em que há violação da regra “uma ação, um voto”. Isso porque os acionistas possuem direitos de votos, representados por suas ações ordinárias e direitos sobre o fluxo de caixa, que são os direitos de propriedade, representados pelo total de ações possuídas.

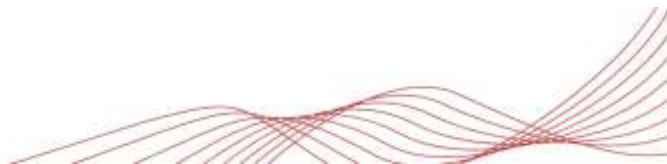
Conforme pontua Silveira *et al.* (2004), a emissão de ações preferenciais e a utilização de pirâmides (uma empresa controla outra – *holdings*) constituem um dos principais mecanismos de separação entre propriedade e controle, já que faz com que muitos acionistas controladores não sejam os acionistas majoritários, por não deterem a maioria do capital, o que dá margem a existência de conflitos entre os acionistas.

Peng e Sauerwald (2012) também entendem que o desrespeito a regra “uma ação, um voto” provoca o excesso de direitos de voto do controlador em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa, o que aponta para um cenário de fraca proteção institucional aos minoritários. Para estes autores, os conflitos entre principais se manifestam em múltiplos níveis de análises. Considerando o país como um todo, são capazes de afetar negativamente o desenvolvimento do mercado de capitais e considerando a perspectiva da empresa como um fim em si mesma, podem afetar diretamente a *performance* e o valor de mercado.

Peng e Sauerwald (2012) ainda destacam que os conflitos entre principais tendem a surgir quando estiverem presentes as seguintes hipóteses: i) presença de um acionista controlador ou de blocos controladores; ii) fraca proteção legal aos direitos dos acionistas minoritários; e iii) divergência entre os direitos de voto e de propriedade do controlador, e acrescentam que graves consequências podem emergir dos conflitos, como, por exemplo, a retenção de talento gerencial pelo emprego de membros desqualificados na gestão, a diluição da participação acionária por fusões e aquisições hostis, o excesso de remuneração aos executivos e condutas como o *tunneling* (transferência de recursos entre empresas por preços abaixo do mercado) e o *self-dealing* (transações suspeitas com partes relacionadas).

Considerando a perspectiva contratual da empresa no âmbito das sociedades anônimas brasileiras, é certo que os contratos existem para regular a relação entre os acionistas a fim de minimizar conflitos de interesses, resguardando-se os interesses dos minoritários.

Para Dey (2008), os contratos, sozinhos, não são suficientes para solucionar conflitos entre os acionistas, porque a magnitude desses conflitos varia entre as firmas dependendo de



sua estrutura gerencial, que leva em consideração os mecanismos de governança corporativa existentes, a complexidade das operações da empresa, dentre outros fatores.

Carney *et al.* (2011), por sua vez, entendem que os conflitos entre os acionistas são inerentes ao funcionamento das empresas, variando de acordo com o sistema de governança. Para os autores, a forma com que a autoridade é exercida dentro de uma empresa direciona os tipos de contratos existentes entre as partes, o que, por sua vez, direciona as transações e operações da firma. Assim, tem-se que a conduta do acionista controlador é influenciada pelos atributos de sua governança.

Sobre os cenários, causas e consequências, nenhuma literatura prévia delineou o que seria um nível aceitável ou tolerável para os conflitos entre acionistas. Conforme mencionado, é inevitável a presença de conflitos dentro das empresas, eis que as relações entre as partes são complexas. Isso reforça a justificativa quanto ao objeto do presente estudo, ou seja, a importância e relevância no estudo das relações existentes entre os conflitos entre acionistas, concentração acionária, governança corporativa e valor da empresa.

A respeito da proteção legal aos minoritários, para La Porta *et al.* (2000), o grau de proteção oferecido aos investidores, tanto acionistas quanto credores, é um elemento decisivo para explicar as diferenças entre os sistemas de governança corporativa nos países e também a ocorrência de conflitos entre os acionistas. Ainda no que tange à proteção aos direitos dos acionistas, cita-se a Câmara de Arbitragem do Mercado como um importante mecanismo de solução de conflitos para as empresas abertas brasileiras. Criada no ano de 2001 pela Bolsa de valores de São Paulo - Bovespa (hoje BM&FBovespa) em um momento de fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, tem como vantagens a celeridade, menores custos, especialização dos árbitros, o que implica em decisões mais técnicas e confidencialidade, em virtude do caráter sigiloso das informações e procedimentos.

2.2 Concentração acionária

De acordo com Silveira, Barros e Famá (2008), a concentração de poder tem sido apontada como a principal causa de conflitos entre grupos de acionistas, sobretudo entre controladores e minoritários, uma vez que está diretamente relacionada com o controle e com a propriedade (estrutura de capital) das empresas.

O controle societário é formalmente definido pela Lei 6.404/76 e pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC 36 - “Demonstrações Consolidadas”, e, embora possuam conceitos similares, apresentam diferentes requisitos e formas de conceituação.

A Lei 6.404/76, por exemplo, considera controle como sendo os direitos de sócio que assegurem a maioria dos votos, além da prevalência da vontade do controlador nas deliberações sociais e poder para eleger a maiorias dos administradores e orientar o funcionamento da empresa.

Já o CPC 36 considera controle como a presença de direitos de voto potenciais, que caracterizem poder sobre a investida de modo a utilizar esse poder para afetar o valor dos retornos.

Para Comparato (2008), controle é uma prerrogativa do titular de um poder superior de impor suas decisões sobre o titular de um poder inferior.

A noção de controle foi inicialmente associada à ideia de propriedade por Berle e Means (1932), pioneiros ao demonstrar que o controle nas sociedades de capital pulverizado era, na verdade, exercido por um pequeno grupo de administradores, os quais, por sua vez, possuíam interesses que não necessariamente coincidiam com os interesses dos acionistas.

Assim, não é difícil perceber que o controle dentro de uma organização está relacionado à sua propriedade, ou seja, à forma como a empresa se estrutura, o que influencia



sua concentração acionária e seu sistema de governança, sendo todas essas variáveis determinantes na análise dos conflitos entre acionistas.

2.3 Governança Corporativa

O fundamento principal da governança corporativa é resguardar os interesses sociais em detrimento dos particulares. Logo, companhias dotadas de boas práticas de governança corporativa, cujas linhas mestras são a transparência, integridade e a prestação de contas, tornam seus valores mobiliários mais atraentes aos investidores além de assegurarem uma melhor gestão da empresa e a proteção aos interesses dos acionistas.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC conceitua governança corporativa como “o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal”. Para este instituto, as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar o acesso ao capital e contribuir para a sua continuidade.

Para Balassiano e Branco (2014) a governança corporativa também define a forma como o poder será compartilhado entre acionistas, conselheiros e gestores, a fim de minimizar possíveis conflitos decorrentes de objetivos, motivações e interesses diferentes.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A presente pesquisa pode ser caracterizada como teórico-empírica, descritiva e quantitativa, pois, respectivamente, se presta a: i) corroborar teorias visando seu aproveitamento através da análise de dados; ii) interpretar e descrever as variáveis e sua evolução, e; iii) testar variáveis e mensurar resultados por meio de métodos estatísticos;

A amostra do estudo foi de 250 empresas em um painel balanceado, selecionadas de acordo com a disponibilidade dos dados e listadas em variados índices da bolsa de valores BM&FBovespa, quais seja Novo Mercado; Governança Corporativa Níveis 1 e 2 e outros índices não específicos de governança, como Ibovespa Tradicional, Bovespa Mais. O período de análise foi de 3 anos, 2012 a 2014, nos quais utilizou-se a mesma amostra para os anos.

As informações necessárias foram obtidas junto ao banco de dados Econômica e formulários de referência acessados pelo no site da BM&FBovespa.

Para operacionalização da parte quantitativa, as análises estatísticas foram feitas com auxílio do *software* R. O estudo iniciou com uma análise descritiva, seguida de uma análise de componentes principais visando redução de dimensões para a criação de indicadores para os constructos “Conflito”, “Governança corporativa” e “Concentração acionária”. Após, foram feitas regressões utilizando-se dados em painel e por fim, uma análise de agrupamento para segregar os resultados de acordo com as duas variáveis dependentes escolhidas: “Conflito” e “Valor da empresa”.

3.1 Variáveis dependentes

As equações de regressão utilizaram ora “Conflito”, ora “Valor da empresa” como variável dependente. O constructo “Conflito” foi mensurado por mais de uma variável, de acordo com Renders e Gaeremynck (2012) e Dey (2008), que apontam para o fato de não existir uma única *proxy* confiável para representá-lo e sim, um conjunto de variáveis associadas, tanto de natureza qualitativa como quantitativa.



Quadro 1 - Variáveis do constructo “Conflito”

Variável	Justificativa	Autores
CLASSES: A empresa emite ações ordinárias e preferenciais	A emissão de outras classes de ações além das ordinárias constitui o principal mecanismo para separação entre direito de controle e direito sobre o fluxo de caixa, desviando-se da regra “uma ação, um voto”.	Silveira <i>et al.</i> (2004), Renders e Gaeremynck (2012)
PROP: $\frac{ON}{PN}$ Razão entre ações ON e PN na empresa	Representa a proporção de ações ON de uma empresa em relação a outras classes de ações. Para encontrar a razão, foi feita a divisão do número total de ações ON pelo número total das demais classes de ações.	Gonzaga e Costa (2009)
DIV: Dividendos pagos por ação	Os dividendos influenciam os benefícios privados de controle pois sua distribuição afeta a riqueza corporativa. Quanto maior o pagamento de dividendos, menores as chances de conflitos, porque os acionistas estão tendo o retorno esperado pelo investimento.	Silveira, et al. (2008) Gonzaga e Costa (2009), Renders e Gaeremynck (2012)
AC_AC: Não existem acordos de acionistas	Espera-se maior severidade do conflito entre acionistas em empresas com múltiplos blocos controladores, pela maior probabilidade de expropriação dos minoritários.	Silveira (2002), Renders e Gaeremynck (2012)
PROT: A empresa não adota medidas de proteção ao acionista	A ocorrência de conflitos muitas vezes está relacionada ao grau de proteção conferido aos acionistas. Por isso, são desejáveis algumas medidas de proteção ao acionista, das quais se destacam: 1) Existência somente de ações que conferem direito a voto; 2) <i>Tag along</i> para 100% das ações; 3) Obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro da empresa ou saída de segmento; 4) Obrigatoriedade de adesão à Câmara de Arbitragem da BM&FBovespa; e 5) Mínimo de 25% de ações em circulação.	La Porta <i>et al.</i> (2000) Lacker, Richardson e Tuna (2007) Adaptado pela Autora
CAM: A empresa não participa da Câmara de Arbitragem	Empresas que se utilizam da cláusula compromissória (obriga a solução de conflitos por meio da Câmara de Arbitragem do Mercado) podem estar mais comprometidas com transparência e com melhores práticas de governança corporativa.	Proposta pela Autora

Fonte: Elaboração própria.

O foco deste estudo vai além da simples análise de concentração de propriedade, como nos estudos de La Porta *et al.* (1999), Bortolon (2013), Caixe e Krauter (2013), motivo pelo qual, variáveis ligadas apenas à concentração de propriedade foram consideradas como variáveis independentes do constructo “Concentração acionária”. O foco desta pesquisa está justamente em identificar outras possíveis variáveis que possam indicar a presença de conflitos entre acionistas.

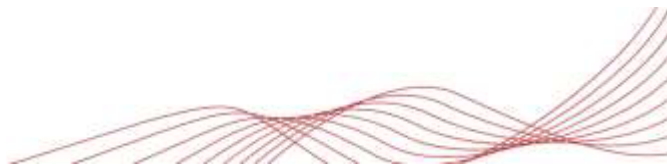
Quanto à variável dependente “Valor da empresa”, representado pelo Q de Tobin, destaca-se que existem várias formas para o seu cálculo, mas, no presente estudo, optou-se por utilizar uma fórmula que engloba o valor de mercado da empresa (por ser um dado mais confiável, de fácil obtenção e menor volatilidade) além do valor total das dívidas líquidas, dos ativos circulantes e dos ativos totais, conforme fórmula (1):

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor de Mercado} + \text{Dívida Total Líquida} - \text{Ativo Circulante}}{\text{Valor Total Ativos}} \quad (1)$$

A variável Q de Tobin é muito usada em estudos que avaliam a performance da empresa e foi escolhida principalmente pelo seu poder de comparação.

3.2 Variáveis independentes

Para as variáveis independentes do estudo foram utilizados 2 constructos: “Concentração acionária” e “Governança corporativa”, além da variável binária “Tipo de



acionista controlador”. Nos constructos, algumas variáveis são numéricas, enquanto outras são binárias. Optou-se por criar um constructo só para “Concentração acionária”, já que tais variáveis estão bem definidas na literatura como sendo representativas de controle e propriedade, enquanto as variáveis que representam conflito não estão assim tão bem definidas. As variáveis independentes estão relacionadas nos quadros 4, 5 e 6:

Quadro 2 - Variáveis do constructo “Concentração acionária”

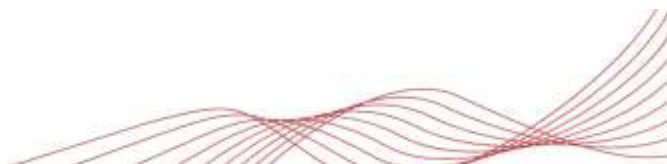
Variável	Justificativa	Autores
AC_MAJ: Percentual de ações detidas pelo acionista majoritário	Quanto maior o percentual do acionista controlador, maiores suas chances de extrair riqueza para si e maiores as chances de ocorrer conflitos. Em relação ao valor da empresa, uma maior concentração acionária aponta para um melhor gerenciamento da empresa.	La Porta (1999), Silveira (2002), Renders e Gaeremynck (2012), Caixe e Krauter (2013)
2AC: Percentual de ações detidas pelo segundo maior acionista	No caso da presença de um segundo acionista majoritário, supõe-se que o risco de expropriação aos minoritários seria menor, pelo monitoramento da gestão também por parte do segundo acionista. Em relação ao valor da empresa, reflete positivamente na performance.	Renders e Gaeremynck (2012)
FREE_FLOAT: Percentual de ações em circulação no mercado	Presume-se que, quanto mais pulverizado o capital, menores seriam as chances de conflitos decorrentes da expropriação aos minoritários. Em relação ao valor da empresa, a pulverização do capital implicaria em menor valor da empresa, já que não há um acionista majoritário responsável pelo gerenciamento eficaz.	Silveira (2008) Renders e Gaeremynck (2012)

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 3 - Variável binária “Tipo de acionista controlador”

Variável	Justificativa	Autores
TIPOAC: Tipo de Acionista Controlador PE: Propriedade estrangeira PN: Propriedade privada nacional EST: Propriedade estatal FAM: Propriedade familiar ou um único investidor particular FUNDP: Propriedade por fundos de pensão IFIN: Propriedade por instituição financeira	O tipo de acionista pode influenciar a estrutura de propriedade e controle da organização. Essa classificação ajuda a identificar e relacionar os resultados obtidos ao final da análise.	La Porta (1999) Silveira <i>et al.</i> (2008) Caixe e Krauter (2013)

Fonte: Elaboração própria.



Quadro 4 - Variáveis do constructo “Governança corporativa”

Variável	Justificativa	Autores
EXT: Há presença de membros externos no Conselho de Administração	A presença de membros externos à empresa no Conselho traz mais transparência à gestão e menores possibilidades de conflito, além de presumir que a empresa estaria mais comprometida com a estrutura de governança corporativa. Espera-se um aumento no valor de mercado.	Silveira (2002)
TOT: Conselho de Administração composto por até de 5 membros	Em relação ao tamanho do Conselho de Administração a ideia é que exista uma faixa ótima para os conselhos com 5 a 9 membros. Empresas com conselhos menores apresentam melhores índices financeiros e melhor desempenho, pois um conselho com muitos membros poderia dificultar a tomada de decisão, provocando conflitos e prejudicando a qualidade de uma boa governança.	Silveira (2002) Dey (2008)
INDEP: Grau de independência do conselho é superior à média do ano	Não existe um arcabouço conceitual para imaginar uma composição “ótima” para os conselhos das empresas, mas, assumiu-se que, quanto maior a independência do Conselho, maior o valor da empresa e melhor o seu desempenho e menores as chances de haver conflitos.	Silveira (2002) Dey (2008)
Variável	Justificativa	Autores
SEG_CEO: Segregação entre Diretor Presidente e Presidente do Conselho	O fato de que o Diretor Executivo também possa também ocupar a posição de Presidente do Conselho depõe contra as boas práticas de governança, aumentando as chances de conflito e fazendo com que seja menor o valor da empresa.	Silveira (2002)
REM_VAR: A diretoria executiva recebe remuneração variável	A remuneração variável pode ser entendida como o valor fixo ou percentual sobre o salário do empregado que atinge determinadas metas, como forma de motivar empregados a atingir melhores desempenhos. Sua presença nas empresas minimizaria possíveis conflitos de agência, além de ser indicativa de melhor governança e, conseqüentemente, melhor valor da empresa.	Silveira (2002)
REM_ACOES: A empresa possui algum tipo de plano de remuneração baseado na compra de ações	A lógica deste benefício é a expectativa que o preço das ações subirá e os empregados poderão comprá-las a um preço mais baixo e vendê-las pelo preço corrente do mercado depois. A utilização por esse tipo de remuneração melhora a estrutura de governança e minimiza os conflitos de agência, fazendo aumentar o valor da empresa.	Silveira (2002)
SEG_DIF: Empresas participantes do Novo Mercado e GC 2	O fato de a empresa participar de um segmento diferenciado de governança corporativa, como é o caso das empresas que participam do Novo Mercado e Governança Corporativa Nível 2 já é suficiente para menores possibilidades de ocorrência de conflitos de agência. Sendo assim, maior o valor da empresa.	Silveira (2002)

Fonte: Elaboração própria.

3.3 Variáveis do grupo de controle

Além das variáveis dependentes e independentes, foram utilizadas também variáveis de controle como idade da empresa, número de funcionários, total de ativos, total do lucro líquido, número de bolsas que a empresa está listada e setor de atuação. O objetivo principal em introduzir variáveis de controle ao modelo é isolar sua influência sobre o relacionamento entre as variáveis de interesse mencionadas anteriormente.

3.4 Definição teórica e operacional das variáveis

A tabela 1 apresenta uma síntese dos constructos, das variáveis quantitativas e qualitativas e suas respectivas categorizações. Para as variáveis *dummy*, foram destacadas as respostas em “Não” e “Sim”, para as quais, respectivamente, atribuiu-se os números zero e um. As demais variáveis são numéricas.

No constructo “Conflito”, o zero aponta para menor conflito enquanto o um para maior conflito. Já no constructo “Tipo de acionista controlador”, o zero indica a não existência de determinado tipo de controlador enquanto o um indica sua existência. Por fim,



no constructo “Governança corporativa”, o zero aponta para pior governança enquanto o um aponta para melhor governança.

Na tabela 1, optou-se por manter o zero como resposta “Não” e o um como resposta “Sim” para padronizar a categorização das variáveis *dummy*, mas, no constructo “Conflito”, a resposta “Não” deve ser interpretada como um “Sim” porque indica menor conflito (número zero). Assim, a construção das variáveis dentro do constructo “Conflito” foi feita de forma negativa (não emitem apenas ações ordinárias, não existem acordos, não adota medidas, não participa da CAM) de modo a possibilitar essa interpretação. Diferentemente do constructo “Governança corporativa”, em que a resposta “Não” indica pior governança e “Sim”, melhor.

Para verificar o impacto dos índices de “Governança corporativa”, “Concentração acionária” e “Tipo de acionista controlador” sobre os índices “Conflito” e “Valor da empresa”, controlando pelas demais variáveis do grupo de controle, foram utilizadas regressões apropriadas para dados em painel, utilizando ora “Conflito”, ora “Valor da empresa” como variável dependente.

Tabela 1 - Síntese com siglas e apresentação das variáveis por constructo

Constructo	Sigla	Variável	Categorias
Conflito (CON)	CLASSES	A empresa emite ações ordinárias e preferenciais	0: Não; 1: Sim
	PROP	Proporção entre ações ON e PN da empresa	-
	DIV	Dividendos pagos por ação	-
	AC_AC	Não existem acordos de acionistas que modifiquem os direitos de votos	0: Não; 1: Sim
	PROT	A empresa não adota algumas medidas selecionadas de proteção aos acionistas	0: Não; 1: Sim
	CAM	A empresa não participa da Câmara de Arbitragem do Mercado	0: Não; 1: Sim
Valor da empresa (VE)	VALOR	Q de Tobin	-
Concentração acionária (CA)	AC_MAJ	Percentual de ações detidas pelo acionista majoritário	-
	2AC	Percentual de ações detidas pelo segundo maior acionista	-
	FREE_FLOAT	Percentual de ações em circulação no mercado – <i>Free float</i>	-
Tipo de acionista controlador (TIPOAC)	PE	O controlador da empresa é empresa estrangeira	0: Não; 1: Sim.
	PN	O controlador da empresa é empresa nacional	0: Não; 1: Sim.
	EST	O controlador da empresa é um ente estatal (União, Estados ou Municípios)	0: Não; 1: Sim.
	FAM	O controlador da empresa é uma família fundadora ou um único investidor	0: Não; 1: Sim.
	FUNDP	O controlador da empresa é um fundo de pensão nacional	0: Não; 1: Sim.
	IFIN	O controlador da empresa é uma instituição financeira nacional	0: Não; 1: Sim.
Governança corporativa (GC)	EXT	Há presença de membros externos no Conselho de Administração	0: Não; 1: Sim.
	TOT	O Conselho de Administração é composto por até 5 membros	0: Não; 1: Sim.
	INDEP	Grau de independência do conselho é superior à média do ano	0: Não; 1: Sim.
	SEG_CEO	Há segregação entre os ocupantes dos cargos de Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração	0: Não; 1: Sim.
	REM_VAR	A diretoria executiva recebe remuneração variável	0: Não; 1: Sim.
	REM_ACOES	A empresa possui algum tipo de plano de remuneração baseado na compra de ações	0: Não; 1: Sim.



SEG_DIF Empresas são participantes do Novo Mercado e Governança Corporativa Nível 2 0: Não; 1: Sim.

Constructo	Sigla	Variável	Categorias
Grupo controle (GRUPO)	IDADE	Idade da empresa	-
	FUNC	Nº de funcionários que a empresa possui	-
	AT_TOT	Valor total dos ativos detidos pela entidade	-
	L_LÍQUIDO	Valor total do lucro líquido que a empresa obteve ao final do ano	-
	BOLSAS	Bolsas	-
	SETOR	Setor de atuação da empresa	

Fonte: Elaboração própria.

A opção pelas regressões com dados em painel se deu em função do objetivo geral do estudo, qual seja, analisar a relação entre conflitos entre acionistas, concentração acionária, governança corporativa e valor da empresa, o que só pode ser feito de forma conjunta para evitar possíveis efeitos individuais e variados não explicáveis para cada ano em estudo.

Para Gujarati e Porter (2011), a opção pelos dados em painel permite agrupar variáveis no tempo e no espaço, além de permitir o controle da heterogeneidade individual, a utilização de dados com maior poder de informação e a construção de modelos mais complexos. Logo, os modelos com dados em painel possibilitam uma análise mais completa das variáveis escolhidas, o que não ocorre com os demais modelos que utilizam apenas dados longitudinais.

No presente estudo, optou-se pelos modelos marginais, também conhecidos como *Generalized Equations Estimating* – GEE, por sua ausência de suposição sobre normalidade e homocedasticidade dos erros e facilidade de interpretação, os quais têm sido preferidos para modelagem de dados longitudinais, de acordo com Fitzmaurice, Laird e Ware (2011). Para Liang e Zeger (1986) é um caminho para contabilizar a correlação existente entre as medidas das mesmas empresas ao longo do tempo. Os modelos e testes de suposição e diagnósticos foram realizados através das funções do pacote *geepack*, de acordo com Halekoh, Hojsgaard e Yan (2006), do *software R*.

Por último, com o objetivo de agrupar as empresas que apresentaram comportamentos semelhantes referentes aos indicadores das variáveis independentes “Conflito” e “Valor da empresa”, foi utilizada uma análise hierárquica de agrupamento com base no método de Ward (1963), que forma grupos heterogêneos com elementos homogêneos e variância mínima, também utilizado por Dey (2008). Segundo Gujarati e Porter (2011), a análise de agrupamento é uma análise exploratória, que tem como objetivo a simplificação estrutural do objeto em estudo a partir da divisão dos elementos da amostra em grupos.

Como limitações metodológicas do estudo, considera-se dificuldade em se estabelecer uma *proxy* para “Conflito”, pois não existe uma única variável que possa representá-lo, e sim uma combinação de fatores. Em relação à governança corporativa, foram selecionados os principais atributos característicos de uma boa governança, mas não todos eles, limitando-se o estudo aos atributos selecionados. Entretanto, acredita-se que as variáveis selecionadas são significativamente relevantes para o objeto do estudo.

4 ANÁLISES E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A evolução das variáveis ao longo dos anos estudados está representada na tabela 2. Destaca-se que, para as variáveis qualitativas, foi apresentada a frequência absoluta (numérica) e a frequência relativa (percentual) de cada uma, em cada ano em análise. Já para as variáveis quantitativas, foi apresentada a média e o desvio-padrão (entre parênteses).

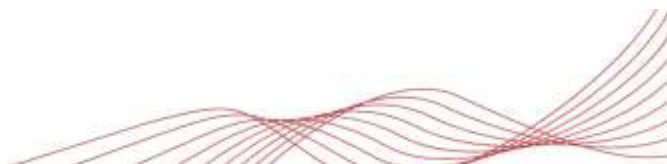


Tabela 2 - Descrição das variáveis ao longo do tempo

	Respostas	Ano		
		2012	2013	2014
CON	Empresas que emitem ações ordinárias e preferenciais	102 (40,8%)	102 (40,8%)	102 (40,8%)
	Proporção entre ações ON e PN da empresa	1,3 (6,5)	1,6 (7,2)	1,5 (6,7)
	Dividendos pagos por ação	1,1 (4,9)	0,8 (2,9)	0,8 (2,3)
	Empresas que não possuem acordos de acionistas	144 (57,6%)	144 (57,6%)	144 (57,6%)
	Empresas que não adotam algumas medidas de proteção	115 (46,0%)	100 (40,0%)	99 (39,6%)
	Empresas que não participam da Câmara de Arbitragem do Mercado	106 (42,4%)	99 (39,6%)	99 (39,6%)
VE	Q de Tobin	0,9 (2,1)	0,6 (1,2)	0,6 (1,0)
CA	Percentual de ações detidas pelo acionista majoritário	40,1 (22,6)	40,2 (22,7)	40,9 (22,9)
	Percentual de ações detidas pelo segundo maior acionista	12,8 (8,9)	12,3 (8,6)	12,6 (8,7)
	Percentual de ações em circulação no mercado – <i>Free float</i>	32,6 (19,9)	47,3 (25,9)	45,4 (26,9)
TIPOAC	PE: O controlador da empresa é empresa estrangeira	39 (15,6%)	48 (19,2%)	49 (19,6%)
	PN: O controlador da empresa é empresa nacional	105 (42,0%)	104 (41,6%)	104 (41,6%)
	EST: O controlador da empresa é um ente estatal	23 (9,2%)	22 (8,8%)	23 (9,2%)
	FAM: O controlador da empresa é uma família fundadora ou um único investidor	58 (23,2%)	55 (22,0%)	55 (22,0%)
	FUNDP: O controlador da empresa é um fundo de pensão nacional	8 (3,2%)	6 (2,4%)	5 (2,0%)
	IFIN: O controlador da empresa é uma instituição financeira nacional	17 (6,8%)	17 (6,8%)	16 (6,4%)
	Respostas	Ano		
		2012	2013	2014
GC	Há presença de membros externos no Conselho de Administração	165 (66,0%)	174 (69,6%)	184 (73,6%)
	O Conselho de Administração é composto por até 5 membros	43 (17,2%)	41 (16,4%)	34 (13,6%)
	Grau de independência do conselho é superior à média do ano	104 (41,6%)	102 (40,8%)	128 (51,2%)
	Há segregação entre os ocupantes dos cargos de Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração	208 (83,2%)	223 (89,2%)	220 (88,0%)
	A diretoria executiva recebe remuneração variável	190 (76,0%)	196 (78,4%)	206 (82,4%)
	A empresa possui algum tipo de plano de remuneração baseado na compra de ações	135 (54,0%)	141 (56,4%)	146 (58,4%)
	Empresas participantes do Novo Mercado e Governança Corporativa Nível 2	118 (47,2%)	130 (52,0%)	130 (52,0%)
GRUPO	Idade da empresa	27,8 (17,1)	28,8 (17,1)	29,8 (17,1)
	Nº de funcionários que a empresa possui /1000	9,4 (21,8)	9,7 (23,1)	9,7 (23,1)
	Valor total dos ativos detidos pela entidade/1.000.000	26,2 (146,4)	21,1 (109,0)	23,6 (122,0)
	Lucro Líquido/100.000	5,11 (2,2)	4,37 (2,5)	4,16 (2,6)
	Bolsas	1,2 (0,6)	1,2 (0,6)	1,2 (0,6)

Fonte: Dados da pesquisa.

Visando reduzir o número de dimensões dos constructos e consequentemente, produzir indicadores capazes de representar todas as variáveis, utilizou-se a análise de componentes principais, com base na metodologia proposta por Nagar e Basu (2002) que utiliza não apenas a componente principal, mas sim, todas as componentes, visando explicar toda a variabilidade dos dados.



Nas tabelas 3, 4 e 5 verificam-se os resultados da análise de componentes principais para os constructos “Conflito”, “Concentração acionária”, “Governança corporativa”. Já a tabela 6 mostra a evolução dos indicadores ao longo dos anos. Pela sua análise percebe-se que o indicador de “Conflito” (ICON_Pad) não apresentou variação significativa ao longo do tempo, mantendo-se estável, enquanto os indicadores de “Concentração acionária” (ICA_Pad) e “Governança corporativa” (IGC_Pad) apresentaram uma variação significativa, de modo que ICA_Pad apresentou o menor valor médio em 2013 e o maior em 2012, enquanto que IGC_Pad apresentou o menor valor médio em 2012 e o maior em 2014.

Tabela 3 - Análise de componentes principais para “Conflito”

Conflito	Componentes Principais						Peso geral	Importância relativa
	PC-1	PC-2	PC-3	PC-4	PC-5	PC-6		
CLASSES	0,538	-0,087	-0,075	0,629	0,451	0,312	0,267	18,1%
PROP	0,152	0,777	0,083	-0,386	0,458	0,090	0,289	19,6%
DIV	-0,282	-0,290	-0,730	-0,273	0,468	0,103	-0,368	24,9%
AC_AC	-0,254	-0,424	0,673	-0,197	0,479	0,188	-0,119	8,1%
PROT	0,521	-0,262	0,022	-0,254	0,201	-0,745	0,221	15,0%
CAM	0,521	-0,238	-0,035	-0,527	-0,314	0,542	0,213	14,4%
Variância	3,29	1,50	1,14	0,07	0,01	0,00		
Variância Explicada	54,8%	25,0%	19,0%	1,2%	0,1%	0,0%		

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 4 - Análise de componentes principais para “Concentração acionária”

Concentração acionária	Componentes Principais			Peso geral	Importância relativa
	PC-1	PC-2	PC-3		
AC_MAJ	0,716	-0,128	-0,686	0,297	27,3%
2AC	-0,114	0,949	-0,295	0,240	22,7%
FREE_FLOAT	-0,689	-0,289	-0,665	-0,545	50,0%
Variância	1,68	1,06	0,26		
Variância Explicada	56,0%	35,3%	8,7%		

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 5 - Análise de componentes principais para “Governança corporativa”

Governança Corporativa	Componentes Principais							Peso geral	Importância dos itens (%)
	PC-1	PC-2	PC-3	PC-4	PC-5	PC-6	PC-7		
EXT	0,419	-0,166	-0,067	-0,120	-0,386	-0,780	-0,144	0,299	14,5%
TOT	-0,422	-0,154	0,072	-0,014	-0,039	-0,014	-0,890	-0,346	16,8%
INDEP	0,304	-0,696	-0,310	0,510	0,160	0,193	-0,067	0,157	7,6%
SEG_CEO	0,329	0,493	-0,700	-0,093	0,212	0,098	-0,308	0,274	13,3%
REM_VAR	0,351	0,433	0,430	0,642	-0,197	0,097	-0,209	0,370	18,0%
REM_ACOES	0,397	-0,078	0,448	-0,283	0,721	-0,092	-0,164	0,326	15,8%
SEG_DIF	0,406	-0,166	0,134	-0,475	-0,469	0,571	-0,134	0,290	14,0%
Variância	2,35	0,90	0,64	0,47	0,23	0,04	0,00		
Variância Explicada	50,7%	19,5%	13,8%	10,1%	5,0%	0,9%	0,0%		

Fonte: Dados da pesquisa.



Tabela 6 - Medidas descritivas e Teste de Friedman para os indicadores ao longo dos anos

Variável	Ano	Média	D.P.	1ºQ	2ºQ	3ºQ	p-valor
ICON_Pad	2012	0,60	0,10	0,52	0,57	0,67	0,508
	2013	0,60	0,09	0,52	0,55	0,68	
	2014	0,59	0,09	0,52	0,55	0,67	
ICA_Pad	2012	0,54	0,19	0,41	0,53	0,66	<0,001
	2013	0,45	0,21	0,30	0,47	0,58	
	2014	0,47	0,21	0,32	0,48	0,60	
IGC_Pad	2012	0,69	0,28	0,55	0,75	0,94	<0,001
	2013	0,72	0,26	0,55	0,77	0,94	
	2014	0,74	0,27	0,55	0,82	1,00	

Fonte: Dados da pesquisa.

Para as regressões, o modelo marginal para “Conflito” e “Valor da empresa” foi ajustado de acordo com as fórmulas 2 e 3:

$$ICON_{Pad_{it}} = \beta_{0i} + \beta_1(ICA_{Pad_{it}}) + \beta_2(IGC_{Pad_{it}}) + \sum_{p=3}^7 \beta_p TA_i + \sum_{p=8}^{12} \beta_p VC_{it} + \sum_{p=13}^{30} \beta_p ST_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$VE_{it} = \beta_{0i} + \beta_1(ICA_{Pad_{it}}) + \beta_2(IGC_{Pad_{it}}) + \sum_{p=3}^7 \beta_p TA_i + \sum_{p=8}^{12} \beta_p VC_{it} + \sum_{p=13}^{30} \beta_p ST_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em que: i : número correspondente a i ésima empresa da amostra – de 1 a 250;

t : número correspondente ao ano em análise – de 2012 a 2014;

β_0 : Intercepto do modelo de regressão;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_p$: Coeficientes;

ε : Termo de erro;

ICONpad: Indicador de Conflito entre acionistas;

VE: Valor da empresa;

ICA_Pad: Indicador de Concentração acionária;

IGC_Pad: Indicador de Governança Corporativa;

TA: Tipo de Acionista controlador;

VC: Variáveis do grupo de controle;

ST: Variáveis de setor de atuação.

Não foram feitos testes estatísticos porque nos modelos marginais não se fazem suposições como nos outros, uma vez que, como os dados são contínuos, já se assume que o modelo linear é o mais adequado. Pela análise, verifica-se que as variáveis do modelo foram capazes de explicar 51,9% da variabilidade de conflito, sendo este valor atribuído ao R2 ajustado do modelo GEE a partir da estatística de Wald GEE proposta por Natarajan, *et al.* (2007). As mesmas variáveis, para “Valor da empresa” foram capazes de explicar 33,7% da variabilidade, sendo este valor igualmente atribuído ao R2 ajustado do modelo GEE.

Ao avaliar os coeficientes da regressão (β) e sua significância (p-valor) para “Conflito” na tabela 7, pode-se interpretar que:

- i) Mantendo constantes as demais variáveis, existe uma influência significativa (p-valor = 0,040) e positiva ($\beta = 0,022$) da concentração acionária sobre o conflito;



ii) Mantendo constantes as demais variáveis, existe uma influência significativa (p-valor menor que 0,001) e negativa ($\beta = -0,065$) da governança corporativa sobre o conflito;

iii) Mantendo constantes as demais variáveis, não houve diferença significativa entre os tipos de acionista controlador, não sendo possível afirmar que os tipos de acionista controlador exerçam influência sobre os conflitos entre acionistas.

Ao avaliar os coeficientes da regressão (β) e sua significância (p-valor) para “Valor da empresa” na tabela 7, pode-se interpretar que:

i) Mantendo constantes as demais variáveis, não existe uma influência significativa (p-valor = 0,954) da concentração acionária sobre o valor da empresa;

ii) Mantendo constantes as demais variáveis, não existe uma influência significativa (p-valor = 0,627) da governança corporativa sobre o valor da empresa;

iii) Mantendo constantes as demais variáveis, não houve diferença significativa dos tipos de acionista controlador em relação ao valor da empresa.

Tabela 7 - Regressões lineares marginais para “Conflito” e “Valor da empresa”

Fonte	Conflito			Valor da empresa		
	β	EP(β)	p-valor	β	EP(β)	p-valor
Intercepto	0,598	0,022	0,000	2,990	1,860	0,107
ICA_Pad	0,022	0,011	0,040	0,023	0,396	0,954
IGC_Pad	-0,065	0,010	0,000	-0,352	0,723	0,627
TIPOAC = PE	-0,006	0,005	0,198	0,193	0,314	0,538
TIPOAC = EST	0,006	0,017	0,737	-	-	-
TIPOAC = FAM	-0,001	0,007	0,941	0,269	0,241	0,263
TIPOAC = FUNDP	-0,008	0,009	0,380	0,040	0,257	0,878
TIPOAC = IFIN	0,007	0,018	0,709	-0,004	0,324	0,991
TIPOAC = PN	-	-	-	0,207	0,330	0,530
IDADE/10	0,011	0,003	0,000	-0,015	0,008	0,046
FUNC	0,000	0,000	0,133	0,000	0,000	0,713
AT_TOT (Ln)	0,000	0,001	0,931	-0,128	0,110	0,244
L_LIQUIDO (Ln)	0,000	0,000	0,371	0,025	0,013	0,056
BOLSAS	-0,007	0,009	0,458	0,186	0,150	0,215
Coefficiente de Correlação (AR-1)	0,892 (valor-p<0,001)			0,492 (valor-p<0,001)		
R ² ajustado*	51,9%			33,7%		

* R² estimado a partir da estatística de Wald GEE com base em Natarajan, *et al.* (2007).

Fonte: Dados da pesquisa.

Com o objetivo de agrupar as empresas que apresentaram comportamentos semelhantes referentes aos indicadores de “Conflito” e “Valor da empresa”, foi utilizada a análise hierárquica de agrupamento baseada no método de Ward (1963), o qual tem como objetivo a formação de grupos de maneira a atingir sempre o mínimo desvio padrão entre os dados de cada grupo.

Como o estudo utilizou 2 equações de regressão, utilizando ora “Conflito”, ora “Valor da empresa” como variável dependente, optou-se por complementar os resultados com a análise de agrupamento aumentando assim o potencial explicativo do modelo.

O gráfico 1 traz o dendograma, ferramenta do software R apropriada para definir o número de grupos por meio da realização de “cortes” nas zonas onde as separações entre classes correspondam a grandes distâncias. No presente estudo, foi definido trabalhar com 4 grupos, considerando as zonas de corte apresentadas pelo dendograma:



A tabela 8 mostra que os grupos 1 e 2 contém a maior parte das empresas da amostra (N = 193) e se caracterizam por apresentar as menores médias dos indicadores Valor da empresa (-0,094 e 0,566) e as maiores médias de Conflito (0,607 e 0,601). Já os grupos 3 e 4 se caracterizam por apresentar as maiores médias do indicador Valor da empresa (1,378 e 3,780) e as menores médias de Conflito (0,563 e 0,564), englobando o restante das empresas da amostra (N = 57).

Tabela 8 - Apresentação dos perfis dos grupos

Variáveis	Grupos	N	Média	EP	1ºQ	2ºQ	3ºQ	p-valor
Valor da empresa	1	95	-0,094	0,051	-0,167	0,033	0,117	<0,001
	2	98	0,566	0,022	0,360	0,547	0,747	
	3	34	1,378	0,047	1,130	1,312	1,670	
	4	23	3,780	0,335	2,493	3,160	4,537	
Conflito	1	95	0,607	0,010	0,540	0,612	0,684	0,007
	2	98	0,601	0,010	0,526	0,565	0,669	
	3	34	0,563	0,011	0,518	0,539	0,590	
	4	23	0,564	0,013	0,519	0,537	0,615	

Fonte: Dados da pesquisa.

Os p-valores menores que o nível de significância de 5% indicam que a análise produziu resultados significativos. Assim, com a análise de agrupamento encontrou-se resultados consistentes com os estudos de Renders e Gaeremynck (2012), que entendem que a ocorrência de conflitos está inversamente relacionada com o valor da empresa, de modo que quanto maior o valor da empresa, menores as chances de conflitos entre os acionistas e quanto maiores as probabilidades e o grau dos conflitos entre acionistas, menor o valor da empresa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa teve como objetivo geral avaliar a relação existente entre: i) conflitos entre acionistas, concentração acionária e governança corporativa; ii) entre valor da empresa, concentração acionária e governança corporativa; e iii) entre conflitos entre acionistas e valor da empresa.

Para atender ao objetivo geral do estudo, contou-se com uma amostra constituída por 250 empresas abertas, escolhidas de acordo com a disponibilidade dos dados, com ações negociadas em diferentes índices da BM&FBovespa, nos anos de 2012, 2013 e 2014.

A concentração acionária, a governança corporativa, os tipos de acionista controlador e as demais variáveis de controle foram capazes de explicar 51,9% da variabilidade de conflito, o que, para pesquisas em ciências sociais aplicadas é considerado um R² altamente satisfatório, sobretudo em virtude da inexistência de uma única variável para representar o conflito entre acionistas. As mesmas variáveis, em relação ao valor de mercado, foram capazes de explicar 33,7% de sua variabilidade, percentual igualmente satisfatório.

Nos resultados, houve uma influência significativa e positiva do indicador “Concentração Acionária” sobre o conflito. Ou seja, quanto maior a concentração acionária nas mãos dos acionistas controladores (primeiro e segundo acionista) e quanto menor o percentual de ações em circulação, maior o conflito.

O resultado encontrado no que tange a alta concentração nas mãos do acionista majoritário está em consonância com grande parte da doutrina que trata do assunto, como La Porta *et al.* (1999), Silveira (2002), Dey (2008), Renders e Gaeremynck (2012), Caixe e Krauter (2013), uma vez que a alta concentração acionária é um forte indicador de conflito, pela possibilidade de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários por parte do controlador. Tal resultado, entretanto, diverge de Leal e Silva (2008), já que em sua pesquisa



evidenciou-se que a presença de um único controlador não é vista como negativa. Em relação ao percentual de ações detidas pelo segundo maior acionista, o resultado diverge do entendimento firmado por Renders e Gaeremynck (2012) já que para as autoras, um segundo acionista majoritário reduziria as chances de conflito, o que não se verificou no presente estudo.

O percentual de ações detidas pelo acionista majoritário e pelo segundo maior acionista se manteve estável ao longo dos anos, em torno de 40% e 12%, respectivamente. No que se refere ao acionista majoritário, o percentual encontrado é menor do que o percentual encontrado por Silveira (2002) e Silveira *et al.* (2004), mas ainda assim é considerado alto, comprovando-se que no Brasil ainda predomina a alta concentração de capital nas mãos de um único acionista. Para Caixe e Krauter (2013) este resultado não é ruim, uma vez que a concentração de poder pode ter um impacto positivo no valor de mercado da empresa em virtude do monitoramento eficiente por parte do controlador.

A evolução no tempo da variável que representa o percentual de ações em circulação no mercado, que aumentou de 32,6% em 2012 para 45,4% em 2014, aponta para uma tendência de pulverização do capital, fenômeno já presente em economias mais desenvolvidas, como nos Estados Unidos e Reino Unido. Já o percentual de empresas que emitem apenas ações ordinárias se manteve constante ao longo dos anos.

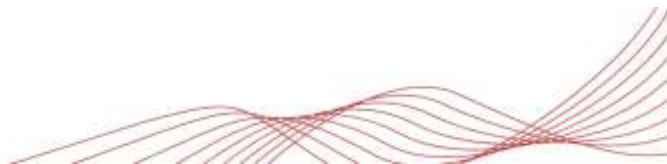
O tipo de acionista controlador mais frequente na amostra em estudo foi empresa privada nacional, representando pouco mais de 40% das empresas da amostra, enquanto o menos frequente foi fundo de pensão. O aumento do percentual de empresas controladas por empresas de origem estrangeira subiu de 15,6% em 2012 para 19,6% em 2014, representando 25% das empresas da amostra, resultado também observado por Caixe e Krauter (2013).

Das variáveis do constructo “Conflito”, as duas que mais impactam no indicador foram dividendos e proporção entre ações ordinárias e preferenciais, com aproximadamente 45% de importância relativa. Ou seja, observando o sinal das variáveis, afirma-se que quanto menor os dividendos e maior a proporção entre ações ordinárias e preferenciais, mais conflitos. Em relação aos dividendos, o resultado corrobora com o estudo de Gonzaga e Costa (2009), que entendem que a política de distribuição de dividendos é um dos focos principais de conflitos entre acionistas. Em relação à proporção de ações ordinárias e preferenciais, encontra sintonia com o posicionamento de Silveira (2002), Gonzaga e Costa (2009), Renders e Gaeremynck (2012), Caixe e Krauter (2013) e Balassiano e Branco (2014) haja vista que essa proporção é justamente a mensuração da separação entre direitos de voto e direitos ao fluxo de caixa, tido como um dos principais focos de conflitos entre os acionistas.

O cenário de proteção ao acionista apresentou uma melhora no tempo, já que o percentual de empresas que adotam medidas de proteção ao acionista foi crescente ao longo dos anos. Também houve aumento na média de empresas que participam da Câmara de Arbitragem da BM&FBovespa. Este resultado aponta para uma tendência de mitigação de conflitos entre os acionistas, já que em regiões onde o sistema legal é mais fortalecido, a probabilidade de expropriação aos minoritários diminui.

O indicador de “Conflito” não apresentou variação significativa ao longo do tempo, mantendo-se estável, enquanto o indicador de “Concentração acionária” diminuiu, apontando para uma tendência de diluição da participação acionária. O indicador de “Governança Corporativa”, por sua vez, aumentou, apontando para uma melhora na qualidade da governança entre as empresas selecionadas.

Houve uma influência significativa e negativa do indicador “Governança Corporativa” sobre o conflito. Ou seja, pode-se dizer que a melhora na qualidade da governança corporativa tende a diminuir os conflitos entre acionistas, o que vai contra os resultados de Dey (2008), já que para a autora, quanto melhor a governança, maiores os conflitos, pois a demanda por



governança só viria com a ocorrência crescente de conflitos, porém, em sintonia com os resultados de Renders e Gaeremynck (2012), que consideram que a boa governança corporativa associada a um ambiente mais transparente aumenta o valor da empresa, mesmo em firmas que possuam conflitos internos, o que denota que a boa governança é capaz de mitigar efeitos negativos dos conflitos entre principais.

A maioria das variáveis do constructo “Governança Corporativa” apresentaram um aumento nos percentuais ao longo do tempo, o que indica que as empresas estão cada vez mais preocupadas em adotar boas práticas de governança, mas a não-significância do indicador “Governança Corporativa” sobre o “Valor da empresa” diverge do estudo de Silveira (2002) e Silveira *et al.* (2004), haja vista que, teoricamente, quanto melhores as práticas de governança corporativa, maior tende a ser o valor da empresa.

Em relação à análise de agrupamento, evidenciaram-se dois grupos formados por 57 empresas que se caracterizam por apresentar as maiores médias do Q de Tobin e menores médias de conflito. O resultado encontrado é semelhante àqueles dos estudos de Renders e Gaeremynck (2012), em que empresas com maior valor de mercado tendem a apresentar menos conflito entre os acionistas. Os outros dois grupos, formados por 193 empresas se caracterizaram por apresentar menores médias de Q de Tobin e maiores médias de conflito.

Os resultados obtidos a partir da análise de agrupamento comprovaram a importância em utilizar o valor de mercado como variável dependente na análise, já que reforçou a literatura no sentido de que os conflitos entre acionistas impactam negativamente no valor da empresa.

Em síntese, os resultados encontrados se assemelham aos resultados dos estudos que foram utilizados como embasamento teórico do presente, confirmando a existência de relação entre conflito entre acionista, concentração acionária, governança corporativa e valor da empresa. Como limitações gerais deste estudo, considera-se a dificuldade em se estabelecer uma *proxy* confiável para “conflito”, por não existir uma única variável representativa e sim uma combinação de fatores. Entretanto, acredita-se que as variáveis selecionadas foram as mais fidedignas e confiáveis para se chegar aos resultados do objeto proposto.

Como sugestão para estudos futuros, uma possibilidade é a ampliação da amostra a todas as empresas listadas na BM&FBovespa e ampliação também do período estudado. Sugere-se também um estudo comparativo com as mesmas variáveis em empresas nacionais e estrangeiras. A fim de captar melhor a ocorrência e a condução dos conflitos de interesses dentro das empresas de forma individualizada, seria interessante a realização de um estudo de casos múltiplos mais aprofundado.

O presente estudo inaugura a pesquisa empírica quantitativa no que tange ao conflito entre acionistas na literatura brasileira, para que futuros pesquisadores possam dar continuidade, ampliando a amostra, o número de variáveis utilizadas ou ainda, os métodos de análises.

REFERÊNCIAS

BALASSIANO, Marcelo Grillo; BRANCO, Luiza Szczerbacki Castello Branco. Estrutura de Propriedade e Teoria da Agência nas Empresas Brasileiras. **V Congresso Nacional de Administração e Ciências Contábeis**. AdCont 2014. Rio de Janeiro.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **The modern corporation and private property**. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers, 1932.

BRASIL. **Lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispões sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976.



- BORTOLON, Patrícia Maria. Porque as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, São Leopoldo, v. 10, n. 1, p. 2-18, jan./mar. 2013.
- CAIXE, Daniel Ferreira; KRAUTER, Elizabeth. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 24, n. 62, p. 142-153, mai./ago. 2013.
- COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima**. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS 36 – CPC 36 (R3)
- DEY, Aiyasha. Corporate Governance and Agency Conflicts. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 5, dez. 2008.
- FITZMAURICE, Garret; LAIRD, Nan; WARE, James. **Applied Longitudinal Analysis**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2011.
- GONZAGA, Rosimeire Pimentel; COSTA, Fábio Moraes. A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 95-109, mai./ago. 2009.
- GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria Básica**. 5.ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.
- HALEKOH, Ulrich; HOJSGAARD, Danish; YAN, Jun. **The R Package geePack for Generalized Estimating Equations**. 2006. Disponível em: < <http://www.jstatsoft.org/v15/i02/paper> > Acesso em 21 jun. 2015.
- JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. LIV, n. 2, abril. 1999.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Agency Problems and Dividend Policies around the World. **The Journal of Finance**, v. LV, n. 1, fev. 2000.
- LEAL, Ricardo; FERREIRA, Vicente; SILVA, André Carvalhal; VALADARES, Silvia. Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **RAC -Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, p. 7-18, jan./abr. 2002.
- MCCULLAGH Peter; NELDER, John. **Generalized Linear Models**. London: Chapman and Hall, 1989.
- NATARAJAN, Sundar; LIPSITZ, Stuart; PARZEN, Michael; LIPSHULTZ, Stephen. A measure of partial association for generalized estimating equations. **Statistical Modelling**, v.7, n. 2, p. 175-190, 2007. Disponível em: < <http://www.people.fas.harvard.edu/~mparzen/published/parzen30.pdf> >. Acesso em 12 mar. 2015.
- PENG, Mike; SAUERWALD, Steve. **Corporate Governance and Principal-Principal Conflicts**. In: The Oxford handbook of corporate governance. Oxford: Oxford University Press. 2012. cap 29. p.658-672.



RENDERS, Annelies; GAEREMYNC, Ann. Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies. **Corporate Governance: An International Review**. v. 20, n. 2, p. 125-143. 2012.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade Federal de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; LANZANA, Ana Paula; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v.39, n.4, p.362-372, out./nov./dez. 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; SILVEIRA, Héber Pessoa; FAMÁ, Rubens. Atributos Corporativos e Concentração Acionária no Brasil. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, vol.48, n. 2, abr./jun. 2008.

VIEIRA, Maíra de Melo; BENETTI, Giovana Valentiniano; VERONESE, Lígia Espolaor; BOSCOLO, Ana Teresa de Abreu Coutinho. Arbitragem nos conflitos societários, no mercado de capitais e a reforma do regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) da BM&FBovespa. **Revista de Arbitragem e Mediação**, v. 88. 2014.

WARD, Joe. Hierarchical Grouping to Optimize an Objective Function, **Journal of the American Statistical Association**, v. 58, n. 301, p. 236–244, mar. 1963.