



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

Faculdade de Ciências Econômicas

Departamento de Ciências Administrativas

Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração - CEPEAD

**ESTRATÉGIAS DE ALAVANCAGEM DO PODER DE VOTO E O
VALOR DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Tese

Doutorando – Lélis Pedro de Andrade

Orientador – Prof. Dr. Aureliano Angel Bressan

Coorientador – Prof. Dr. Robert Aldo Iquiapaza

BELO HORIZONTE

2015

LÉLIS PEDRO DE ANDRADE

**ESTRATÉGIAS DE ALAVANCAGEM DO PODER DE VOTO E O
VALOR DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Tese apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito para a obtenção de título de Doutor em Administração

Linha de pesquisa - Finanças, no campo temático: Finanças Corporativas.

Orientador – Prof. Dr. Aureliano Angel Bressan

Coorientador – Prof. Dr. Robert Aldo Iquiapaza

Universidade Federal de Minas Gerais

BELO HORIZONTE

2015

Ficha Catalográfica

Andrade, Lélis Pedro de .
A553e Estratégias de alavancagem do poder de voto e o valor das
2015 empresas brasileiras de capital aberto [manuscrito] / Lélis Pedro de
Andrade. – 2015.
260 f.: il., gráfs. e tabs.

Orientador: Aureliano Angel Bressan.
Coorientador: Robert Aldo Iquiapaza.
Tese (doutorado) - Universidade Federal de Minas Gerais, Centro
de Pós Graduação e Pesquisas em Administração.
Inclui bibliografia (f. 210 -228) e apêndices.

1. Governança corporativa – Brasil – Teses. 2. Sociedades por
ações – Brasil – Teses. 3. Empresas – Finanças – Teses. I. Bressan,
Aureliano Angel. II. Iquiapaza, Robert Aldo. III. Universidade
Federal de Minas Gerais. Centro de Pós Graduação e Pesquisas em
Administração. IV. Título.

CDD: 658



Universidade Federal de Minas Gerais
Faculdade de Ciências Econômicas
Departamento de Ciências Administrativas
Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração

ATA DA DEFESA DE TESE DE DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO do Senhor **LÉLIS PEDRO DE ANDRADE**, REGISTRO N° 143/2015. No dia 24 de abril de 2015, às 14:00 horas, reuniu-se na Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG, a Comissão Examinadora de Tese, indicada pelo Colegiado do Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração do CEPEAD, em 19 de março de 2015, para julgar o trabalho final intitulado "**Estratégias de Alavancagem do Poder de Voto e o Valor das Empresas Brasileiras de Capital Aberto**", requisito para a obtenção do **Grau de Doutor em Administração**, linha de pesquisa: **Finanças**. Abrindo a sessão, o Senhor Presidente da Comissão, Prof. Dr. Aureliano Angel Bressan, após dar conhecimento aos presentes o teor das Normas Regulamentares do Trabalho Final, passou a palavra ao candidato para apresentação de seu trabalho. Seguiu-se a arguição pelos examinadores com a respectiva defesa do candidato. Logo após, a Comissão se reuniu sem a presença do candidato e do público, para julgamento e expedição do seguinte resultado final:

APROVAÇÃO;

APROVAÇÃO CONDICIONADA A SATISFAÇÃO DAS EXIGÊNCIAS CONSTANTES NO VERSO DESTA FOLHA, NO PRAZO FIXADO PELA BANCA EXAMINADORA (NÃO SUPERIOR A 90 NOVENTA DIAS);

REPROVAÇÃO.

O resultado final foi comunicado publicamente ao candidato pelo Senhor Presidente da Comissão. Nada mais havendo a tratar, o Senhor Presidente encerrou a reunião e lavrou a presente ATA, que será assinada por todos os membros participantes da Comissão Examinadora. Belo Horizonte, 24 de abril de 2015.

NOMES

Prof. Dr. Aureliano Angel Bressan
ORIENTADOR (CEPEAD/UFMG)

Prof. Dr. Robert Aldo Iquiapaza Coaguila.....
(CEPEAD/UFMG)


Prof. Dr. Flávio Dias Rocha
(CAD/CEPEAD)

Prof. Dr. Wesley Mendes-Da-Silva
(EAESP/FGV)


Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura
(Universidade Presbiteriana Mackenzie/ SP)

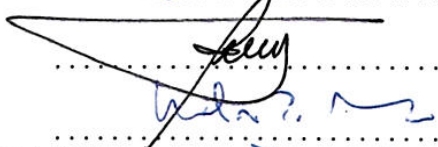
Prof. Dr. Wagner Moura Lamounier
(CIC/FACE/UFMG)

ASSINATURAS













*Aos meus pais, Hélio Balduino de Andrade e Maria Divina de Andrade,
exemplos de amor e fontes de inspiração para mim.*

*Às minhas irmãs, Lélia Maria Andrade e Lília Paula Andrade,
amigas e incentivadoras.*

*À minha avó, Custódia Cândida de Jesus (in memoriam),
cujos ensinamentos sempre lembrarei.*

AGRADECIMENTOS

A realização desta tese somente foi possível com a superação de diferentes desafios, os quais foram vencidos com fé em Deus e muita dedicação em cada uma das etapas. O alcance de tal objetivo torna-se ainda mais gratificante ao reconhecer a importância das pessoas que, direta ou indiretamente, contribuíram para esse fascinante aprendizado que o desenvolvimento de uma tese permite.

Primeiramente, agradeço a Deus, pela minha vida e pela oportunidade de realizar mais este sonho: o de concluir o doutorado na Universidade Federal de Minas Gerais, instituição de que sempre desejei fazer parte.

Aos meus pais, Hélio e Maria que, com muito amor e simplicidade, sempre me ensinaram o valor da dedicação aos estudos e ao trabalho. Compartilho especialmente com vocês a alegria de concluir este doutorado e serei sempre grato pela educação que me proporcionaram. Às minhas irmãs, Lélia e Lília, pelos incentivos, amizade e força que me transmitiram em todos os momentos. À minha avó Custódia (*in memoriam*), pelo amor, carinho e ensinamentos de vida que sempre foram e serão fontes de inspiração.

À Carolina Vilela, minha namorada, pelo amor, companheirismo, incentivos e compreensão, mesmo nos momentos em que precisei me ausentar. Muito obrigado por ter ficado ao meu lado ao longo dessa trajetória.

Ao meu orientador, Professor Dr. Aureliano Angel Bressan, pela confiança em mim depositada para realizar o doutorado na Universidade Federal de Minas Gerais. Os seus ensinamentos, contribuições e incentivos foram fundamentais para o desenvolvimento desta tese, os quais eu pretendo sempre lembrar durante o desenvolvimento de minha carreira como docente e pesquisador.

Ao Professor coorientador Dr. Robert Aldo Iquiapaza, pelas valiosas contribuições, por meio das disciplinas ministradas, pelas sugestões e comentários que também foram determinantes para a execução deste trabalho.

Aos Professores Doutores Flávio Dias Rocha, Wagner Moura Lamounier, Wesley Mendes-Da-Silva e Wilson Toshiro Nakamura, que gentilmente aceitaram o convite para compor a banca de avaliadores desta tese. Agradeço a esses professores pelos comentários e sugestões que muito agregaram, tanto para o desenvolvimento do trabalho, quanto para a minha formação profissional.

Esta tese também contou com as valiosas contribuições dos Professores Doutores Randall Morck e Vikas Mehrotra, ambos da *University of Alberta*, Canadá, os quais permitiram e viabilizaram a realização do meu estágio *sanduíche* como estudante de doutorado em *Alberta Business School* durante o período de julho de 2013 a junho de 2014. A experiência obtida nesse estágio e a orientação recebida desses professores permitiram um valioso aprendizado, que também levarei com muito orgulho ao longo da minha vida profissional e pessoal. Na figura desses professores, estendo os meus agradecimentos aos colegas de doutorado e aos funcionários daquela universidade que muito facilitaram a minha adaptação e vivência na cidade de Edmonton, Canadá.

Agradeço ainda a todos os professores e técnicos do CEPEAD/FACE/UFMG, que sempre foram muito prestativos e atenciosos em resolver as diversas demandas que surgiram ao longo do doutorado. Sou grato pelo apoio e o companheirismo dos colegas do curso de doutorado e de mestrado que tive a oportunidade de conhecer no período de 2011 a 2015, no CEPEAD. Especialmente agradeço aos colegas Ana Carolina Guerra, Eduardo Zanotelli, Evandro Rodrigues, Felipe Augusto, Getúlio Matos, Héilton Cristian, Lucas Maia, Luíz Cláudio, Rogério Zanon e Simone Martins, pelo companheirismo que dividiram comigo ao longo dessa jornada.

Agradeço também ao Instituto Federal de Minas Gerais, Campus Formiga, por todo o apoio concedido para realizar este doutorado. Na pessoa do Professor Dr. Washington Santos Silva, pela amizade e incentivos, estendo os meus agradecimentos a todos os servidores e estudantes dessa instituição, da qual tenho orgulho de fazer parte desde 2008.

Agradeço também à CAPES, pelo apoio financeiro concedido para a realização do período *sanduíche*, no Canadá, entre julho de 2013 a junho de 2014, o que foi fundamental, tanto para o desenvolvimento desta tese, quanto para a minha aprendizagem profissional e pessoal.

Enfim, agradeço a todas as pessoas, familiares e amigos, que contribuíram direta ou indiretamente para a realização dessa tese que, eventualmente, não foram mencionadas acima, mas que certamente contarão sempre com o meu reconhecimento.

ANDRADE, Lélis Pedro. *Estratégias de alavancagem do poder de voto e o valor das empresas brasileiras de capital aberto*. 2015. 260f. Tese (Doutorado em Administração) — Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.

RESUMO

A partir do início da década de 2000, o ambiente legal e institucional brasileiro passou por modificações especialmente relacionadas aos incentivos de concessão de voto a todas as ações. No entanto, embora a emissão de duas classes de ações esteja em desuso a partir dessas modificações, ainda não está suficientemente compreendida a razão pela qual os acionistas controladores aceitariam abrir mão de parte do seu poder de voto. Além disso, considera-se que ainda não foi testada, no mercado brasileiro, a possibilidade de o acionista controlador decidir atender às possíveis pressões para a implementação de melhores práticas de governança corporativa, mas simultaneamente encontrar mecanismos substitutos e indiretos de alavancagem do poder de voto e, conseqüentemente, proteger-se da tomada hostil de aquisição. Por isso, o objetivo desta tese consiste em verificar quais são as fontes de alavancagem do poder de voto que permitem ao acionista controlador efetivar a prática do entrincheiramento, em detrimento da prática do alinhamento nas empresas brasileiras de capital aberto. Para tanto, foram levados em conta a estrutura indireta de controle acionário, o acordo de acionistas, a possível obediência indevida dos conselheiros ao CEO e/ou ao acionista controlador, bem como a presença de investidores institucionais como possíveis fontes de alavancagem do poder de voto do acionista controlador, as quais, se verificadas, permitiriam que seja efetiva a prática do entrincheiramento nas empresas brasileiras. O banco de dados utilizado corresponde a 3.057 observações, coletadas em 462 empresas no período de 2000 a 2012. Foram empregadas diferentes técnicas para a análise dos dados, tais como as regressões para dados em painel, os modelos de regressão do tipo *Logit* e *Probit*, e o modelo de dois estágios de Heckman que visa mitigar o viés de autosseleção da amostra. Foram quatro as principais evidências. A primeira está relacionada ao contexto do mercado de capitais brasileiro, que favorece o surgimento de estruturas piramidais de controle, as quais têm custos e benefícios no âmbito da empresa. A segunda refere-se à identificação de um possível novo custo de agência, associado com o excesso de alinhamento de interesses dos conselheiros externos com o do acionista controlador da empresa, mesmo quando este prefere a prática do entrincheiramento. A terceira está ligada ao fato de que o acordo de acionistas se apresentou como uma forma alternativa de alavancagem do poder de voto do maior acionista, que está consistente com o argumento de que a dissidência, ao invés da convergência de interesses, seja um aspecto relevante que a possível reforma da governança corporativa, no mercado brasileiro, deve levar em conta em sua agenda. A quarta diz respeito à identificação de outra fonte indireta de alavancagem do poder de voto do maior acionista nas empresas brasileiras, a participação dos investidores institucionais, tais como bancos ou fundos de investimento, uma vez que tais investidores reduzem o conflito de agência entre acionistas e credores, porém, às custas dos acionistas minoritários. Interpreta-se que tais evidências apresentam importantes implicações teóricas, e especialmente práticas, nos estudos sobre governança corporativa, pois elas apontam que as recomendações das boas práticas de governança corporativa que não levem em conta as premissas assumidas pela teoria da agência, especialmente ao aplicá-la no mercado brasileiro, podem exercer efeitos imprevistos sobre o desenvolvimento da governança corporativa e, conseqüentemente, na criação de valor das empresas brasileiras.

Palavras chave - governança corporativa, valor da empresa, alavancagem do poder de voto, conselho de administração, investidor institucional, teoria da agência.

ABSTRACT

Since the early 2000s, the Brazilian legal and institutional environment faced some changes, especially regarding the grant of the voting right for all shares. However, while the dual class shares issuance has been decreasing since these institutional changes, we still know little on the reasons why the controlling shareholders would accept to give up some of their voting power. Furthermore, we argue that the previous literature has not tested in the Brazilian market the possibility of the controlling shareholder decide accept a possible pressure for adopting practices of corporate governance deemed better according with the market, but, at the same time, include the possibility to him find substitutes or indirect mechanisms to leverage the voting power, which would enable he implement some different and effective anti-takeover strategies. Thus, this thesis aims to verify what are the sources that leverage the voting power which enable the controlling shareholder to adopt the entrenchment practice, rather than alignment practice in the Brazilian stock market. So, we take into account different possible mechanisms, such as the dual class shares issuance, the indirect ownership structure, the shareholders' agreement (SA), the possible *undue obedience* from the directors to the Chief Executive Officer (CEO) and/or the controlling shareholder, and the presence of institutional investors, which are the possible direct and indirect sources to leverage the voting power by the controlling shareholder, and potentially adopt the possible preference to consuming private benefits of control rather than maximize the firm value in the Brazilian stock market. To this end, we take into account a panel data with 462 firms that provided 3057 observations collected during the period 2000 and 2012, and we employed different techniques to analyze the data, such as univariate statistics, regressions using OLS, panel data models, logit and probit models, and the two-step model of Heckman that aims to mitigate the possible self-selection bias of the sample. We divided the results into four main conclusions. The first is related to the context of the Brazilian stock market, which favors the emergence of pyramidal or indirect structures, which provide costs and benefits at the firm level. The second refers to the identification of a possible new agency cost associated with the excess of alignment between the outside directors and the firm's controlling shareholder, even if the controlling shareholder choose adopt the entrenchment practices. The third conclusion is regarding to the fact that the shareholders' agreement tends to be an alternative mechanism to leverage the voting power of the largest shareholder, which is consistent with the argument that the divergence, rather than the convergence of interests, is a relevant point that the possible corporate governance reform should take into account by practitioners and academics in the Brazilian stock market. The fourth is related to the identification of another indirect source to leverage the voting power of the largest shareholder, which is the participation of institutional investors, such as banks and/or pension funds, once the evidence show that such investors surprisingly are able to reduce the agency conflict between shareholders and creditors, however, it occurs possibly at the expense of minority shareholders. We interpreted that these findings have important theoretical implications in future studies on corporate governance, once they indicate that the recommendations of best corporate governance practices that overlook the assumptions of the agency theory, especially when applying it in the Brazilian market, can exert unforeseen effects on the development of corporate governance and, hence, on the firm's value in the Brazilian's stock market.

Keywords - corporate governance, firm's value, leverage of the voting power, board of directors, institutional investors, agency theory.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

1 – Lista de quadros

Quadro 1 - Níveis diferenciados de governança corporativa e o mercado tradicional...	43
Quadro 2 - Definição das variáveis – capítulo 3	66
Quadro 3 - Definição das variáveis – capítulo 5	141

2 – Lista de gráficos

Gráfico 1 - Taxa de juros SELIC anualizada.....	48
Gráfico 2 - Quantidade de empresas com emissão de duas classes de ações, presença de estruturas piramidais e de adesão ao novo mercado por ano.....	68
Gráfico 3 - Quantidade de empresas com emissão de duas classes de ações ou com estrutura piramidal de controle, separadas pelo níveis de governança corporativa.....	69
Gráfico 4 - Valores médios da variável (<i>Q</i> de Tobin), conforme o grupo de empresas analisado	72
Gráfico 5 - Participação do CEO no conselho de administração nas empresas listadas no Novo Mercado	113
Gráfico 6 - Número de acordos de acionistas ao longo do tempo.....	143
Gráfico 7 - Número de acordo de acionistas no mercado tradicional e nos segmentos diferenciados de governança corporativa ao longo do tempo	143
Gráfico 8 - Ausência ou presença do acordo de acionistas no Novo Mercado	144
Gráfico 9 - Emissão de duas classes de ações e presença de acordo de acionistas	145
Gráfico 10 - Excesso do poder de voto (<i>Wedge</i>) e acordo de acionistas (<i>AA</i>) para as empresas que não estão listadas no Novo Mercado	146
Gráfico 11 - Poder de voto nas empresas listadas no Novo Mercado que têm acordo de acionistas (<i>AA</i>).....	157
Gráfico 12 - Quantidade de empresas investidas por investidores institucionais no período de 2000 a 2012	179
Gráfico 13 - Quantidade de empresas investidas por investidores institucionais separada pela decisão de adesão ao IGC, no período de 2000 a 2012	180
Gráfico 14 - Quantidade de empresas investidas por investidores institucionais, separadas pela decisão de adesão ao Novo Mercado ou nos níveis 1 e 2 de governança corporativa, no período de 2000 a 2012	181
Gráfico 15 - Percentual de ações ordinárias e de ações preferenciais em posse dos investidores institucionais, ao longo do período de 2000 a 2012.....	182

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Limite de investimento dos fundos de pensão nas empresas brasileiras.....	46
Tabela 2 - Investimentos realizados pelos fundos de pensão no mercado de capitais brasileiro	47
Tabela 3 - Razão entre os valores dos ativos dos fundos de pensão e o PIB em diferentes países.	47
Tabela 4- Participação do BNDES no capital das firmas brasileiras	50
Tabela 5- Estatística descritiva das variáveis	67
Tabela 6 - Comparação de médias e de medianas	70
Tabela 7 - Comparação de médias e de medianas para o desempenho financeiro das empresas	71
Tabela 8 - Comparação de médias e de medianas para as características individuais das empresas	71
Tabela 9 - Efeitos da emissão de duas classes de ações e da estrutura piramidal de controle sobre a variável (Q de Tobin).....	74
Tabela 10 - Efeitos da emissão de duas classes de ações e da estrutura piramidal de controle sobre a variável (ROA).	77
Tabela 11- Relação entre quantidade de camadas da estrutura piramidal de controle e desempenho financeiro	78
Tabela 12 - Natureza do controle acionário, concentração acionária e os efeitos da emissão de duas classes de ações e da estrutura piramidal de controle sobre o valor da empresa.....	79
Tabela 13 - Comparação de médias e de medianas para os grupos separados pelas variáveis dicotômicas $DW1$ e $DW5$	100
Tabela 14 - Matriz de correlação	103
Tabela 15 - Poder de voto dos acionistas controladores, presença de conselheiros externos e o valor da empresa.....	105
Tabela 16 - Poder de controle dos acionistas controladores, presença de conselheiros outsiders e relação com a variável (ΔRec).....	106
Tabela 17 - Efetividade do conselho de administração, levando-se em conta a dualidade das pessoas que ocupam os cargos de CEO e <i>chairman</i> da empresa.	108
Tabela 18 - Determinantes da substituição do principal executivo da empresa (CEO)	111

Tabela 19 - Quantidade total de membros do conselho de administração e a efetividade da independência dos conselheiros em aumentar o valor da empresa.....	114
Tabela 20 - Quantidade total de membros do conselho de administração e efetividade dos conselheiros externos em substituir o principal executivo da empresa (CEO).....	118
Tabela 21 - Determinantes de emissão de duas classes de ações (<i>Dualclass</i>)	122
Tabela 22 - Poder de controle dos acionistas controladores, presença de conselheiros outsiders e relação com as variáveis de desempenho financeiro	124
Tabela 23- Matriz de correlação entre os possíveis instrumentos de (AA) e as métricas de desempenho financeiro	147
Tabela 24 - Comparação de médias e de medianas	148
Tabela 25 - Comparação de médias e de medianas	152
Tabela 26 - Determinantes do acordo de acionistas (AA).....	155
Tabela 27 - Acordo de acionistas, emissão de duas classes de ações, percentual de conselheiros externos e valor da empresa.....	160
Tabela 28 - Determinantes da substituição do principal executivo da empresa (CEO)	163
Tabela 29 - Acordo de acionistas, emissão de duas classes de ações e sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa e às oportunidades de investimento da empresa.....	165
Tabela 30 - Comparação de médias e de medianas	183
Tabela 31 - Matriz de correlação	187
Tabela 32 - Determinantes da presença de investidores institucionais (<i>DLarg</i>) no capital acionário	188
Tabela 33 - Efetividade dos investidores institucionais (<i>DLarg</i>) em aumentar o valor da empresa.....	191
Tabela 34 - Efetividade dos investidores institucionais (<i>DLarg</i>) em aumentar o desempenho financeiro da empresa	193
Tabela 35 - Efetividade dos investidores institucionais (<i>DLarg</i>) em praticar o <i>turnover</i> do CEO	195
Tabela 36 - Efetividade dos investidores institucionais (<i>DLarg</i>) em atrair recursos para a empresa.....	197
Tabela 37 - Efetividade dos investidores institucionais (<i>DLarg</i>) em atrair recursos de longo prazo	199
Tabela 38 - Efetividade dos investidores institucionais (<i>DLarg</i>) em diminuir o custo da dívida	201
Tabela 39 - Critérios de seleção da amostra final.....	229

Tabela 40 - Descrição das variáveis	231
Tabela 41 - Estatística descritiva das variáveis	232
Tabela 42 - Estatística descritiva das variáveis binárias.....	232
Tabela 43 - Acordo de Acionistas, emissão de duas classes de ações, percentual de conselheiros externos e valor da empresa.....	233
Tabela 44 - Acordo de acionistas, emissão de duas classes de ações e a rentabilidade operacional da empresa (ROA)	234
Tabela 45 - Relação entre o acordo de acionistas e valor de mercado ou o desempenho financeiro das empresas brasileiras	235
Tabela 46 - Relação das empresas selecionadas na amostra de pesquisa.....	243

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AA	Acordo de Acionistas
ATE	<i>Average Treatment Effect</i>
BACEN	Banco Central do Brasil
BM&FBovespa	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DUAL	Duas Classes de Ações
ECT	Economia dos Custos de Transação
EUA	Estados Unidos da América
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IGC	Índice de Governança Corporativa
IGP	Índice Geral de Preços
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
NM	Novo Mercado
ON	Ações Ordinárias
PIB	Produto Interno Bruto
PL	Patrimônio Líquido
PN	Ações Preferenciais
ROA	Retorno Operacional sobre o Ativo Total
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
TCA	Total de Membros no Conselho de Administração

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	18
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA	22
1.2 OBJETIVOS.....	23
<i>1.2.1 Objetivo geral.....</i>	<i>23</i>
<i>1.2.2 Objetivos específicos.....</i>	<i>24</i>
1.3 JUSTIFICATIVA E POSSÍVEIS CONTRIBUIÇÕES	24
1.4 ESTRUTURA DA TESE	28
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E REVISÃO DE LITERATURA.....	30
2.1 TEORIA DA AGÊNCIA E AS IMPLICAÇÕES DE SEUS PRESSUPOSTOS.....	30
<i>2.1.1 Premissa de que os custos de agência são precificados ex ante conforme a teoria dos contratos.....</i>	<i>33</i>
<i>2.1.2 Premissa de que a divergência de interesses reduz o valor da empresa</i>	<i>36</i>
<i>2.1.3 Premissa de que são complementares a qualidade da governança corporativa praticada na empresa e a forte proteção legal em nível do País</i>	<i>40</i>
2.2 DESCRIÇÃO DO AMBIENTE LEGAL E INSTITUCIONAL BRASILEIRO	43
3 ESTRUTURA PIRAMIDAL DE CONTROLE, EMISSÃO DE DUAS CLASSES DE AÇÕES E DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS	52
3.1 INTRODUÇÃO	53
3.2 LITERATURA RECENTE.....	56
<i>3.2.1 Emissão de duas classes de ações, presença de estrutura piramidal de controle em diferentes mercados.....</i>	<i>56</i>
<i>3.2.2 Relação entre emissão de classes de ações, estrutura piramidal e desempenho financeiro.....</i>	<i>59</i>
3.3 METODOLOGIA.....	63
<i>3.3.1 Amostra e coleta de dados.....</i>	<i>63</i>
<i>3.3.2 Modelos empíricos e definição das variáveis</i>	<i>64</i>
3.4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	67
<i>3.4.1 Análise das regressões.....</i>	<i>74</i>
3.5 CONCLUSÕES DO CAPÍTULO	82
4 PODER DE VOTO DOS ACIONISTAS CONTROLADORES, EFETIVIDADE DOS CONSELHEIROS EXTERNOS E O DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS	86
4.1 INTRODUÇÃO	87
4.2 REVISÃO DE LITERATURA	89
<i>4.2.1 Proporção de membros externos: perspectivas teóricas e evidências empíricas relacionadas</i>	<i>89</i>

4.2.2	<i>Acumulação de cargos de CEO e de chairman: perspectivas teóricas e evidências empíricas relacionadas</i>	91
4.2.3	<i>Efetividade da independência do conselho de administração em substituir o CEO</i>	93
4.3	METODOLOGIA	94
4.3.1	<i>Amostra e coleta de dados</i>	94
4.3.2	<i>Desenvolvimento dos modelos empíricos e definição das variáveis</i>	95
4.4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	99
4.4.1	<i>Análise das regressões</i>	104
4.4.2	<i>Análise de robustez</i>	121
4.5	CONCLUSÕES DO CAPÍTULO	126
5	MECANISMOS DE ALAVANCAGEM DO PODER DE VOTO, EFETIVIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E O DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS	128
5.1	INTRODUÇÃO	129
5.2	REVISÃO DE LITERATURA	132
5.2.1	<i>A emissão de duas classes de ações e os seus possíveis efeitos sobre o desempenho financeiro da empresa</i>	132
5.2.2	<i>O acordo de acionistas e os seus possíveis efeitos sobre o desempenho financeiro da empresa</i>	133
5.2.3	<i>A efetividade dos conselheiros externos em aumentar o desempenho financeiro das empresas</i>	135
5.3	METODOLOGIA	137
5.3.1	<i>Amostra e coleta de dados</i>	137
5.3.2	<i>Desenvolvimento do modelo empírico e definição das variáveis</i>	138
5.4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	142
5.4.1	<i>Análise das regressões</i>	155
5.5	CONCLUSÕES DO CAPÍTULO	166
6	RELAÇÃO ENTRE OS MECANISMOS DE ALAVANCAGEM DO PODER DE VOTO E A EFETIVIDADE DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS EM AUMENTAR O VALOR DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO	168
6.1	INTRODUÇÃO	170
6.2	METODOLOGIA	173
6.2.1	<i>Amostra e coleta de dados</i>	173
6.2.2	<i>Desenvolvimento do modelo empírico e definição das variáveis</i>	174
6.3	RESULTADOS	178
6.3.1	<i>Análise das regressões</i>	188
6.4	CONCLUSÕES DO CAPÍTULO	203
7	CONSIDERAÇÕES FINAIS	205

REFERÊNCIAS	210
APÊNDICES.....	229

1 INTRODUÇÃO

A literatura sobre governança corporativa tem registrado dois efeitos conflitantes sobre o valor da empresa, os quais estão relacionados à presença do acionista controlador, tais como os efeitos alinhamento e entrincheiramento¹. No entanto, argumenta-se que ainda são inconclusivas as evidências que apontam como o acionista controlador efetiva a sua possível preferência pelo entrincheiramento. Enquanto a literatura aponta que a alavancagem do poder de voto, por meio da emissão de duas classes de ações, seja o canal mais simples para que o acionista controlador consuma os benefícios privados de controle, considera-se que ainda não foi verificada a possibilidade de esse acionista encontrar formas indiretas de alavancar o poder de voto². Considera-se também, nesta tese, que novas explicações teóricas precisam ser formuladas e verificadas empiricamente para compreender como o acionista controlador consegue efetivar a sua possível preferência pelo entrincheiramento. Assim, a possibilidade de o maior acionista encontrar estratégias que lhe permitam controlar de fato as ações que não lhe são de direito e, conseqüentemente, ser capaz de efetivar a sua preferência pelo entrincheiramento constituiu o foco de estudo que conduziu à realização da presente tese.

¹ Segundo Jensen e Meckling, Jensen (1986), Morck, Shleifer e Vishny (1988) e Shleifer e Vishny (1989), o termo *entrincheiramento* é definido de forma ampla como um problema de agência, caracterizado quando o agente possui incentivos de desenvolver ações que não são alinhadas com o interesse do principal, tal como o de maximizar o valor da empresa. Morck, Shleifer e Vishny (1988) argumentam que são distintas as fontes do entrincheiramento, tais como o poder de voto, a duração de tempo no cargo por um gestor, o *status* de fundador ou as características de sua personalidade. De forma similar, nessa tese o termo *entrincheiramento* é compreendido como as práticas que o acionista controlador adota para efetivar a sua possível preferência pela manutenção do acesso aos benefícios privados de controle. E conforme defendido por Morck, Shleifer e Vishny (1988), assume-se que o poder de voto não seja a única fonte de entrincheiramento.

² O termo *Alavancagem do poder de voto* é utilizado nesta tese para se referir à possível estratégia ou ao possível mecanismo de preservar ou de aumentar o poder de voto do maior e/ou dos cinco maiores acionistas de uma companhia. Esse conceito é uma adaptação da expressão *Control-Enhancing Mechanisms* utilizado por Villalonga e Amit (2009). Segundo esses autores, os mecanismos de preservação ou de aumento de controle são as causas da violação do princípio *uma ação um voto*, e os mesmos podem ter diferentes implicações sobre o valor de uma empresa, dependendo dos motivos em que os mesmos são adotados. A utilização dessa expressão também se fundamentou nos trabalhos de Bebchuck, Kraakman e Triantis (2000), Claessens, Djankov e Lang (2000), Cronqvist e Nilsson (2003) e Adams e Ferreira (2008).

Esta tese parte dos fundamentos da teoria da agência desenvolvida por Jensen e Meckling (1976) para argumentar que o acionista controlador será capaz de adotar estratégias para efetivar as suas preferências, seja a de maximizar o valor da empresa ou a de maximizar os seus benefícios não pecuniários, conhecidos como benefícios privados de controle. Jensen e Meckling (1976) argumentam que os indivíduos tendem a maximizar a sua própria utilidade, e as possíveis divergências de interesses entre o principal e o agente são reduzidas por meio de contratos de incentivo e de monitoramento. Segundo esses autores, o maior acionista, antes de vender parte do seu capital votante, deve fazer o *trade-off* entre maximizar o valor da empresa ou maximizar o seu acesso aos benefícios não pecuniários.

Com base nos argumentos acima, Jensen e Meckling (1976) desenvolveram a hipótese do alinhamento de interesses entre acionistas e gestores, cujas implicações tendem a ser positivas para o valor da empresa, uma vez que ele tenderá a ser maior na presença de contratos de incentivo e de monitoramento dos gestores, quando comparado com o valor de uma empresa com separação entre controle e propriedade e sem tais contratos. Já a hipótese do entrincheiramento foi desenvolvida no trabalho de Morck, Shleifer, Vishny (1988), os quais confirmaram o efeito alinhamento já identificado anteriormente, proveniente do aumento de incentivos aos gestores, e contribuíram ao constatarem o efeito entrincheiramento, o qual foi identificado a partir de uma quantidade considerada elevada de incentivos oferecido aos gestores. Considera-se que o trabalho desenvolvido por Morck, Shleifer, Vishny (1988) foi pioneiro em documentar o efeito entrincheiramento, mesmo após a adoção de contratos de alinhamento de interesses entre acionistas e gestores.

Embora o efeito entrincheiramento seja confirmado por diferentes autores e em diferentes mercados, considera-se que tais trabalhos levam em conta a separação entre controle e propriedade apenas pela distinção entre poder de voto e acesso ao fluxo de caixa, tal como é verificado nas empresas que emitem duas classes de ações. Em outras palavras, considera-se que tais trabalhos não levam em conta a possibilidade de o acionista controlador utilizar diferentes fontes de alavancagem do poder de voto, em que a concessão do direito de voto a todos os acionistas não seja suficiente para mitigar os possíveis conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários, tal como possivelmente acontece com a utilização da estrutura piramidal de controle ou do acordo de acionistas.

Dessa forma, tem-se que a literatura sobre governança corporativa ainda carece de abordagens teóricas e de evidências empíricas que expliquem as causas e as implicações dos diferentes mecanismos de alavancagem do poder de voto. Nesse sentido, verifica-se que um elevado volume de trabalhos empíricos sobre governança corporativa tem utilizado a perspectiva da teoria da agência, porém, explicações teóricas alternativas ou complementares são encontradas quando se levam em conta as premissas assumidas pela teoria dominante conforme citadas abaixo.

A primeira premissa da teoria da agência que é considerada nesta tese é a de que os custos de agência são precificados *ex ante*, conforme a teoria dos contratos. A explicação teórica alternativa é apresentada pela teoria da Economia dos Custos de Transação (ECT), desenvolvida por Coase (1937) e Williamson (1989), dentre outros, a qual define que os contratos são incompletos e que os custos de agência são definidos *ex post*, os quais demandam a renegociação dos agentes. Considera-se que a explicação apresentada pela ECT permite argumentar que, se o acionista controlador tem a preferência pelo entrenchamento, ele será capaz de efetivar a sua preferência pelo entrenchamento, mesmo assumindo contratos de governança corporativa. Cita-se, por exemplo, a possibilidade de um acionista controlador conceder o direito de voto a todas as ações e, posteriormente, ser capaz de adotar estratégias alternativas que compensem uma possível perda do seu poder de voto, conforme identificado por Bigelli et al. (2011) no mercado italiano, seja por meio de outro mecanismo de alavancagem do poder de voto, tal como o acordo de acionistas ou a estrutura piramidal de controle. Já os argumentos apresentados por Huse et al. (2011) sugerem que a premissa da teoria da agência de que os contratos são completos tem implicações sobre o papel do conselho de administração e que novas teorias podem emergir a partir dessa premissa, as quais buscam explicar qual deve ser o papel do conselho de administração quando a incompletude dos contratos seja mais pronunciada para os demais *stakeholders* e, não apenas, para os acionistas, como pressupõe a teoria da agência.

A segunda premissa da teoria da agência que é mencionada nesta tese é a de que a utilização dos mecanismos de alavancagem do poder de voto reduz o valor da empresa. Como exemplos de possíveis mecanismos, citam-se a emissão de duas classes de ações, a estrutura indireta de controle e o acordo de acionistas. Embora haja, na literatura, evidências empíricas que apontem que o efeito destrutivo da emissão de duas classes de ações seja maior que o seu efeito criativo, considera-se que ainda são insuficientes as explicações da utilização de outros mecanismos, tais como a estrutura

piramidal de controle e o acordo de acionistas, especificamente em apontar como o acionista controlador utiliza tais mecanismos para efetivar a sua preferência, seja para aumentar o valor da empresa, seja para praticar o entrincheiramento.

A terceira premissa da teoria da agência considerada nesta tese é a de que o conflito de interesses entre o agente e o principal influencia negativamente o valor da empresa. Argumenta-se que essa premissa seja possivelmente atendida quando o acionista controlador tem interesse pelo aumento do valor da empresa., A teoria da agência não explica, porém, a relação entre a divergência de interesses e o valor da empresa quando o seu principal acionista prefere a prática do entrincheiramento, em vez da criação de valor. Por isso, buscou-se levar em conta, nesta tese, os argumentos de Morck (2008), cujo trabalho teórico explica como o excesso de alinhamento, por meio da obediência indevida a uma autoridade legitimada, é prejudicial ao valor da empresa. Morck (2008) fundamenta os seus argumentos na teoria da psicologia social desenvolvida por Milgram (1963, 1974) e defende que os conselheiros independentes devem ser mais críticos nas reuniões do conselho de administração, a fim de evitar que a prática do entrincheiramento se torne efetiva, seja do CEO, seja do acionista controlador, os quais se apresentam como as autoridades legítimas nas empresas. Nesse sentido, considera-se que há um elevado volume de trabalhos sobre governança corporativa que buscam estabelecer um *link* consistente entre o alinhamento de interesses, seja entre acionistas e gestores, seja entre acionista controlador e minoritários, e o valor da empresa. No entanto, identificou-se uma reduzida quantidade de trabalhos que levam em conta o excesso de alinhamento entre tais agentes, especialmente quando o acionista controlador tem a preferência pelo entrincheiramento, em vez da preferência pelo aumento do valor da empresa. Assim, identificou-se a necessidade de levar em conta os argumentos apresentados por Morck (2008) aplicando-os, porém, ao contexto do mercado brasileiro.

Por fim, considera-se que a teoria da agência apresenta, como outra premissa, que são complementares, a qualidade da governança corporativa praticada na empresa e a forte proteção legal no País. Este argumento é fundamentado, por exemplo, no trabalho desenvolvido por Shleifer e Vishny (1997), os quais afirmam que, enquanto não acontecer a reforma no sistema legal de um grande número de países, os mesmos arcarão com sistemas de governança corporativa menos efetivos. Nesse sentido, cabe destacar também os argumentos de La Porta et al. (1998), os quais mostram que a proteção legal aos investidores é maior quando um país tem o *common law* como

tradição legal e que essa proteção aos investidores é menor nos países que têm o *civil law* como tradição jurídica. Em países emergentes, nos quais a proteção legal aos investidores é considerada mais fraca, conforme apresentado por Shleifer e Vishny (1997) e La Porta et al. (1998), as evidências de que são complementares à qualidade da governança corporativa praticada na empresa e no país foram encontradas por Mitton (2004) e Yu (2009). Por outro lado, as evidências de que são substitutas são apresentadas nos estudos de Lang, Lins e Miller (2004), Klapper e Love (2004), Leal (2004), Durnev e Kim (2005) e Chen, Chen e Wei (2009).

Ainda como base na premissa destacada, verifica-se, nesta tese, a possibilidade de o acionista controlador que prefere a prática do entrincheiramento adotar mecanismos substitutos capazes de efetivar as suas preferências, mesmo em um contexto de reforma da proteção legal aos investidores. Dessa forma, acredita-se que a presente tese tem potencial para contribuir com os trabalhos realizados e destacados no parágrafo anterior, devido ao fato de o mercado brasileiro ser um caso especial a ser estudado. Uma possível razão que comprova a singularidade do mercado brasileiro decorre do fato de que, a partir do início da década de 2000, o ambiente legal e institucional brasileiro passou por algumas modificações, especialmente relacionadas aos incentivos de concessão de voto a todas as ações. Black, Carvalho e Sampaio (2014), por exemplo, argumentam que a qualidade da governança corporativa praticada na empresa tem evoluído, sendo a criação do Novo Mercado uma das suas principais causas. No entanto, embora a emissão de duas classes de ações esteja em desuso a partir dessas modificações, ainda não foram encontrados, na literatura, estudos que busquem explicar como tais acionistas efetivam a sua prática do entrincheiramento, mesmo atendendo a possíveis pressões exercidas por novas legislações e/ou por órgãos reguladores do mercado.

1.1 Problema de pesquisa

Diante da constatação de que a literatura tem se fundamentado na teoria da agência, a qual tem premissas que devem ser levadas em conta nos estudos empíricos, na presente tese, suscitou-se a seguinte questão:

— Quais são os mecanismos de alavancagem do poder de voto que permitem ao acionista controlador efetivar as suas preferências pela prática do entrincheiramento e, conseqüentemente, manter os benefícios privados de controle, ao invés de aumentar o valor da empresa no mercado brasileiro?

Cabe ressaltar que, ao menos no nível do conhecimento do autor, ainda não há trabalho realizado no Brasil que já tenha respondido a essa questão de pesquisa. No entanto, considera-se que são três os trabalhos mais recentes e semelhantes ao propósito desta tese, encontrados na literatura internacional: o de Villalonga e Amit (2009), realizado no mercado dos Estados Unidos, o de Jameson, Prevost e Puthenpurackal (2014), desenvolvido no mercado da Índia e o de Chen, Li e Lin et al. (2014), realizado no mercado da China. Além das diferenças relacionadas ao ambiente legal e institucional que são identificadas nos mercados estudados em cada um desses trabalhos, considera-se que a presente tese se distingue desses três estudos por explorar, não somente como as empresas brasileiras são controladas, como sugere o trabalho de Villalonga e Amit (2009), mas também por verificar por que a adoção de melhores práticas de governança corporativa, especialmente relacionadas ao conselho de administração, pode falhar em impedir que o acionista controlador efetive a sua preferência pelo entrenchamento, como é proposto no trabalho de Jameson, Prevost e Puthenpurackal (2014). Nesse sentido, busca-se explorar os argumentos em favor da teoria da psicologia social, a qual foi pioneiramente aplicada no contexto da governança corporativa por Morck (2008). Por fim, considera-se que o presente estudo também guarda semelhanças com a questão de pesquisa formulada por Chen, Li e Lin (2014). A presente tese se distingue, porém, por explorar diferentes estratégias que o acionista controlador pode adotar para proteger-se contra a tomada hostil de aquisição (*takeover*), mesmo após atender a possíveis pressões do mercado em favor de uma melhor prática de governança corporativa, especialmente relacionada à proteção dos direitos dos acionistas minoritários.

Por fim, considera-se que seja exclusiva a presente tese, por explorar explicações teóricas alternativas ou subjacentes à teoria da agência - que é utilizada nos três trabalhos de referência já citados - e que oferecem suporte para compreender as possíveis causas e implicações da utilização de mecanismos de alavancagem do poder de voto.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo geral

Objetiva-se, nesta tese, verificar quais são as fontes de alavancagem do poder de voto que permitem ao acionista controlador efetivar a prática do entrincheiramento, em detrimento da prática do alinhamento nas empresas brasileiras de capital aberto.

1.2.2 Objetivos específicos

São objetivos específicos desta tese:

- 1- identificar quais são os custos e os benefícios decorrentes da utilização dos mecanismos de alavancagem do poder de voto no âmbito das empresas no mercado brasileiro;
- 2- verificar se a alavancagem do poder de voto do acionista controlador, decorrente da emissão de duas classes de ações, tem relação com a efetividade da independência do conselho de administração em aumentar o desempenho financeiro e o valor da empresa no Brasil;
- 3- verificar se o alinhamento de interesses entre os investidores, decorrente do acordo de acionistas, tem relação com a efetividade do conselho de administração em aumentar o desempenho financeiro e o valor das empresas brasileiras;
- 4- identificar se existe relação entre os mecanismos de alavancagem do poder de voto do acionista controlador e a efetividade dos investidores institucionais em agregar valor às empresas brasileiras de capital aberto.

1.3 Justificativa e possíveis contribuições

Considera-se que a principal justificativa para a realização desta tese seja a necessidade de realização de novas pesquisas que visam contribuir para o desenvolvimento da governança corporativa, especialmente em mercados nos quais a complexidade da reforma da governança corporativa exige contextualizações distintas dos mercados para os quais a teoria da agência foi desenvolvida.

Nesse sentido, argumenta-se que existem trabalhos na literatura nacional sobre esse tema que são correlacionados com o propósito central desta tese, porém, considera-

se que eles tenham contribuições distintas. Por exemplo, a possível relação entre os mecanismos que desviam o princípio de uma ação um voto e o valor da empresa tem sido estudada em trabalhos tais como os de Valadares e Leal (2000), Carvalhal (2004, 2012), Aldrighi e Mazer (2005), Bortolon e Leal (2010), Aldrighi e Postali (2011), Aldrighi, Diaz e Postali (2012), Bortolon (2013) e Bortolon e Leal (2014). Embora a presente tese possa apresentar similaridades com esses trabalhos, considera-se que a mesma se diferencia, tanto em termos teórico,s quanto empíricos.

Do ponto de vista teórico, considera-se que, nesta tese, apresenta-se uma abordagem distinta ao propor novas perspectivas a partir das premissas assumidas pela teoria da agência, as quais permitiram constatar dois fenômenos considerados importantes. O primeiro refere-se à premissa de que os contratos são completos *ex ante* para todos os envolvidos da empresa, menos para os acionistas, os quais precisam se proteger do possível comportamento oportunista dos gestores por meio das práticas de incentivo e monitoramento. Ao relaxar essa premissa, busca-se verificar a possibilidade de o acionista controlador efetivar a sua preferência pelo entrincheiramento, mesmo assumindo contratos que são incompletos, porém, aos acionistas não controladores ou minoritários. Tal raciocínio fundamenta-se no fato de que a teoria da agência pressupõe que o proprietário-gerente irá arcar com os custos de agência apenas quando estimar que os benefícios decorrentes do aumento do valor da empresa sejam maiores que os custos de agência relativos às atividades de incentivo e de monitoramento. Busca-se considerar a possibilidade de que o custo de instalação da governança corporativa seja maior que os possíveis benefícios auferidos com o aumento do valor da empresa, na ótica do acionista controlador que, nesse caso, implicaria que o acionista minoritário possivelmente tem maior interesse pelo aumento do valor da empresa em comparação com o interesse do acionista controlador. Dessa forma, mesmo quando o maior acionista se compromete em alinhar o seu interesse com o objetivo dos acionistas minoritários, ele seria capaz de encontrar alternativas *ex post* para compensar as possíveis perdas decorrentes dos custos de instalação de mecanismos de governança corporativa que funcionariam apenas em níveis subótimos no objetivo de aumentar o valor da empresa. Considera-se que os trabalhos teóricos desenvolvidos por Williamson (1988), Morck (2008) e por Huse et al. (2011) sustentam o raciocínio desenvolvido.

A segunda implicação teórica emergiu da premissa da teoria da agência de que a divergência de interesses entre o agente e o principal reduz o valor da empresa. Nesse sentido, considera-se que a segunda possível contribuição desta tese refere-se à

identificação de um novo custo de agência no mercado brasileiro. Conforme originalmente destacado por Morck (2008), esse novo custo de agência está relacionado ao excesso de alinhamento ou à obediência indevida dos conselheiros externos aos acionistas controladores ou ao CEO da companhia, quando estes têm preferência e poder para praticar o entrincheiramento.

Do ponto de vista empírico, adotaram-se duas principais estratégias visando oferecer uma contribuição distinta aos trabalhos já realizados sobre o tema.

A primeira é incluir, metodologicamente, a possibilidade de que exista o viés de autoseleção da amostra, ao verificar a possível relação entre a utilização de mecanismos de alavancagem do poder de voto e o valor da empresa. Nesse sentido, Carvalho (2012) oferece contribuição original no mercado brasileiro, ao propor a aplicação do modelo de Heckman para controlar essa fonte de endogeneidade e a utilização de dois instrumentos que explicam a utilização de acordo de acionistas. Busca-se somar com o trabalho de Carvalho (2012) ao propor um novo instrumento que explique a prática do acordo de acionistas. Além disso, o viés de autoseleção da amostra também pode ser uma fonte de endogeneidade nas pesquisas que buscam explicar a possível relação entre emissão de duas classes de ações e valor da empresa, conforme destacado originalmente por Gompers, Ishii e Metrick (2010). Na presente tese, seguem-se as recomendações de Gompers, Ishii e Metrick (2010) para verificar a possibilidade de tal viés, o que ainda não foi testado no mercado brasileiro. Considera-se que esta abordagem metodológica permitiu avaliar custos e benefícios da utilização de mecanismos de alavancagem do poder de voto no mercado brasileiro, tais como a emissão de duas classes de ações e o acordo de acionistas, bem como os seus respectivos efeitos líquidos sobre o valor da empresa.

A segunda estratégia foi o desenvolvimento de modelos empíricos que permitem separar os possíveis efeitos que os diferentes mecanismos de alavancagem do poder de voto exercem sobre o desempenho financeiro e o valor das empresas. Além disso, buscou-se separar também a efetividade da independência do conselho de administração, levando em conta o risco de expropriação aos acionistas minoritários, o qual foi denominado pela separação entre o poder de voto e o acesso aos fluxos de caixa por parte do maior e dos cinco maiores acionistas. Considera-se que essa estratégia permitiu verificar que o acionista controlador é capaz de adotar estratégias de substituição entre os mecanismos de alavancagem do poder de voto. Nesse sentido, verificou-se que os possíveis efeitos de substituição entre tais mecanismos estão

associados, tanto com as características do mercado de ações brasileiro, quanto com as alterações legais ocorridas na reforma da lei das S.A., em 2001, fato que permitiu verificar que a alavancagem do poder de voto pode ser efetivada também por vias indiretas. Por exemplo, cita-se a elevada quantidade de camadas existentes em estruturas indiretas de controle acionário e a prática do acordo de acionistas, por meio da legitimação dos interesses do acionista controlador e do CEO, os quais são as principais autoridades nas empresas de capital aberto e que tendem a dominar as decisões tomadas no conselho de administração. Considera-se que a identificação dessas vias indiretas de alavancagem do poder de voto constitui evidência de que os acionistas controladores têm estratégias para manter o seu nível de entrincheiramento, mesmo quando eles decidam conceder o poder de voto a todas as ações. Por isso, o fato de existir a possibilidade da efetivação de tais estratégias representa que os estudos sobre governança corporativa podem gerar resultados enviesados, se partirem do pressuposto de que tais estratégias são independentes.

Nesse sentido, com a presente tese, objetiva-se contribuir para o volume crescente de trabalhos que visam compreender o fenômeno da governança corporativa no mercado brasileiro. Dentre esses trabalhos, citam-se os de Silveira (2002, 2004), Almeida (2002), Dutra e Saito (2002), Silva (2002), Mendes-da-Silva e Moraes (2004), Leal (2004), Lazzarini (2007), Silva e Subrahmanyam (2007), Correia (2008), Guerra (2009), Andrade et al. (2009), Gorga (2009), Silveira et al. (2009), Silveira, Santos e Ramos (2010), Mendes-da-Silva (2010), Black, Carvalho e Gorga (2011), Musacchio (2009), Lazzarini et al. (2011), Silva e Zorman (2012) e Black, Carvalho e Sampaio (2014).

Por fim, acredita-se que as possíveis contribuições desta tese também se estendem aos órgãos reguladores do mercado brasileiro, os quais assumem a importante função de incentivar as boas práticas de governança corporativa, bem como a de reformá-las, visando à criação de valor nas empresas. Conforme destacado por Morck, Wolfenson e Yeung et al. (2005), a resolução dos conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários em países com economias consideradas emergentes pode proporcionar benefícios para toda a população, decorrentes do crescimento e do desenvolvimento econômico. Assim, considera-se que a realização desta tese permitiu detectar fragilidades na governança corporativa no mercado brasileiro, as quais sugerem que os acionistas controladores têm o poder para controlar o voto das ações que não lhes são de direito, mas que lhes são de fato, o que, possivelmente, representa que o risco de

expropriação dos acionistas minoritários esteja sendo mantido, porém, tomando uma nova configuração, em razão das alterações legais e institucionais ocorridas a partir do início da década de 2000. Como possíveis exemplos, citam-se a prática do acordo de acionistas, a possibilidade de o CEO ser membro do conselho de administração, ainda que não seja o seu presidente (*Chairman*), e a possibilidade de manter estruturas piramidais com elevada quantidade de níveis. Cabe ressaltar que os requerimentos para adesão ao Novo Mercado não restringem a adoção de tais práticas que são consideradas como formas indiretas para o acionista controlador alavancar o seu poder de voto e, conseqüentemente, efetivar a possível preferência pelo entrincheiramento nas empresas brasileiras de capital aberto.

1.4 Estrutura da tese

Apresentados a introdução, os objetivos e as justificativas, no segundo capítulo o objetivo é mostrar uma breve fundamentação teórica e a revisão de literatura, as quais permitiram desenvolver as proposições de pesquisa testadas nesta tese e fundamentar a revisão de literatura mais específica que é apresentada nos capítulos posteriores. No segundo capítulo, vê-se, ainda, uma contextualização do mercado brasileiro, no intuito de destacar as peculiaridades que o tornam um caso distinto a ser estudado.

Os capítulos posteriores constituem-se como ensaios empíricos que buscam responder aos objetivos específicos da tese, tendo a metodologia de pesquisa sido desenvolvida seguindo os objetivos de cada ensaio empírico.

Dessa forma, no terceiro capítulo, busca-se responder ao objetivo específico 1, que é verificar os custos e os benefícios da estrutura piramidal de controle e da emissão de duas classes de ações no mercado brasileiro. Cabe destacar que se optou por atender ao objetivo 1 utilizando-se, complementarmente, os ensaios empíricos desenvolvidos nos capítulos 4 e 5.

No quarto capítulo, apresenta-se o ensaio empírico que visa atender ao objetivo específico 2, cujo propósito é verificar se existe relação entre a alavancagem do poder de voto do acionista controlador e a efetividade do conselho de administração em aumentar o valor das empresas brasileiras. Utilizou-se, neste capítulo, a opção de verificar a robustez dos resultados, levando em conta a possível relação entre excesso do poder de voto dos maiores acionistas e a efetividade dos conselheiros externos em realizar o *turnover* do CEO da companhia.

No capítulo seguinte, buscou-se atender ao objetivo específico 3, cujo propósito é verificar se existe relação entre os mecanismos de alavancagem do poder de voto, tais como a prática do acordo de acionistas e a emissão de duas classes de ações, e a efetividade da independência do conselho de administração em aumentar o valor da empresa e praticar o *turnover* do CEO. Nesse capítulo, o objetivo foi verificar a robustez dos resultados ao testar a possibilidade de que os mecanismos de alavancagem do poder de voto afetam a sensibilidade dos investimentos da empresa em relação ao seu fluxo de caixa ou às suas oportunidades de investimento.

Já o capítulo 6 apresenta um ensaio empírico sobre as possíveis causas e implicações da presença de investidores institucionais, tais como bancos ou fundos de investimento, no capital acionário das empresas brasileiras. Especificamente, buscou-se verificar se existe relação entre a prática da alavancagem do poder de voto do maior acionista e a efetividade dos investidores institucionais agregar valor para a empresa.

Finalmente, apresentam-se, no capítulo 7, as considerações finais da tese, as quais levaram em conta as proposições de pesquisa desenvolvida no capítulo 2 e os objetivos específicos definidos para esta tese. Optou-se por apresentar as limitações da pesquisa e sugestões para trabalhos futuros nos capítulos separadamente. As referências e os apêndices completam esta tese de doutorado.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E REVISÃO DE LITERATURA

Este capítulo objetiva apresentar a fundamentação teórica e empírica que motivou a elaboração dos capítulos subsequentes, os quais visam responder especificamente aos objetivos propostos.

2.1 Teoria da agência e as implicações de seus pressupostos

A teoria da agência desenvolvida por Jensen e Meckling (1976) fundamenta-se predominantemente nos custos de agência entre acionistas e gestores, pois parte da premissa de que o indivíduo tenderá a maximizar a sua própria utilidade e que as atividades de incentivo e de monitoramento devem ser implementadas com o objetivo de reduzir os eventuais problemas decorrentes dos conflitos de agência entre o principal e o agente. De modo similar, nesta tese também se assumiu essa premissa, a qual está relacionada com as preferências do proprietário-gerente que, segundo Jensen e Meckling (1976), deve fazer o *trade-off* entre maximizar o valor da empresa e maximizar seus benefícios privados de controle. Esses autores argumentam que o proprietário-gerente se beneficiará com o aumento do valor da empresa, mas terá que renunciar aos benefícios não pecuniários previamente desfrutados, diminuindo o nível de seu bem-estar.

A teoria da agência apresenta possíveis fatores que influenciam a realização do *trade-off* por parte do acionista controlador. Conforme destacado por Jensen e Meckling (1976), o *trade-off* dependerá das oportunidades de investimento lucrativas e que exigem um volume de capital superior à riqueza do proprietário original, pois, nesse caso, será ele quem terá incentivos em arcar com os custos de agência, pois ele compensaria tais custos capturando os benefícios obtidos por meio do aumento do valor da empresa.

A teoria da agência propõe, ainda, que os eventuais conflitos de agência entre os acionistas e gestores sejam mitigados por meio de contratos. Por exemplo, ao assumir o caso de que o proprietário-gerente de uma empresa decide vender parte do seu capital, Jensen e Meckling (1976) argumentam que o valor da empresa será maior quando há garantias contratuais, bem como atividades de monitoramento e de incentivo, quando

comparado com o valor da empresa sem tais garantias e atividades. Jensen e Meckling (1976) defendem que, no caso em que há separação entre controle e propriedade, os mecanismos de incentivo e de monitoramento previstos em contratos elaborados entre acionistas e gestores irão causar o efeito alinhamento de interesses e, conseqüentemente, a empresa terá o seu valor maximizado.

Considera-se, nesta tese, que a perspectiva teórica apresentada por Jensen e Meckling (1976) permitiu, tanto uma compreensão mais estruturada das relações de agência que são identificadas em trabalhos empíricos, quanto propiciou o surgimento de perspectivas teóricas complementares ou alternativas, as quais foram possivelmente originadas a partir do relaxamento das premissas da teoria da agência.

Uma das premissas da teoria da agência considerada nesta tese é a de que as empresas têm separação entre controle e propriedade e estão inseridas em um mercado com elevada proteção legal aos investidores. Essa afirmação fundamenta-se nas evidências empíricas encontradas em diferentes trabalhos. Por exemplo, Shleifer e Vishny (1997) constataram que, em grande parte dos países, prevalece elevada concentração do capital votante, uma vez que, na maioria da Europa, tanto como na América Latina, no Leste da Ásia e na África, as empresas têm elevada concentração de propriedade que são, em grande parte das vezes, controladas pelos seus fundadores ou seus descendentes. Além disso, verifica-se que, ao passo que a concentração de propriedade reduz o custo de agência entre acionistas e gestores, conforme assumido pela teoria da agência, tal concentração pode aumentar os custos de agência entre acionistas e outros envolvidos, tais como acionistas minoritários e ou credores (LA PORTA, SHLEIFER e LOPES de SILANES, 1999).

Para Shleifer e Vishny (1997), falta, a um grande número de países, fortalecer a sua proteção legal. Os autores destacaram que o esforço para evitar a extração de benefícios privados, seja por gestores, seja por acionistas controladores, é uma questão-chave da governança corporativa. Os benefícios privados de controle são os elementos principais no sistema de finanças corporativas, de acordo, também, com Rajan e Zingales (1998) e Benos e Weisbach (2004). Bebchuk e Hamdani (2009) também corroboram essa posição ao afirmarem que os mecanismos de governança corporativa devem mitigar os principais conflitos de agência e, para países onde existe a figura do acionista controlador, essa característica deve ser levada em conta.

As evidências apresentadas por Nenova (2000 e 2003), Faccio e Lang (2002), Denis e McConnell (2003), Dyck e Zingales (2004) e Thomsen et al. (2006) também

dão suporte ao o argumento de que, em países onde o nível de proteção legal aos investidores é considerado fraco, o principal conflito de agência não ocorre entre acionistas e gestores e, sim, entre acionistas majoritários e minoritários.

Essas evidências empíricas apresentadas confirmam que deve ser cautelosa a aplicação da teoria da agência no contexto de mercados com elevada concentração acionária e com baixa proteção legal aos investidores. Nesse sentido, considera-se, ainda, que a teoria da agência não explica em quais situações os benefícios da implantação de um sistema de governança corporativa superam os seus custos e como o acionista controlador deve fazer este *trade-off*.

Alguns trabalhos empíricos tentam responder essa questão. Por exemplo, Renders e Gaeremynck (2012), os quais realizaram um estudo levando em conta uma amostra de empresas de 14 países da Europa, verificaram que são altos os custos de instalação de uma boa governança corporativa, quando há forte conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários. Esses autores destacaram três fatores para haver resistência, por parte de acionistas controladores, em abrir mão de benefícios não pecuniários. O primeiro está relacionado aos casos em que haja separação entre fluxo de caixa e direitos de controle, como acontece em uma estrutura de duas classes de ações. Nesses casos, os acionistas majoritários irão se beneficiar menos diante de um aumento no valor da empresa, quando comparado aos minoritários. Argumentos semelhantes são reafirmados por Lin *et al.* (2011). O segundo fator destacado pelos autores reside no fato de que a boa governança corporativa, a qual aumenta o valor da empresa, também pode beneficiar as diferentes partes interessadas e deixar os acionistas majoritários em desvantagem. Argumentos semelhantes são encontrados por Aggarwal *et al.* (2007), os quais destacam que incrementos na governança corporativa beneficiam aos acionistas minoritários, porém, às custas dos acionistas controladores. Já Renders, Gaeremynck e Sercu (2010), em uma amostra de empresas europeias, identificaram que são menores os incentivos financeiros em incrementar o valor da firma, por meio do aumento da qualidade da governança corporativa, quando comparados com os benefícios privados de controle de que eles têm diante de uma fraca proteção legal, conforme também destacado por Doidge *et al.* (2009), Love (2010) e Renders e Gaeremynck (2012).

Considera-se que os argumentos mencionados no primeiro e no segundo fator estão coerentes com aqueles defendidos por Bebchuk e Hamdani (2009), os quais destacam que as pesquisas sobre governança corporativa ainda não resolveram a questão de quais mecanismos são considerados efetivos em mercados em que a presença

de um acionista controlador é predominante, e que são equivocadas as tentativas em que se utilizam medidas globais de governança, as quais não consideram, especificamente, a questão da presença predominante do acionista controlador. Já o terceiro fator, segundo Renders e Gaeremynck (2012), decorre do fato de que os acionistas controladores fazem investimentos de longo prazo na companhia e, portanto, um aumento no valor de mercado decorrente de uma boa governança é menos relevante para eles, comparado aos acionistas minoritários, que preferirão ganhos de curto prazo. Sobre essa possível explicação para a não adoção de melhores práticas de governança corporativa, considera-se que ela assume, implicitamente, que a governança corporativa não gera benefícios de longo prazo para o acionista controlador ou, caso existam, são menores que os seus custos. No entanto, destaca-se que não foram encontradas mais evidências empíricas que deem suporte a essa explicação.

Verifica-se, dessa maneira, que a literatura ainda carece de evidências que apontem se as melhorias no sistema de governança corporativa trarão benefícios aos acionistas majoritários que compensem os benefícios privados de controle dos quais terão de abdicar, e que verifiquem se a maturidade de tais benefícios constituem uma questão relevante para explicar o *trade-off* realizado pelo acionista controlador.

Desse modo, verifica-se que o acionista controlador tem diferentes motivos que, possivelmente, justificam a adoção ou não de práticas de governança corporativa. Cabe destacar que, nesta tese, argumenta-se que ainda não está claro, na literatura, como os acionistas controladores adotam a prática do entrincheiramento ou, ainda, se eles são capazes de adotar estratégias substitutas em um contexto de incompletude dos contratos de governança corporativa, cujos custos de agência são definidos *ex ante* pela teoria da agência. Por isso, buscou-se desenvolver novos argumentos que levem em conta possíveis premissas da teoria da agência, as quais permitem a adoção de novas teorias, possivelmente não concorrentes, mas complementares à corrente dominante nos estudos sobre governança corporativa definida pela teoria da agência.

2.1.1 Premissa de que os custos de agência são precificados *ex ante* conforme a teoria dos contratos

Uma possível premissa que permitiu complementar a perspectiva da teoria da agência foi a de que a relação entre o nível de incentivos dados aos administradores e o valor da empresa assume uma relação positiva e linear. Nesse sentido, Morck, Shleifer e

Visny (1988) e Stulz (1988) desenvolveram a hipótese do entrincheiramento. Segundo esses autores, o fenômeno do entrincheiramento é caracterizado por um excesso de poder dado aos gestores, cujas causas são o elevado percentual de ações em posse dos administradores, o tempo no cargo, o *status* como empreendedor e a personalidade. Esses autores verificaram que o efeito entrincheiramento complementa o efeito alinhamento, já identificado na teoria da agência de Jensen e Meckling (1976), por formalizar as possíveis perdas decorrentes do excesso de concentração de propriedade pelo proprietário-gerente.

Considera-se que as evidências empíricas encontradas originalmente por Morck Shleifer e Vishny (1988), em favor da hipótese de entrincheiramento, sugerem que a qualidade da governança corporativa pode não ser melhorada, mesmo após a elaboração de contratos que visam alinhar os interesses entre acionistas e gestores.

Embora a teoria da agência tenha sido fundamental para o desenvolvimento dos mecanismos de incentivos e de monitoramento que objetivam amenizar os conflitos de agência presentes em uma empresa, essa não é a única a apresentar uma perspectiva sobre a relação dos agentes. Há, ainda, a teoria da Economia dos Custos de Transação (ECT), que teve origem a partir de diferentes trabalhos, tais como os de Coase (1937) e Williamson (1988).

Segundo Williamson (1988), a teoria da economia dos custos de transação deve ser vista como complementar à teoria da agência. O autor destaca que, enquanto a teoria da agência está fundamentada na teoria dos contratos, a teoria da economia dos custos de transação aborda a firma como uma estrutura de governança na qual se admite que os agentes estão sujeitos à racionalidade limitada e ao oportunismo. O autor afirma que ambas as teorias são equivalentes em relação aos pressupostos do comportamento humano e destaca que a relação entre elas é a existência de contratos incompletos, como consequência da racionalidade limitada e do oportunismo dos agentes.

Williamson (1988) destaca uma diferença entre as teorias da agência e a dos custos de transação considerada fundamental na abordagem dos custos de agência. O autor afirma que a teoria da agência se preocupa com os custos *ex ante*, ou seja, os investidores já definem qual será a performance da empresa subtraída dos custos de monitoramento decorrente da diluição da propriedade. Já os custos de transação consideram os custos *ex post*, o que significa que os custos de mudança do contrato acontecem intertemporalmente no contexto de contratos imperfeitos. Assim, o autor defende que a redução desses custos por meio de escolhas judiciais de estruturas de

governança (mercado, empresa, ou ambas), em vez de meramente realinhar incentivos e precificá-los, é característica apenas da teoria da economia dos custos de transação. Cabe ressaltar que a questão central da ECT foi proposta por Coase (1937), quando este pesquisador questionou em quais situações a firma deve produzir as suas próprias necessidades e quando elas deveriam procurar o mercado.

Além da visão da teoria dos contratos, tal como apresentado pela teoria da agência, e da teoria dos custos de transação, encontra-se suporte teórico que explique como os fatores externos à empresa também afetam a qualidade da governança corporativa no âmbito da empresa. Por exemplo, Fama (1980) destaca a importância do ambiente externo à empresa, o qual pode mitigar ou acentuar os conflitos de agência. Esse autor argumenta que o mercado competitivo entre as empresas e a competição no mercado de trabalho dos administradores são instrumentos que controlam eventuais ações oportunistas por parte dos gestores.

Outro fator externo à empresa que também é discutido na literatura é o ambiente de proteção legal aos investidores. Conforme destacado nos trabalhos de La Porta *et al.* (1998, 1999 e 2000), a proteção legal no âmbito de um país é um mecanismo de governança corporativa. Esses autores destacam que, se os investidores se sentirem inseguros com relação ao retorno esperado em seus investimentos, por meio do recebimento do capital acrescido de dividendos ou juros, as empresas poderão ter dificuldades em levantar capital externo, o que, conseqüentemente, implicaria um menor nível de investimento para elas. Destacaram, também, por meio de um estudo *cross-country*, que o tipo de proteção legal oferecida ao investidor afeta, inclusive, o desenvolvimento do mercado financeiro de um país. Os autores destacam que a proteção legal é fundamental para entender a governança corporativa e reformá-la.

Dessa forma, considera-se que foi a partir dos trabalhos de Jensen e Meckling (1976), Fama (1980) e La Porta *et al.* (1998, 1999 e 2000) que diferentes mecanismos de governança corporativa, sejam internos ou externos à empresa, foram identificados e desenvolvidos com a finalidade de reduzir os conflitos de agência entre acionistas e gestores ou entre acionistas controladores e minoritários, e, conseqüentemente, de aumentar o valor da empresa. No entanto, considera-se, nesta tese, que ainda é reduzido o volume de trabalhos que exploram as premissas da teoria da agência, o que pode ser um dos motivos da inconsistência dos trabalhos empíricos que buscam estabelecer um *link* consistente entre governança corporativa e valor da empresa. Assim, considera-se que foram pioneiros, tanto o trabalho teórico de Williamson (1988), o qual propôs que

os contratos são incompletos, quanto o trabalho empírico de Morck, Shleifer e Vishny (1988) que originalmente desenvolveram a hipótese do entrincheiramento dos gestores e criaram novas bases de pesquisa que destacam a necessidade de novas reformas da governança corporativa.

Assim, nesta tese, busca-se levar em conta não apenas a perspectiva da teoria da agência, a qual defende que os custos de agência são precificados e mitigados *ex ante* por contratos de incentivos e de alinhamento de interesses, mas também a hipótese de entrincheiramento, defendida por Morck, Shleifer e Vishny (1988), e o argumento que considera os custos *ex post*, os quais acontecem intertemporalmente no contexto de contratos imperfeitos, conforme desenvolvido por Williamson (1988). Assim, formularam-se as seguintes proposições de pesquisa:

Proposição 1 - O acionista controlador que maximiza a sua utilidade preferindo a prática do entrincheiramento será capaz de adotar estratégias substitutas que efetivam o seu objetivo.

Proposição 2 - O acionista controlador que conceder o poder de voto a todos os acionistas será capaz de utilizar estratégias alternativas para controlar de fato as ações que não lhe são de direito.

2.1.2 Premissa de que a divergência de interesses reduz o valor da empresa

A teoria da agência propõe que o indivíduo tende a maximizar a sua utilidade conforme destacado por Jensen e Meckling (1976). Por esse motivo, estes autores argumentam que o principal e o agente tendem a ter objetivos divergentes, o que seria mitigado por meio de atividades de incentivo e de alinhamento de interesses. Por dedução, o excesso de alinhamento de interesses entre o agente e o principal causaria efeitos positivos no valor da empresa, seja por meio da existência ou não de contratos de incentivo e de monitoramento. No entanto, considera-se, nesta tese, que a teoria da agência pode falhar ao explicar por que o acionista controlador que prefere a prática do entrincheiramento, ao invés de beneficiar-se do aumento do valor da empresa, adotaria melhores práticas de governança corporativa.

Com base na teoria da agência, o conselho de administração é considerado o principal mecanismo de governança corporativa, cuja finalidade é reduzir os problemas de agência entre acionistas e gestores, por meio das atividades de supervisão e de

monitoramento, conforme destacado por Fama e Jensen (1983) e Jensen (1986). Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983) afirmam que um conselho de administração deve atuar como vigilante para alinhar os interesses dos gestores com o dos acionistas, sendo o acompanhamento e o controle da gestão vistos como suas principais funções. No entanto, há, na literatura, perspectivas teóricas alternativas sobre a atuação do conselho de administração nas empresas desenvolvidas em trabalhos como o de Turnbull (1997).

Turnbull (1997) destaca que são quatro as correntes teóricas sobre o papel do conselho de administração. A primeira refere-se ao modelo desenvolvido pela teoria da agência, o qual foi mencionado acima.

A segunda corrente destacada por Turnbull (1997) refere-se ao modelo *stewardship* ou de representação. Em tal perspectiva, o gestor é o principal representante dos acionistas e é ele quem garante o retorno dos investimentos realizados em uma empresa e que, por isso, cabe ao conselho de administração referendar as decisões do gestor. Turnbull (1997) argumenta que o conselho de administração pode se tornar redundante, quando existe um acionista dominante e ativo, especialmente nos momentos em que o acionista controlador for uma família ou o próprio governo.

Na terceira perspectiva teórica, definida pelo modelo de *stakeholders*, o conselho de administração deve trabalhar visando atender aos interesses de todos os envolvidos com a instituição, e não apenas os dos acionistas.

Já, na quarta corrente, Turnbull (1997) argumenta que o modelo político é definido pela forma na qual os governos favorecem os diferentes envolvidos das empresas, por meio da legislação vigente, ou seja, esse modelo prevê que pode haver favorecimentos ou privilégios determinados por meio de legislações para algum *stakeholder*.

Cabe ressaltar que, para Turnbull (1997), tais teorias são essencialmente etnocêntricas, ou foram criadas a partir de uma determinada realidade, mas que não necessariamente se adequam às realidades distintas. Turnbull (1997) afirma que a teoria da agência, por exemplo, é predominante nos países de origem anglo saxã, porém, existem variações importantes a serem consideradas entre o mercado americano e outros países da mesma origem e, especialmente, de origens distintas. Destaca-se que tais diferenças são descritas por Turnbull (1997, p. 188) como aquelas relacionadas ao sistema legal, político, regulatório e cultural de cada país. Os argumentos de Turnbull (1997) também já foram desenvolvidos por Zahra e Pearce (1989), os quais destacaram

que o problema de agência entre acionistas e gestores é particularmente relevante em grandes empresas com separação clara entre propriedade e gestão e, por isso, consideram que a teoria da agência seja limitada por não explicar a função do conselho de administração quando as empresas têm tamanhos menores ou cujas características, como ter propriedade concentrada e familiar, permitem afirmar que seja reduzida a gravidade do problema de agência entre acionistas e gestores.

Também há, na literatura, a teoria de dependência de recursos, tendo como uma de suas referências o trabalho de Pfeffer e Salancik (1978). De acordo com esse enfoque, os autores argumentam que, em vez de compreender o gestor como receptor de ações de monitoramento, como definido pela teoria da agência, esse gestor utilizaria os mecanismos de governança corporativa para assegurar de forma eficiente os recursos considerados indispensáveis à perenidade da empresa. Ou seja, a teoria da dependência de recursos defende que as firmas agem para o cumprimento de suas demandas por outros atores sociais e que atuam gerenciando as suas dependências.

Com relação à teoria da dependência de recursos, Neville (2011) argumenta que, no caso de empresas familiares, a função de supervisão do conselho tem menor relevância pelos motivos apresentados anteriormente, destacando que o conselho de administração assume importante papel no ambiente externo à empresa, pois tem a função de estabelecer uma rede de relacionamentos com agentes externos relevantes à empresa, a fim de servir como auxiliares na formulação de estratégias, além de atuar como um mecanismo para atrair novos recursos. Neville (2011) reforça as críticas no que se refere à limitação da teoria da agência em explicar as relações de conflito em diferentes contextos daqueles encontrados no mercado americano e defende um modelo teórico multidimensional para explicar o papel de um conselho de administração.

Já os argumentos contrários à importância do conselho de administração, no papel de monitoramento dos gestores, também são apresentados por Demsetz (1983) e Hart (1983), os quais defendem que o conselho de administração é um componente supérfluo, pois o próprio mercado oferece incentivos poderosos de alinhamento de interesses entre gestores e acionistas. Embora esses argumentos não sejam compartilhados pela corrente teórica dominante sobre o tema e nem pelas abordagens alternativas já explicadas anteriormente, essas críticas têm instigado os pesquisadores a identificar os possíveis efeitos de substituição e/ou de complementaridade entre um ou mais mecanismos de governança corporativa.

Identifica-se, a partir das diferentes perspectivas teóricas apresentadas, que o papel de um conselho de administração pode variar conforme um conjunto de fatores inerentes às empresas e ao tipo de ambiente em que ele está inserido. Diante da pluralidade das perspectivas teóricas, é possível afirmar que dificilmente apenas uma delas conseguirá explicar as relações de agência em realidades distintas. Por isso, os argumentos apresentados sugerem que literatura de governança corporativa ainda carece de formulações teóricas que melhor expliquem como o conselho de administração deve ser constituído, qual deve ser a sua composição, o que faz os seus elementos variarem ao longo do tempo e de que forma as características tamanho e independência são relacionadas ao desempenho financeiro e ao valor da empresa (HERMALIN e WEISBACH, 2003; ADAMS, HERMALIN e WEISBACH 2009). Além disso, e conforme destacado por Huse et al. (2011), novas abordagens teóricas devem levar em conta a possibilidade de os *stakeholders* diferirem sobre a avaliação da importância da função do conselho de administração.

Por essas razões, este subtópico da tese destina-se a fundamentar uma nova proposição de pesquisa que levou em conta a teoria da psicologia social, a qual foi proveniente dos experimentos realizados por Milgram (1963, 1974) e originalmente adaptada ao contexto da governança corporativa por Morck (2008).

Uma das principais conclusões destacadas nos trabalhos desenvolvidos por Milgram (1963, 1974) é a de que o indivíduo tende a ter uma habilidade nata para adotar um comportamento que seja de obediência à autoridade. Nesse sentido, e de acordo com Morck (2008), essa constatação da teoria da psicologia social reflete um problema de agência que deve ser levado em conta em uma reforma da governança corporativa, seja para mitigar os conflitos de agência entre acionistas e gestores, seja para mitigar os conflitos entre acionistas controladores e minoritários.

Morck (2008) exemplifica citando que a lealdade indevida dos membros de um conselho de administração ao CEO da companhia é um fator relevante que justificaria os escândalos que envolveram a governança corporativa de empresas americanas no início da década de 2000, pois os conselheiros tinham o poder para questionar e exigir respostas, no intuito de impedir os escândalos. Os conselheiros acabaram, porém, por sacrificar as suas carreiras em razão da lealdade e da obediência à autoridade do CEO. Segundo o mesmo autor, é raro que um conselheiro seja considerado independente, pois os conselheiros externos tendem a ser selecionados pelo CEO levando em conta laços de amizade e, por esse motivo, tendem a se comportar com lealdade, confiança e dever

ao CEO da companhia. Por isso, Morck (2008) argumenta que o conselho de administração pode falhar em seu papel de agregar valor à empresa devido aos aspectos comportamentais que envolvem o processo decisório dos seus membros nas reuniões do conselho.

Dessa maneira, Morck (2008) destaca que existem dois tipos de problemas de agência que devem ser levados em conta na reforma da governança corporativa. O problema do tipo I é proposto pela teoria da agência, o qual existe quando o indivíduo age por ele mesmo, enquanto o bem-estar social seria maior se ele se comportasse como um agente. O problema de agência do tipo II se fundamenta na psicologia social e ocorre quando o indivíduo age como um agente, e o bem-estar social seria maior se ele tomasse as decisões por ele mesmo. Segundo Morck (2008), o problema do tipo I ocorre porque os gestores tendem a apresentar interesses divergentes dos acionistas, tal como acontece em companhias com estruturas pulverizadas de controle, enquanto o problema do tipo II ocorre quando os conselheiros, que são contratados para exercer atividades de monitoramento, falham por terem um excesso de lealdade ao principal líder da companhia, o qual os contratou por laços de amizade, por exemplo.

Por fim, Morck (2008) destaca que os escândalos corporativos que continuam a acontecer em diferentes países são evidências que mostram a necessidade de os conselheiros adotarem uma postura mais crítica em relação ao comportamento do CEO, como seria o caso das empresas norte-americanas, ou em relação aos acionistas controladores, quando estes oferecerem um maior risco de comportamento oportunista, como é o caso da maioria dos países no mundo, como já destacaram Shleifer e Vishny (1997) e La Porta *et al.* (1999, 2000).

Proposição 3 - O conselho de administração pode falhar em ser efetivo em aumentar o valor da empresa e em monitorar o CEO, devido ao excesso de alinhamento de interesses entre os conselheiros e o acionista controlador que prefere a prática do entrincheiramento.

2.1.3 Premissa de que são complementares a qualidade da governança corporativa praticada na empresa e a forte proteção legal em nível do País

Neste subtópico, busca-se destacar as características da economia e do mercado de capitais, especialmente de países considerados emergentes, os quais apresentam

peculiaridades que diferem daquelas encontradas em países de origem anglo-saxã, para os quais as teorias de finanças foram originadas (BEBCHUK e HAMDANI, 2009). Nesse sentido, considera-se que a teoria da agência, por ter sido desenvolvida no contexto do mercado dos Estados Unidos, tem como premissa que a efetividade da governança corporativa em aumentar o valor da empresa depende de uma elevada proteção legal aos investidores e que, portanto, há uma relação de complementaridade entre a qualidade da governança corporativa em nível da empresa e em nível do mercado.

Dessa forma, a literatura é inconclusiva ao apontar os efeitos dos diferentes mecanismos de governança corporativa, seja na comparação entre países desenvolvidos e emergentes ou entre apenas os países emergentes, daí a importância de se considerar o ambiente de proteção legal aos investidores, quando se analisa o efeito desses elementos sobre o valor da empresa. Trabalhos que oferecem suporte a esses argumentos são encontrados em Kim (1978), Nenova (2000), Klapper e Love (2004), Lang, Lins e Miller (2004), Durnev e Kim (2005), Aggarwal *et al.* (2007), Chen, Li e Lin (2009) e Love (2010), os quais apontam para uma divergência sobre a influência do ambiente de proteção legal no efeito dos mecanismos de governança corporativa, reconhecidos como o esforço individual da empresa em atrair investidores.

As evidências empíricas são divergentes em apontar se são substitutos ou complementares à qualidade da governança corporativa no nível da empresa e o nível de proteção legal ao investidor oferecido em um país.

Os resultados que sugerem uma relação de complementaridade entre esses dois elementos da governança corporativa são encontrados nos trabalhos de Mitton (2004) e Yu (2009), autores que verificaram, para uma amostra de empresas de países emergentes, que o esforço individual da firma em melhorar sua qualidade da governança não será tão efetivo se no país não houver um ambiente de proteção legal aos investidores.

Entretanto, outros estudos, como os de Lang, Lins e Miller (2004), Klapper e Love (2004), Leal (2004), Durnev e Kim (2005) e Chen, Chen e Wei (2009), sugerem que a qualidade da governança corporativa é especialmente valiosa quando o país tem uma limitada proteção aos investidores. Tais resultados apontam para uma relação de substituição entre a qualidade da governança corporativa de uma empresa e o ambiente de proteção legal de seu país.

As evidências recentes de Balasubramanian, Black e Khanna (2010) apontam que os benefícios causados por uma governança corporativa variam conforme as características das empresas e do país, especialmente em países emergentes, em que o sistema de proteção legal é considerado fraco e essas evidências apontam que não existe um sistema de governança adequado a todas as empresas. Ainda, esses argumentos não permitem classificar se o nível de proteção aos investidores oferecido em um país e o nível de qualidade da governança corporativa no nível da empresa são substitutos ou complementares.

No Brasil, Musacchio (2009) afirma que a proteção ao investidor deve ser exercida no nível da empresa porque o governo não teria de oferecer proteção explícita aos investidores, já que as empresas podem oferecer a proteção em seus estatutos e por meio de esforços próprios. Esse autor ainda destaca que os tribunais de justiça precisariam estar comprometidos em fazer cumprir os contratos, caso surjam problemas entre as partes relacionadas, que há uma forte interferência do governo brasileiro sobre as empresas e que, antes de 1920, maior proteção aos acionistas era oferecida no âmbito da empresa, quando comparado com períodos mais recentes.

Cabe ressaltar que o Brasil é classificado como um país de economia emergente e que teve como origem a tradição jurídica do *civil law* francês, e cujas características o classificam com um país com fraca proteção legal aos acionistas, de acordo com Nenova (2000), Silva (2002), Leal *et al* (2002) e Silveira (2004).

Contrariamente à descrição de La Porta *et al.* (1998), Musacchio (2009) argumenta que o nível de proteção aos investidores não é uma consequência da tradição legal, mas escolhida pelos acionistas e/ou fundadores das novas companhias, ao elaborarem os seus estatutos. Musacchio (2009) destaca ainda que quando a proteção legal é incluída na legislação nacional, ela tende a ser resultante do interesse de grupos políticos.

Identifica-se, dessa maneira, que a literatura aponta uma divergência sobre os efeitos da importância da qualidade da governança corporativa para o investidor, especialmente em países onde o nível de proteção legal é considerado frágil. No entanto, optou-se por desenvolver uma nova proposição de pesquisa, a qual leva em conta a possibilidade de o acionista controlador ajustar os mecanismos de alavancagem do poder de voto e, conseqüentemente, manter a efetividade de sua preferência pelo entrenchamento, mesmo em um contexto de evolução da qualidade da governança corporativa praticada em nível de empresa.

Proposição 4 - O acionista controlador que tem preferência pelo entrenchamento será capaz de adotar estratégias que compensem as possíveis perdas decorrentes da melhora na qualidade da governança corporativa exercida por alterações no ambiente externo em que a empresa está inserida, tal como o seu ambiente legal e institucional.

2.2 Descrição do ambiente legal e institucional brasileiro

Considera-se que o mercado brasileiro seja um caso interessante a ser estudado, devido à complexidade que ele oferece aos seus reguladores na tentativa de mitigar o risco de expropriação aos acionistas minoritários das empresas.

Uma distinção do mercado brasileiro deve-se ao fato de que esse mercado passou por alterações no ambiente legal e institucional no início da década de 2000. Por exemplo, citam-se 1 - a reformulação da principal lei das sociedades anônimas e 2 - a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa, tais como o nível 1, o nível 2 e o novo mercado, os quais são incentivados pela BM&FBOVESPA. No quadro 1 são apresentadas as características desses níveis, especialmente no que se refere ao tipo de ações emitidas, percentual de *free float*, dispersão acionária, concessão de *tag along* e composição do conselho de administração, em comparação com o mercado tradicional.

Quadro 1 - Níveis diferenciados de governança corporativa e o mercado tradicional

	Novo mercado	Nível 2	Nível 1	Mercado tradicional
Características das ações emitidas	Somente ON	Permite ON e PN (com direitos adicionais)	Permite ON e PN (conforme legislação)	
Percentual mínimo de ações circulação (<i>free float</i>)	Mínimo de 25%			Não há regra
Distribuição pública de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ON	100% para ON e PN; 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo
Composição do conselho de administração	Mínimo de 5 membros; 20% devem ser independentes		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra

Fonte - Adaptada de BM&FBOVESPA (2014)³

³ Disponível em: < <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br> > Acesso em: 15 set. 2014.

Os impactos positivos das mudanças no ambiente institucional brasileiro sobre a qualidade da governança corporativa praticada nas empresas e sobre o valor de mercado dessas companhias são encontrados por Black, Carvalho e Sampaio (2014). Segundo estes autores, a evolução das práticas de governança corporativa se deve a dois motivos, tais como a adesão das empresas ao nível 2 e ao Novo Mercado, e à melhora das práticas de governança corporativa de uma empresa em um nível quando esta decide migrar para outro que tenha um padrão superior. Já os argumentos de que as alterações ocorridas na Lei das Sociedades Anônimas foram aquém do esperado são desenvolvidos por Gorga (2009). Um desses argumentos é o de que, apesar de a nova legislação (Lei n. 10.303/01) ter reduzido o limite de emissão de ações preferenciais de 2/3, de acordo com a legislação anterior a 2001, para até 50% do capital total da empresa, a alteração é aplicada apenas nas empresas que decidirem abrir o capital após vigência da lei em 2001. Segundo as informações divulgadas pelo IBGC (2014), apesar do aprofundamento nos debates sobre governança corporativa e da crescente pressão para o avanço das boas práticas de governança nas empresas, o Brasil ainda se caracteriza por alta concentração do controle acionário, pela baixa efetividade dos conselhos de administração e pela sobreposição entre propriedade e gestão, o que sugere que, mesmo após levar em conta uma possível evolução, ainda há fragilidades na governança corporativa praticada na empresa.

Considera-se, nesta tese, que novas pesquisas devem ser desenvolvidas com o objetivo de verificar a relevância de possíveis causas que mantêm ou acentuam o risco de expropriação aos acionistas minoritários, mesmo em um contexto em que o acionista controlador decida implementar as práticas de governança corporativa difundidas em seus diferentes níveis.

Nesse sentido e com relação à composição do conselho de administração, verifica-se, no quadro 1, que as normas para o novo mercado e ao nível 2 são mais restritivas com relação à quantidade total de membros, ao percentual de diretores externos e ao prazo de mandato dos conselheiros, quando comparado com o nível 1 e o mercado tradicional.

Em relação à quantidade total de membros no conselho de administração, a legislação exige o mínimo de três conselheiros, porém, a adesão ao nível II e ao Novo Mercado exige a quantidade mínima de cinco membros. Cabe destacar que, em relação à quantidade máxima de pessoas que deve compor o conselho de administração, as exigências para a adesão aos níveis diferenciados não apresentam restrições, conforme

se verifica no quadro 1. Nesse sentido, verificou-se que, no manual de boas práticas de governança corporativa desenvolvido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), recomenda-se que o conselho de administração deve ser composto por, no mínimo, cinco membros, conforme já mencionado e, no máximo, por onze conselheiros⁴.

Além disso, verifica-se que, para todos os níveis diferenciados, é exigida a distinção de pessoas que ocupam os cargos de CEO e *chairman*. No entanto, tal restrição entrou em vigência apenas a partir de 9 de maio de 2011 e com uma carência de três anos a partir da data de adesão. Contudo, cabe observar que, embora exista a vedação à acumulação de cargos de CEO e de *chairman* a uma mesma pessoa, não se encontra a restrição de o CEO ser um membro regular do conselho de administração, ou seja, não assumindo a posição de presidente (*chairman*).

Verifica-se, por meio dessa breve contextualização do ambiente legal e institucional brasileiro que, embora as alterações sejam direcionadas para uma melhor prática de governança corporativa, ainda há possíveis estratégias de alavancagem do poder de voto por parte dos acionistas controladores. Como exemplo, cita-se a possibilidade de a empresa pertencer ao novo mercado, em que não é permitida a emissão de ações sem direito a voto, porém, é permitido ao CEO ser um membro do conselho de administração, ainda que a sua posição não seja a de presidente, o que, possivelmente, implicaria a efetividade de o conselho de administração exercer o seu papel de monitoramento. Uma evidência que sustenta esse raciocínio é encontrada por Villalonga e Amit (2009), no mercado americano, os quais verificaram que a dualidade de posições ocupadas pelo CEO está associada com um maior poder de voto dos acionistas controladores, além de servir como uma *proxy* para a natureza familiar na gestão de uma empresa.

Outra possível distinção do mercado brasileiro refere-se ao limite do investimento dos fundos de pensão nas empresas. Com objetivo de incentivar as melhores práticas de governança corporativa no mercado brasileiro em relação à participação dos fundos de investimento no mercado de capitais, a legislação brasileira limita os investimentos dos fundos de pensão em ações, de acordo com os níveis

⁴ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das melhores práticas de governança corporativa. 4.ed. 2009. Disponível em: http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Codigo_Final_4a_Edicao.pdf acesso em: 20 nov. 2014.

diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa. Na tabela 1 apresentam-se os limites para investimentos de fundos de pensão nas empresas brasileiras, conforme o segmento de governança corporativa, bem como se destacam as alterações nesse limite, ocorridas nos anos de 2003 e de 2009.

Tabela 1 - Limite de investimento dos fundos de pensão nas empresas brasileiras

Segmento	2003⁵	2009⁶
Mercado tradicional	35%	35%
Nível 1	45%	45%
Nível 2	50%	60%
Novo Mercado	50%	70%

Fonte - Banco Central do Brasil (<http://www.bcb.gov.br/pt-br/paginas/default.aspx>)

Verifica-se que a alteração no limite dos investimentos, em 2009, aconteceu para encorajar a alocação de recursos dos fundos de pensão nas empresas brasileiras cujas práticas de governança sejam consideradas melhores. Entretanto, o investimento realizado por esses fundos em ações das empresas brasileiras parece não ter sido influenciado pelas alterações na legislação, como pode ser observado na tabela 2. Os dados da tabela 2 mostram que mais de 50% dos recursos em posse dos fundos de pensão são alocados em títulos governamentais e em ativos de renda fixa, em vez de investimento no mercado de ações. Cabe ressaltar que os dados da tabela 2 levam em conta o percentual dos investimentos realizados pelos fundos em níveis agregados no mercado de capitais brasileiro. Ou seja, ainda que tenha aumentado a participação dos fundos de pensão no capital social das empresas listadas nos segmentos especiais de governança corporativa, essa possível variação parece não ter influenciado positivamente em níveis agregados dos investimentos realizados pelos fundos de pensão no mercado de capitais brasileiro.

Os dados da tabela 2 mostram que os investimentos realizados pelos fundos de pensão estão concentrados em ativos de renda fixa, tendo esse valor aumentado, durante o período analisado, de 54,8%, em 2001, para 61,7%, em 2012. Por outro lado, os dados mostram que é relativamente baixo o percentual dos investimentos realizados pelos

⁵Fonte – Disponível

em:<<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=2003&numero=3121>>
Acesso em: 9 dez. 2014.

⁶Fonte: http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2009/pdf/res_3792_v3_P.pdf Acesso em: 9 dez. 2014.

fundos de pensão em títulos de renda variável, tais como ações e fundos de renda variável no mercado brasileiro, e esse valor foi estável durante o período analisado, cerca de 30%.

Tabela 2 - Investimentos realizados pelos fundos de pensão no mercado de capitais brasileiro

Ativo/Ano	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Renda Fixa	54,8	56,6	58,5	60,5	59,8	59,8	57,0	64,8	59,3	59,8	61,0	61,7
Títulos públicos	11,3	13,3	12,7	12,1	12,5	12,5	14,9	19,1	17,6	17,1	15,8	15,4
Empréstimos privados	3,1	2,3	1,2	2,2	2,4	2,4	2,1	3,0	3,0	4,5	4,8	5,1
Fundos de renda fixa	40,4	41,0	44,6	46,6	46,4	44,9	40,0	42,3	38,6	38,2	40,4	41,2
Renda Variável	29	27,7	29	30,1	30,7	32,8	36,7	28,0	33,3	32,5	30,1	28,6
Ações	18,5	15,8	19,0	20,0	20,3	21,0	20,8	13,0	16,8	16,4	14,0	13,9
Fundos de renda variável	10,5	11,9	10,0	10,1	10,4	11,9	16,0	15,0	16,4	16,1	16,0	14,7
Outros	16,2	15,7	12,5	9,4	9,5	7,4	6,3	7,2	7,4	7,7	8,9	9,7
Total (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: Disponível em: <<http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Forms/AllItems.aspx>> Acesso em: 28 ago. 2014.

Outra evidência que comprova o baixo ativismo dos fundos de pensão nas empresas brasileiras é encontrada ao comparar o volume de recursos investidos pelos fundos de pensão e o PIB de diferentes países. Os dados da tabela 3 demonstram que é relativamente baixa a razão entre os valores dos ativos dos fundos de pensão e o PIB no mercado brasileiro, quando comparada com a dos países cujos mercados de capitais oferecem maior proteção legal, tais como nos EUA, Reino Unido e Canadá, no período de 2002 a 2012.

Tabela 3 - Razão entre os valores dos ativos dos fundos de pensão e o PIB em diferentes países.

País/Ano	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Austrália	68,7	67,1	69,8	78,1	87,5	106,0	93,0	82,5	89,5	92,7	91,4
Brasil	ND*	ND	ND	ND	17,8	16,4	13,6	14,9	14,2	13,8	14,6
Canadá	47,1	50,3	52,5	56,5	61,6	60,9	50,0	58,7	63,0	62,1	65,5
Chile	52,8	56,0	55,9	55,6	57,5	61,0	49,8	61,9	62,6	57,9	59,8
Colômbia	6,39	7,4	8,5	11,4	11,2	15,0	14,3	13,2	16,1	16,9	18,1
EUA	59,9	68,7	70,1	71,2	73,5	74,3	56,9	66,9	71,3	68,6	70,4
México	4,6	5,2	5,4	8,8	9,9	9,8	10,0	11,6	12,5	12,7	14,0
Reino Unido	57,3	62,6	66,0	75,9	80,6	76,5	63,4	79,3	86,7	93,9	102,8
Uruguai	8,4	10,6	11,2	12,2	13,3	13,2	10,9	14,5	17,2	16,9	19,3

*ND: Dados não disponíveis.

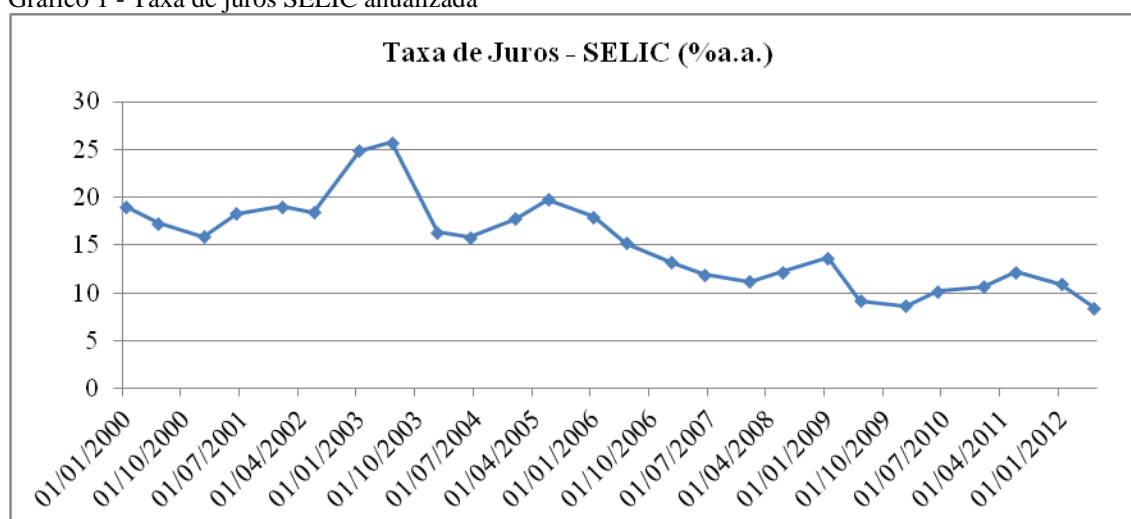
Fonte: Disponível em: <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=PNNI_NEW#> Acesso em: 28 ago. 2014.

Os dados da tabela 3 mostram, ainda, que, entre os países cujos mercados são considerados emergentes, o Chile se destaca por apresentar uma razão maior que 50%,

em todos os anos e com uma tendência de crescimento desse indicador. Os indicadores brasileiros ao longo do tempo são semelhantes aos encontrados na Colômbia, no México e no Uruguai. No entanto, todos esses países apresentam uma tendência crescente, com exceção do Brasil, cujo indicador caiu de 17,88%, em 2006, para 14,66%, em 2012, indicando que tem sido relativamente baixo e decrescente o volume investido dos fundos de pensão, em relação ao PIB nacional.

Outro fator que pode influenciar a escolha e o nível de investimentos realizados pelos fundos de pensão nas empresas brasileiras é a taxa de juros SELIC. No entanto, o histórico de valores da SELIC mostrou uma tendência decrescente durante o período de 2000 a 2012, conforme apresentado no gráfico 1. Verifica-se que a taxa SELIC caiu de 20% a.a., em 1º de janeiro de 2000, para 8,4%, em 29 de junho de 2012, representando uma queda maior que 50% em relação ao seu valor inicial.

Gráfico 1 - Taxa de juros SELIC anualizada



Fonte - Banco Central do Brasil (BACEN).

Os dados do gráfico 1 mostram, ainda, que foi a partir do primeiro semestre de 2003 que a redução da taxa SELIC foi mais acentuada, o que, possivelmente, é um incentivo adicional para os fundos de pensão aplicarem seus recursos nas empresas com melhores práticas de governança corporativa. As evidências apresentadas por Gorga (2009), por exemplo, destacam que a quantidade de listagens no Novo Mercado foi maior a partir do ano de 2004. Destaca-se que não foram encontradas evidências, no mercado brasileiro, de que a taxa de juros SELIC contribuiu para um maior investimento dos fundos de pensão nas empresas brasileiras, porém, os dados apresentados na tabela 3 sugerem o contrário, uma vez que se identifica uma redução dos investimentos realizados pelos fundos de pensão em ações de empresas brasileiras.

Essa redução foi de 20%, em 2004, para 13,9%, em 2012. Uma evidência que contribui com o argumento de que o investimento dos fundos de pensão não está associado com melhores práticas de governança corporativa é encontrada em Punsulvo, Kayo e Barros (2007). Estes autores verificaram que há uma relação negativa entre a presença dos fundos de pensão no capital acionário das empresas brasileiras e a qualidade da governança avaliada por um índice amplo.

Considera-se que novos estudos devem ser desenvolvidos para compreender como as características do mercado brasileiro podem afetar o volume dos investimentos e o ativismo dos fundos de pensão no desenvolvimento da governança corporativa.

Além da baixa participação dos fundos de pensão nas ações das empresas brasileiras e da elevada taxa de juros SELIC, a presença de um grande banco de desenvolvimento e a participação do Estado na economia também se destacam para classificar o Brasil como um caso distinto e interessante a ser estudado. Conforme destacaram Musacchio (2009) e Lazzarini *et al.* (2011), os principais pontos que caracterizam o mercado de capitais brasileiro são a presença do maior banco nacional de desenvolvimento do mundo, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), e a influência do Estado nos interesses de empresas conectadas politicamente. Ainda, segundo esses pesquisadores, o Estado interfere no mercado de capitais, seja por meio do mercado de crédito, via BNDES, seja por incentivos fiscais a setores específicos. Uma revisão detalhada sobre as formas de intervenção do governo no mercado é apresentada por Torres Filho (2009).

Torres Filho (2009) destaca que o BNDES é considerado um mecanismo direto de alocação de recursos do setor público e que, por essa razão, essa instituição apresenta a vantagem de oferecer autonomia decisória ao Estado na fixação de condições financeiras aos empréstimos. Como desvantagem, o autor aponta a necessidade de mobilizar elevadas somas de recursos de origem fiscal para atividades de financiamento. No entanto, Musacchio (2009) afirma que, no caso brasileiro, as desvantagens podem ser maiores.

Na tabela 4 apresenta-se a participação do BNDES como credor ou acionista das empresas brasileiras entre o período de 2002 a 2009.

A elevada participação do BNDES como credor ou acionista tanto pode alterar as decisões de investimentos e de financiamentos das empresas, como afetar os padrões de governança corporativa, especialmente naqueles relacionados aos conflitos entre acionistas controladores e minoritários. Estudos que dão suporte a esses argumentos são

encontrados em Lazzarini *et al.* (2011), Lazzarini e Musacchio (2011), e Silva e Zorman (2012).

Tabela 4- Participação do BNDES no capital das firmas brasileiras

Ano	Firmas com empréstimos do BNDES		Firmas com participação acionária do BNDES	
	Qtd de firmas	Participação do BNDES como credor (%)	Qtd de firmas	Participação do BNDES como acionista (%)
2002	115	25,2	13	17,0
2003	109	30,1	12	17,6
2004	102	31,7	12	14,4
2005	96	31,1	17	15,4
2006	95	31,4	20	13,0
2007	114	31,8	25	12,3
2008	128	28,7	28	13,3
2009	128	32,9	31	13,2
Média	112	31,2	19	13,9

Fonte - LAZZARINI *et al.*, 2011, p.36.

Nesse sentido, Mendes da Silva, Famá e Martelanc (2007) também confirmaram que a relação entre acionistas e credores pode apresentar uma complexidade maior, comparada com aquela entre acionistas e gestores. Argumentos que corroboram as evidências de Mendes da Silva Famá e Martelanc (2007), e a elas são complementares, são apresentados por Silveira, Perobelli e Barros (2008), ao constatarem que o mercado de ações brasileiro registrou importantes avanços nos últimos anos, porém, ainda é considerado limitado e distante do dinamismo encontrado nos mercados de capitais como o dos Estados Unidos.

Outra característica do mercado brasileiro é a dificuldade de as empresas encontrarem financiamento de longo prazo, o que, possivelmente, demonstra um maior conflito de interesses entre acionistas e credores. Esse argumento coaduna com aquele, apresentado por La Porta *et al.* (1998), de que as empresas tenderão a ter mais acesso à dívida de longo prazo, quando o conflito entre acionistas e credores for menor. Boot *et al.* (2001) e Leal (2008) também corroboraram tais assertivas ao afirmarem que, em países com mercados de capitais menos desenvolvidos, as empresas são mais

endividadas. No entanto, a maturidade da dívida concentra-se em maior parte no curto prazo.

Boot *et al.* (2001) apresentaram evidências de que, durante o período de 1985 a 1991, o Brasil foi o país que apresentou menor percentual médio de endividamento de longo prazo, quando comparado com os países em desenvolvimento, como México, Índia e Coreia do Sul, por exemplo.

Em um estudo comparativo em mercados emergentes, Leal (2008) verificou que, onde há maior proteção ao crédito, existem mais empréstimos e com prazos maiores para empresas com menos ativos tangíveis. Além disso, esse pesquisador identificou que, se o nível de corrupção for elevado e houver menor rigor na aplicação das leis, o endividamento será concentrado no curto prazo e menor será a utilização do mercado de capitais e de emissão de ações. Já, em período mais recente, Fan, Titman e Twite (2012) realizaram um estudo *cross country* em países desenvolvidos e em desenvolvimento e encontraram resultados semelhantes aos de La Porta *et al.* (1998), Boot *et al.* (2001) e Leal (2008).

Conforme destacado por Fan, Titman e Twite (2012), essas evidências instigam novas pesquisas em buscar explicações para o fato de que empresas que têm pouco acesso a fontes de recursos de longo prazo conseguem se desenvolver e contribuir para o crescimento econômico de seu país.

Diante dessas constatações, acerca da descrição do ambiente legal e institucional brasileiro, verifica-se que a reforma da governança corporativa no mercado brasileiro, em nível de empresa, também dependerá do desenvolvimento do seu mercado de capitais, o qual pode estar ameaçado, não apenas pela falta de proteção aos acionistas minoritários, mas também pelas políticas macroeconômicas que, possivelmente, tornam os títulos de renda fixa, tais como os títulos públicos, mais atraentes para o investidor, em comparação com os títulos de renda variável, especialmente as ações. Desse modo, considera-se que duas novas vertentes de pesquisa emergem como os futuros desafios para compreender o fenômeno do desenvolvimento da governança corporativa. A primeira está associada com o desenvolvimento de explicações da ineficácia da reforma da governança corporativa, especialmente relacionada ao fortalecimento do direito dos acionistas minoritários, conforme destacaram Chen, Li e Lin (2014). A segunda refere-se ao relaxamento dos pressupostos da teoria da agência em estudos que envolvem mercados distintos em relação ao dos EUA, como destacaram Khanna e Yafeh (2007), Huse *et al.* (2011) e Fan, Wei e Xu (2011).

3 ESTRUTURA PIRAMIDAL DE CONTROLE, EMISSÃO DE DUAS CLASSES DE AÇÕES E DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS⁷

RESUMO

Objetivou-se, neste capítulo, identificar se existe relação entre a emissão de duas classes de ações, a existência de estrutura piramidal de controle e o desempenho financeiro das empresas brasileiras. Para tanto, utilizaram-se testes univariados e modelos de dados em painel para um período amostral entre 2000 a 2012. Os resultados indicam que é negativa a influência que a emissão de duas classes de ações exerce sobre o desempenho financeiro, independente do fato de a empresa possuir ou não estrutura piramidal. Já a estrutura piramidal de controle exerce um efeito positivo, desde que a empresa não tenha ações sem direito a voto e que não seja elevada a quantidade de camadas existentes até o último nível da estrutura. Esses resultados sugerem que a concessão do poder de voto e a estrutura piramidal de controle com um número reduzido de camadas são fatores relevantes que influenciam positivamente o desempenho financeiro das empresas brasileiras de capital aberto.

Palavras chave - Estrutura piramidal de controle, emissão de duas classes de ações, desempenho financeiro.

ABSTRACT

This study aims to identify whether there is a relationship between dual class shares issuance, pyramidal ownership structure and firms' financial performance in the Brazilian market. To this end, univariate tests and panel data analysis were applied in a sample for the 2000 to 2012 period. The results indicate that there is a significant and negative relationship between dual class shares issuance and firm's financial performance, regardless of whether there is a pyramidal ownership structure in the firm. On other hand, we find positive effects from the pyramidal structure on the firm's financial performance, conditioned that there is no dual class shares issuance, and also on the absence of an excessive number of levels until the ultimate indirect controlling shareholder. This evidence suggest that both the voting power and the pyramidal ownership structure with smaller number of layers matter to improve the firms' financial performance in the Brazilian market.

Keywords - Pyramidal ownership structure, dual class shares, firm's financial performance.

⁷ Esse capítulo foi parcialmente publicado no 14º Encontro Brasileiro de Finanças, em 2014, e, na data de defesa desta tese, este capítulo possui uma versão aceita para publicação na Revista Brasileira de Finanças (RBFIN).

Referência: ANDRADE, L. P. ; BRESSAN, A. A. ; IQUIAPAZA, R. A. . Estrutura Piramidal de Controle, Emissão de Duas Classes de Ações e Desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras. Revista Brasileira de Finanças: RBFin = RBFin: Brazilian Finance Review, 2015.

3.1 Introdução

A emissão de duas classes de ações e a estrutura piramidal ou indireta de controle são considerados mecanismos que desviam o princípio de *uma ação um voto* (SHLEIFER e VISHNY, 1997; LA PORTA et al. 1999, 2000; ADAMS e FERREIRA, 2008). Esses mecanismos são utilizados alternativa ou concomitantemente em países com fraca proteção legal e com elevada concentração acionária, o que é comumente encontrado em mercados fora dos EUA e da Inglaterra (SHLEIFER e VISHNY, 1997; LA PORTA et al. 1999, 2000; BEBCHUK, KRAANKMAN e TRIANTIS, 2000; MORCK, WOLFENZON e YEUNG 2005).

Embora haja um elevado volume de trabalhos sobre este tema, são inconclusivas as evidências empíricas relacionadas aos efeitos dos desvios do princípio *uma ação um voto*, tais como a emissão de duas classes de ações e a estrutura piramidal de controle, sobre o desempenho financeiro das empresas. Segundo Morck, Wolfenzon e Yeung (2005), Khanna e Yafeh (2007), Masulis et al. (2011) e Fan, Wei e Xu (2011), mais pesquisas são necessárias para compreender melhor a dimensão dos custos e dos benefícios desses instrumentos que desviam o princípio de proporcionalidade de *uma ação um voto*.

No Brasil, as evidências do uso de emissão de duas classes de ações e/ou presença de estruturas piramidais de controle são encontradas nos trabalhos de Valadares e Leal (2000), Leal et al. (2002), Silva e Leal (2006), Aldrighi e Mazzer Neto (2007), Bortolon e Leal (2010), Aldrighi e Postali (2011), Aldrighi, Diaz e Postali (2012), Bortolon (2013) e Bortolon e Leal (2014). Em geral, são encontradas evidências sobre a relação entre o excesso do poder de voto, por meio da utilização de duas classes de ações, e o desempenho financeiro; porém, ainda é reduzido o volume de evidências que leve em conta a estrutura piramidal de controle, como também é destacado por Bortolon e Leal (2010), Aldrighi e Postali (2011) e Bortolon (2013).

Assim, este estudo busca identificar se existe relação entre os mecanismos de alavancagem do poder de voto, tais como a emissão de duas classes de ações e a estrutura piramidal de controle e o desempenho financeiro das empresas no mercado brasileiro.

Considera-se o mercado brasileiro um caso interessante a ser estudado, pois, tanto as alterações na principal lei societária, quanto a criação do Novo Mercado, ambas ocorridas no início da década de 2000, buscaram mitigar os conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários, porém, conforme destacou Gorga (2009), as mudanças foram

aquém do que se esperava. Assim, ao passo que a alteração na lei das SA's, ocorrida em 2001, diminuiu o limite para a emissão de duas classes de ações, não são encontradas restrições ao uso de estruturas piramidais de controle, a qual pode também constituir-se como um mecanismo que garante o excesso do poder de voto por parte do acionista controlador⁸. Além disso, o presente estudo segue uma recomendação de pesquisa destacada por Fan, Wei e Xu (2011), a qual sugere que futuros trabalhos busquem explicar as razões e os efeitos da utilização de mais de um mecanismo de alavancagem do poder de voto em um mercado, indo além de uma premissa assumida pelos trabalhos anteriores, a de que os mecanismos utilizados para a alavancagem do poder de voto são independentes. Verificou-se que os trabalhos encontrados no mercado brasileiro se dividem em estudos descritivos, tais como os de Valadares e Leal (2000) e Aldrighi e Mazer (2005); e em estudos que buscam explicar as razões que levam a empresa a decidir pela estrutura piramidal, tais como os de Bortolon e Leal (2010), Aldrighi e Postali (2011), Aldrighi, Diaz e Postali (2012) e Bortolon (2013), ou em estudos que buscam compreender as causas e implicações da unificação de ações, conforme evidências encontradas recentemente por Bortolon e Leal (2014). Assim, considera-se que o presente estudo se diferencia desses trabalhos já realizados ao propor separar os possíveis efeitos que a emissão de duas classes de ações e a estrutura piramidal de controle exercem sobre o desempenho financeiro das empresas brasileiras.

Assim, são quatro as possíveis contribuições deste artigo. A primeira está relacionada à separação dos efeitos da emissão de duas classes de ações e da estrutura de propriedade sobre o desempenho financeiro. Os resultados indicam que é negativo o efeito da emissão de ações sem direito a voto sobre o Q de Tobin das empresas brasileiras, ao passo que o efeito da presença de estruturas piramidais sobre o mesmo indicador de desempenho é positivo. Considera-se que tais resultados evidenciam que a emissão de duas classes de ações seja o principal *link* para a extração de benefícios privados de controle no mercado brasileiro, tal como verificado por Villalonga e Amit (2009) no mercado americano, e por Bennedsen e Nielsen (2010), em estudo realizado em 14 países do mercado europeu.

O resultado conflitante que a estrutura indireta de controle e a emissão de duas classes de ações causam sobre o Q de Tobin sugere que é distinta percepção de risco pelos investidores em face do risco moral decorrente destas duas diferentes formas alavancagem do

⁸ A Lei n. 10.303/01 alterou o limite de ações preferenciais para até 50% do capital total, limite que era estabelecido pela legislação anterior em dois terços. No entanto, a nova legislação é aplicada apenas para as empresas que decidirem abrir o capital após vigência da lei.

poder de voto por parte do(s) acionista(as) controlador(es). Além disso, verificou-se que há um efeito negativo da estrutura indireta de controle sobre o Q de Tobin, quando é considerado elevado o número de camadas existentes até o último acionista controlador da estrutura piramidal. Esse resultado confirma o risco de expropriação, à medida que o acionista controlador tem maiores condições de alavancar o seu percentual de controle com um investimento reduzido. Considera-se que esses resultados contribuem com os trabalhos já realizados no Brasil, tais como os de Leal *et al.* (2002), Silva e Leal (2006), Bortolon e Leal (2010), Aldrighi e Postali (2011), Aldrighi, Diaz e Postali (2012), Bortolon (2013) e Bortolon e Leal (2014). O presente trabalho se distingue ainda por levar em conta uma quantidade maior de empresas e período amostral na tentativa de contribuir com os trabalhos já realizados.

A segunda possível contribuição foi ao documentar que o efeito positivo da estrutura piramidal sobre o valor e desempenho financeiro tende a ser mais pronunciado nas empresas cuja soma do poder de voto dos cinco maiores investidores diretos seja menor que 50%. Além disso, foi constatado que a natureza familiar influencia negativamente o valor de mercado e o desempenho financeiro das empresas brasileiras, conforme já apresentado em trabalhos tais como os de Silva e Leal (2006) e Verne, Santos e Postali (2009). Assim, interpretou-se que os resultados apresentados no presente trabalho contribuem para a literatura nacional sobre esse tema ao documentar que a empresa familiar que conta com uma estrutura indireta de controle, desde que não seja elevada a quantidade de camadas até o seu último acionista e que não tenha duas classes de ações, tende a ter maiores valor de mercado e desempenho financeiro, quando comparado com a empresa familiar cujo maior acionista seja uma pessoa física. Constatou-se, ainda, que a dispersão acionária direta nas empresas se mostrou relevante para confirmar tal relação, uma vez que os efeitos positivos da estrutura piramidal de controle tendem a ser mais pronunciados nas empresas com menor concentração acionária dos cinco maiores investidores diretos.

A terceira contribuição está relacionada às possíveis razões que justificam a utilização de mais de um mecanismo de desvio do princípio *uma ação um voto* no mercado brasileiro. A evidência de que são mistos os efeitos dos diferentes mecanismos sobre o desempenho financeiro sugere que a estrutura piramidal não seja entendida, pelo mercado, apenas como um mecanismo de extração de benefícios privados de controle. Considera-se que tal evidência corrobora os argumentos de Almeida e Wolfenzon (2006a), os quais defendem que as estruturas piramidais podem surgir como forma de superar as limitações do mercado de capitais, por meio da vantagem do financiamento. De forma complementar, considera-se que

as evidências apresentadas neste trabalho contribuam para a discussão já suscitada por Morck, Wolfenzon e Yeung (2005) e Almeida e Wolfenzon (2006b), os quais também argumentam que, embora a estrutura piramidal de controle possa ser um fator que potencialize a vantagem do financiamento, tal estrutura também causa uma externalidade negativa ao desenvolvimento do mercado de ações. Esses autores destacam os benefícios e custos relacionados à existência da estrutura piramidal de controle, especialmente em países cujas economias estejam em desenvolvimento.

Por fim, argumenta-se que o trabalho contribui por encontrar evidências de que as mudanças no ambiente legal e institucional brasileiro, tais como a nova lei das S.A.s e a criação do novo mercado, permitem avaliar os efeitos de substituição na utilização dos instrumentos de alavancagem de controle acionário, o que está alinhado com os argumentos de Maury e Pajuste (2011). Verifica-se que a principal evidência em favor do efeito substituição seja a relação negativa encontrada entre o excesso de camadas em estruturas piramidais e valor de mercado da empresa. Assim, espera-se que tais resultados contribuam para a literatura sobre o tema por apresentarem resultados que indiquem possíveis aspectos positivos da estrutura piramidal, conforme já discutido e, também, os seus aspectos negativos causados, tanto pelo risco moral de expropriação aos acionistas minoritários, quanto pelas estruturas piramidais que utilizam quantidades maiores de níveis existentes nas estruturas piramidais de controle, os quais viabilizam maior alavancagem do poder de voto. Desse modo, interpretou-se que, embora exista a restrição na emissão de ações PN no limite de 50%, conforme a nova legislação em 2001, bem como existem incentivos para a adesão ao Novo Mercado, não foi identificada nenhuma restrição no ambiente institucional brasileiro que busque mitigar o risco moral proveniente da utilização de estruturas indiretas de controle.

O restante deste capítulo está estruturado da seguinte forma: na seção seguinte, apresenta-se a revisão de literatura nacional e internacional. Na seção subsequente, encontra-se o modelo empírico, bem como a metodologia de análise dos dados. Finalmente, mostram-se os resultados e as principais conclusões, além de recomendações para pesquisas futuras.

3.2 Literatura recente

3.2.1 Emissão de duas classes de ações, presença de estrutura piramidal de controle em diferentes mercados

A literatura sobre governança corporativa mostra que, fora dos EUA e do Reino Unido, o principal conflito de agência usualmente se dá entre acionistas controladores e

acionistas minoritários (SHLEIFER e VISHNY, 1997). A principal explicação é que, quando é considerado fraco o nível de proteção legal aos investidores, será alto o poder que os acionistas controladores terão para acessar benefícios privados de controle (SHLEIFER e VISHNY, 1997; LA PORTA *et al.*, 1999, 2000). A resistência dos acionistas controladores em abdicar dos benefícios privados de controle é alcançada por meio de diferentes mecanismos. Segundo Shleifer e Vishny (1997), La Porta *et al.* (1999, 2000), Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000), Faccio e Lang (2002) e Morck, Wolfenzon e Yeung (2005), a estrutura piramidal de controle, a propriedade cruzada e o excesso do poder de voto decorrente da emissão de diferentes classes de ações são as formas que permitem a distorção na proporcionalidade *uma ação um voto*. Em trabalho recente, Villalonga e Amit (2009) destacaram que a representatividade da família fundadora por meio de diretores no conselho de administração e o acordo de votos entre os principais acionistas também se constituem como mecanismos de alavancagem do poder de voto.

Khanna e Yafeh (2007) denominam grupos empresariais, tanto as estruturas piramidais, quanto as estruturas horizontais, as quais são largamente encontradas, seja em países emergentes ou desenvolvidos. Já, no presente trabalho, a expressão *estrutura piramidal* é utilizada para se referir aos grupos empresariais que têm estruturas indiretas de controle, tal como definido em termos gerais por Khanna e Yafeh (2007).

No oeste da Ásia, Claessens, Djankov e Lang (2000) verificaram que não é comum a emissão de duas classes de ações, ao passo que as estruturas piramidais e as propriedades cruzadas são comumente encontradas. Em um estudo aplicado em 18 países de economias emergentes, Lins (2003) constatou que a estrutura piramidal é utilizada para controlar as empresas em 66% dos casos.

Em países do continente europeu, as evidências de que a emissão de duas classes de ações e a utilização de estruturas piramidais são as práticas mais comuns para garantir o controle dos maiores acionistas também foram encontradas por Faccio e Lang (2002).

Já, no mercado dos EUA, Gompers, Ishii e Metrick (2010) constataram que apenas cerca de 6% das empresas têm emissão de duas classes de ações. Em relação à presença de estrutura piramidal no mercado americano, Kandel *et al.* (2013) observaram que ela se tornou comum, nas décadas de 1930 e 1940, sendo a maioria em serviços públicos, tais como eletricidade, gás e transporte e, também, no setor de manufatura. No entanto, esses autores verificaram que as estruturas piramidais desapareceram no mercado americano a partir de 1950, cerca de quinze anos após a maior medida que contestava a prática ocorrida em 1935. Morck e Yeung (2005) mostraram como a estrutura piramidal foi praticamente eliminada no

mercado americano por meio de dupla taxação incidente sobre os dividendos pagos entre empresas e que esta medida foi positiva para as práticas de governança corporativa. Já Villalonga e Amit (2009) destacam que cerca de 80% das empresas americanas usam algum tipo de estrutura indireta, no entanto, por meio de relações de confiança que são estabelecidas em níveis horizontais, tais como as parcerias entre empresas e ou fundações.

Conforme destacado por Adams e Ferreira (2008), em um *survey*, a emissão de duas classes de ações é largamente utilizada em países como o Brasil. No entanto, não é uma prática comum em países fora da América Latina.

Uma questão que ainda não é compreendida na literatura é por que os acionistas controladores decidiriam abrir mão de um dos mecanismos de manutenção de controle. Uma possibilidade é apontada por Maury e Pajuste (2011) que argumentaram que as empresas cujos acionistas controladores desistem de emitir duas classes de ações podem migrar para a estrutura piramidal de controle, situação na qual o princípio de proporcionalidade não é alcançado pela concessão de voto a todas as ações. Esse argumento está em linha com o modelo teórico proposto por Almeida e Wolfenzon (2006b), os quais defendem que os acionistas controladores irão preferir a estrutura piramidal à emissão de duas classes de ações, pois a estrutura indireta permite o acesso ao fluxo de caixa das empresas controladas. As evidências de que os acionistas controladores encontram alternativas para compensarem a unificação de ações foram também encontradas por Bigelli *et al.* (2011) em estudo realizado na Itália.

No Brasil, as evidências de que a emissão de duas classes de ações e estruturas piramidais são largamente utilizadas são encontradas em trabalhos tais como os de Leal *et al.* (2002), Silva e Leal (2006), Silva e Subrahmanyam (2007), Gorga (2009), Bortolon (2013) e Bortolon e Leal (2014).

Gorga (2009) identificou que 85% das empresas que aderiram ao Novo Mercado eram empresas entrantes no mercado de ações. A autora interpreta essa evidência argumentando que existem dois principais tipos de estrutura de propriedade no Brasil. O primeiro é referente às empresas antigas e resistentes em unificar as suas ações e que ocupam o mercado tradicional, nível 1 ou nível 2. Já o segundo é caracterizado pelas empresas entrantes no mercado de ações e que decidem abrir o seu capital concedendo o poder de voto a todas as ações, por meio do Novo Mercado. Já Bortolon e Leal (2014) realizaram um estudo para analisar a unificação das ações no mercado brasileiro, especialmente se a decisão de unificação está associada com a adesão ao Novo Mercado. Esses autores constataram que a unificação tende a ser benéfica aos acionistas minoritários apenas quando eles têm maiores

níveis de propriedade das ações sem direito a voto antes da unificação. Bortolon e Leal (2014) destacam que é comum os acionistas controladores terem elevados percentuais de ações sem direito a voto. Considera-se que as evidências encontradas por Gorga (2009) e por Bortolon e Leal (2014) sejam complementares, e que sugerem que os acionistas controladores das empresas antigas e resistentes à adesão ao Novo Mercado tendem a se beneficiar com a venda das ações sem direito a voto, o que possivelmente compensaria os custos da unificação.

Bortolon (2013) constatou que 77% das empresas listadas na bolsa tinham estrutura piramidal e que tais empresas ofereciam maiores pagamentos de dividendos e de impostos ao governo. As evidências apresentadas por Bortolon (2013) demonstram que há uma tendência de aumentar a quantidade de empresas que utilizam estruturas piramidais de controle no Brasil. Essa afirmação é sustentada pela comparação com as evidências apresentadas por Aldrighi e Mazzer Neto (2007), os quais identificaram que o percentual de empresas com estrutura piramidal no País era de 50,5%, no período de 1997 a 2002. Já Aldrighi, Diaz e Postali (2012) verificaram que 66% das empresas brasileiras são constituídas por estruturas piramidais de controle em uma amostra de dados coletada para o período de 1995 a 2009. Esses autores identificaram que a adesão da empresa ao segmento do Novo Mercado reduz a sua probabilidade de apresentar estrutura piramidal de controle.

Diante das evidências recentes apresentadas por Aldrighi, Diaz e Postali (2012) e por Bortolon (2013), as quais enfraquecem os argumentos relacionados aos benefícios privados de controle a partir da utilização de estruturas piramidais pelas empresas brasileiras, identifica-se que a literatura ainda carece de uma teoria que explique o surgimento de estruturas piramidais e, conforme argumentado no presente trabalho, que também explique as suas implicações no desempenho financeiro das empresas.

3.2.2 Relação entre emissão de classes de ações, estrutura piramidal e desempenho financeiro

A relação entre os mecanismos de aumento do poder de voto dos acionistas controladores e o desempenho financeiro tem evidências controversas na literatura. No entanto, conforme destacaram Adams e Ferreira (2008), existe um maior suporte na literatura para aos argumentos de que há um desconto no preço das ações das empresas, cujos acionistas controladores utilizam um dos instrumentos para aumentar o controle. Esses autores destacam que ainda é necessário um maior aprofundamento das pesquisas acadêmicas, a fim de separar possíveis efeitos positivos ou negativos de tais instrumentos. A ambiguidade desses efeitos

também é apresentada em outros trabalhos, tais como os de Khanna e Palepu (2000), de Morck, Wolfenzon e Yeung (2005), de Khanna e Yafeh (2007), Masulis *et al.* (2011) e Fan, Wei e Xu (2011).

A seguir, apresenta-se a literatura relacionada aos possíveis efeitos da utilização de duas classes de ações e de estrutura piramidal sobre o desempenho financeiro das empresas.

Em relação à emissão de duas classes de ações, as evidências de que o seu efeito sobre o desempenho financeiro é negativo foram encontradas na Ásia, por Claessens, Djankov e Lang. (2000); na Europa, por Laeven e Levin (2008) e por Maury e Pajuste (2011); e nos Estados Unidos, conforme evidenciaram Villalonga e Amit (2009) e Gompers, Ishii e Metrick (2010). No Brasil, as evidências de que a emissão de ações preferenciais tem relação negativa com o desempenho financeiro foram constatadas por Silva e Subrahmanyam (2007) dentre outros. Por outro lado, o argumento de que não há apenas efeitos negativos é defendido por Burkart e Lee (2008) e Bennedsen e Nielsen (2010). Bennedsen e Nielsen (2010), por exemplo, encontraram a diminuição da expropriação como uma vantagem da emissão de duas classes de ações. Tais evidências são consistentes com os argumentos de Burkart e Lee (2008) de que ainda não há um consenso sobre se a obrigação de concessão dos votos a todas as ações iria aumentar a qualidade de governança corporativa, especialmente em mercados que dependem do ativismo dos proprietários.

Em relação ao uso de estrutura piramidal por parte dos acionistas controladores, a literatura apresenta que ainda são inconclusivos os seus efeitos sobre o desempenho financeiro das empresas. As evidências empíricas são interpretadas por explicações teóricas distintas conforme mostrado a seguir.

Khanna e Rivkin (2001) constataram que, quando as empresas estão afiliadas a um grupo empresarial, tal como apresentado em uma estrutura piramidal⁹, pode afetar positivamente seu desempenho. Esses autores realizaram o estudo em empresas de 18 países emergentes e compararam o desempenho financeiro de empresas afiliadas a um grupo e o de empresas não afiliadas. Eles defendem que, em países nos quais o mercado de capitais é pouco desenvolvido, a filiação a um grupo empresarial pode mitigar as imperfeições do mercado de capitais. Essas evidências também foram encontradas em trabalho anterior desenvolvido por Khanna e Palepu (2000), os quais argumentaram que os grupos empresariais

⁹ Khanna e Rivkin (2001) definem grupos de negócio como o conjunto de empresas que, embora legalmente independentes, se encontram ligadas por meio de laços formais e informais, e que são acostumadas a desempenhar ações coordenadas.

agem como substitutos aos intermediários financeiros quando há imperfeições no mercado de capitais. Outra explicação teórica que justifica o surgimento de grupos de controle é também oferecida por Granovetter (2005)¹⁰. Segundo este autor, em países onde é comum a presença de grupos empresariais, será significativamente reduzido o espaço financeiro e político para as firmas atuarem fora desses grupos. Em trabalho mais recente, a teoria defendida por Khanna e Yafeh (2007) é a de que os grupos de negócios são respostas de diferentes condições econômicas e evidências históricas e chamam a atenção para um aspecto geralmente negligenciado na literatura, que são as diferenças contextuais entre os mercados. Segundo os autores, tais diferenças irão definir se é positivo ou negativo o efeito da presença de grupos empresariais sobre o desempenho financeiro.

Em conformidade com os argumentos de que os grupos de negócios estão associados com efeitos positivos no âmbito da empresa, Byun *et al.* (2013) encontraram evidências na Coreia do Sul de que as empresas filiadas a um grupo de negócios têm menor custo da dívida, e concluem que a existência de estruturas piramidais está associada com efeitos positivos no mercado da dívida, o qual é economicamente significativo para as empresas sul-coreanas. Consistente com esses resultados, Jin e Park (2015) verificaram que a separação entre direito de voto e de acesso ao fluxo de caixa tem influência positiva sobre o desempenho financeiro da empresa no contexto de grandes grupos empresariais, na Coreia do Sul, em estudo realizado com dados entre 2003 e 2010. Já Bena e Ortiz-Molina (2013), em estudo realizado em 19 países da Europa, encontraram evidências de que a utilização de estruturas piramidais tem a vantagem do financiamento para a criação de novas empresas. O argumento utilizado pelos autores é que a filiação a um grupo de negócios, como é o caso da estrutura em forma de pirâmide, é uma alternativa para novas empresas quando estas não contam com um sistema eficiente de financiamento no âmbito do mercado em que atuam. As evidências encontradas por Byun *et al.* (2013), Bena e Ortiz-Molina (2013) e Jin e Park (2015) também estão coerentes com os argumentos defendidos por Fan, Wei e Xu (2011), os quais sugerem que o contexto no qual a empresa está inserida seja relevante para explicar as diferenças das práticas encontradas nas empresas em diferentes países.

Por outro lado, conforme os argumentos apresentados por Murph, Shleifer e Vishny (1991, 1993), Morck e Yeung (2004), Morck, Wolfenzon e Yeung (2005), ainda que sejam positivos os efeitos das estruturas piramidais nos resultados no nível da firma, o resultado no

¹⁰ Granovetter (2005) defende que os elementos políticos, econômicos e sociais se juntam para compreender a presença de grupos empresariais.

nível da economia será negativo, tal como um crescimento lento, pois os grandes grupos empresariais, geralmente controlados por famílias, tendem a auferir a rentabilidade por meio do *rent seeking*¹¹. As evidências que sugerem as práticas de *rent-seeking* no Brasil foram identificadas por Claessens, Feyen e Leaven (2008).

Os argumentos de que são negativos os efeitos da presença da estrutura piramidal sobre a eficiência do mercado de ações foram também desenvolvidos em um modelo teórico proposto por Almeida e Wolfenzon (2006b). A razão apresentada por esses autores reside na externalidade negativa causada pela presença dos grupos empresariais, o que limita o acesso ao financiamento para as empresas que têm estruturas de propriedade que não estão ligadas aos grupos empresariais, denominadas, por esses autores, empresas independentes. Os argumentos de que a presença de grupos empresariais causa efeitos negativos sobre a eficiência do mercado de capitais também foram desenvolvidos por Morck, Nakamura e Shivdasani (2000). Já Johnson *et al.* (2000) e Bertrand *et al.* (2002) argumentam que a estrutura piramidal de controle permite a expropriação de acionistas minoritários por meio da prática denominada *tunneling*, e que tal fenômeno é também uma restrição para o desenvolvimento do mercado de ações e da economia de um país, e que precisa ser combatido pela reforma do sistema legal¹². Complementar a tais argumentos, Almeida *et al.* (2010) encontraram evidências no mercado sul-coreano de que a formação das estruturas piramidais está associada à presença de grupos familiares e com pior desempenho financeiro. No entanto, os autores destacaram que o pior desempenho financeiro não está relacionado ao *tunneling* e, sim, devido às razões explicadas pela hipótese de seleção. Segundo Almeida *et al.* (2010), as famílias controladoras das estruturas piramidais aumentam o prêmio de controle das empresas afiliadas e, por esse motivo, elas selecionam as empresas com baixo prêmio de aquisição, as quais têm pior rentabilidade para controlá-las.

Em um estudo realizado nos países que compõem o G-7, Paligorova e Xu (2012) encontraram relação positiva entre dívida e concentração de propriedade em empresas com estruturas piramidais de controle. Esse resultado sugere que são baixos os riscos de falência para empresas com tal tipo de estrutura de propriedade. No entanto, os autores viram que a

¹¹ Morck e Yeung (2004) utilizam o termo *rent-seeking* para se referirem às relações egoístas entre as elites políticas e empresariais. Assim, o termo *rent* é apropriado em seu uso econômico, o que inclui qualquer tipo de rendimento. Além disso, segundo estes autores, o *rent-seeking* costuma ser uma prática socialmente aceita, em muitos países.

¹² Johnson *et al.* (2000) definem o termo *tunneling* como sendo a transferência de recursos de uma companhia para o seu último acionista controlador da estrutura piramidal. Os autores destacam que tal prática pode acontecer, tanto por vias ilegais, quanto pelo sistema legal.

relação positiva entre estrutura piramidal e endividamento pode aumentar o conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários, causando um efeito negativo sobre o valor das empresas. Evidências semelhantes foram também encontradas por Masulis *et al.* (2011), os quais verificaram que o desempenho financeiro das empresas com estruturas piramidais tende a ser pior quando a emissão de duas classes de ações ou *cross holdings* são utilizados como mecanismos adicionais de alavancagem do poder de voto.

Verifica-se, por meio da revisão apresentada, que ainda são inconclusivas as evidências sobre a possível relação entre os diferentes mecanismos de manutenção de controle, tais como emissão de duas classes de ações e estruturas piramidais, e o desempenho financeiro das empresas. Segundo Fan, Wei e Xu (2011) a abordagem *top-down* pode contribuir para uma maior compreensão dos motivos que os países emergentes divergem daqueles desenvolvidos, em relação ao surgimento de grupos empresariais, como é o caso da estrutura piramidal, ou em relação a utilização de emissão de duas classes. Para Fan Wei e Xu (2011), tal abordagem refere-se à compreensão dos fatores peculiares no âmbito do País, do mercado e no da empresa.

Pretende-se, com este trabalho, contribuir para a literatura relacionada ao tema, ao propor uma abordagem que separe os efeitos da emissão de duas classes de ações dos efeitos da estrutura piramidal sobre o desempenho financeiro das empresas brasileiras, cujos acionistas controladores têm permissão legal para a utilização de ambos os mecanismos de controle, conforme já apresentado na seção 2.1.

3.3 Metodologia

3.3.1 Amostra e coleta de dados

A amostra considerou um período de 13 anos, compreendido entre 2000 a 2012¹³. Foram consideradas como observações válidas aquelas de empresas que apresentaram as informações suficientes para atender ao objetivo proposto neste trabalho. Assim, optou-se por excluir as instituições pertencentes ao setor financeiro. Essa restrição é justificada, uma vez que tais instituições apresentam contas diferenciadas em seus demonstrativos e características peculiares que impedem a comparação com outros setores. Com a finalidade de evitar efeitos

¹³ A lista completa das empresas que compuseram a amostra está disponível na Tabela 45 do apêndice D.

inflacionários nas variáveis observadas, os valores foram corrigidos pelo IGP, na data base de 31/12/2012.

A fonte utilizada para a coleta de dados referentes aos indicadores financeiros foi a econômica, ao passo que, para coletar as informações referentes à estrutura de propriedade, recorreu-se ao *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Após o levantamento dos dados, foram excluídas as empresas que não apresentaram as informações necessárias para a realização da pesquisa, bem como informações de empresas que apresentaram valores negativos ao patrimônio líquido. Optou-se por não levar em conta as empresas com patrimônio líquido negativo devido ao fato de algumas das variáveis de desempenho financeiro e valor dependerem do sinal positivo para a métrica PL, tais como o (*ROE*), e o *Q* de Tobin¹⁴. Além disso, optou-se por seguir os argumentos de que as empresas com patrimônio líquido negativo têm dificuldades financeiras consideradas graves, as quais podem enviesar os resultados do trabalho, tal como argumentado, por exemplo, por Braga-Alves e Shastri (2011).

Assim, para fazer uso de todas as observações disponíveis, foi constituído um painel desbalanceado de dados em que a quantidade de observações por empresa variou entre 1 a 13 períodos, no intervalo de 2000 a 2012. Finalmente, o painel de dados foi composto por um total de 462 empresas das quais se obtiveram 3.057 observações.

3.3.2 Modelos empíricos e definição das variáveis

Para verificar se existe relação entre a emissão de duas classes de ações, estrutura piramidal de controle e desempenho financeiro da empresa, propõe-se a estimação de dois modelos fundamentados na literatura. Como exemplos, citam-se os trabalhos de Khanna e Rivkin (2001), Khanna e Palepu (2000), Morck, Wolfenzon e Yeung (2005), Almeida e Wolfenzon (2006b), Khanna e Yafeh (2007), Adams e Ferreira (2008), Villalonga e Amit (2009), Bennedsen e Nielsen (2010), Bortolon e Leal (2010) e Bortolon (2013). As equações (1.1) e (1.2) apresentam os modelos empíricos propostos.

¹⁴ A quantidade de observações de empresas com PL negativo foi de 336, sendo que a base de dados total foi de 3.393 observações, ou seja, um percentual de 9,90%. Para os casos em que a variável dependente não precisa do valor positivo do patrimônio líquido, os principais resultados não foram alterados significativamente se houver a inclusão ou a exclusão dos casos de PL negativo.

$$Desempenho_{it} = \alpha_i + \beta_1 Dual_{it} + \beta_2 Piramide_{it} + \beta_3 (Dual * Pir)_{it} + \gamma X_{it} + u_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \quad (\text{Eq.1.1})$$

$$Desempenho_{it} = \alpha_i + \beta_1 Dual_{it} + \beta_2 (Dual * Pir)_{it} + \beta_3 Cam_{it} + \beta_4 (Cam)_{it}^2 + \gamma X_{it} + u_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \quad (\text{Eq. 1.2})$$

em que *Desempenho* representa as métricas de desempenho financeiro, *Dual* e *Piramide* representam as principais variáveis de interesse, sendo definidas pela emissão de duas classes de ações e presença de estrutura piramidal, respectivamente. Considerou-se como pirâmide ou como estrutura indireta de controle toda empresa cujo maior acionista seja outra companhia de capital privado. Esse critério justifica-se uma vez que não foi identificado um padrão entre os trabalhos nacionais e internacionais em relação ao valor de corte do percentual de controle do maior acionista, para uma empresa ser considerada pertencente a uma estrutura piramidal de controle; por exemplo, La Porta, Shleifer e Lopez-de-Silanes (1999), Claessens, Djankov e Lang (2000) e Benedsen e Nielsen (2010) utilizaram taxas de corte de 10% e/ou 20% para o maior acionista, enquanto outros trabalhos consideram o valor mínimo de 50% de poder de voto do maior investidor, conforme definido por Leal et al. (2002), Aldrighi *et al.* (2012) e Bortolon (2013), por exemplo¹⁵.

Já a variável *Dual*Pir* representa o termo de interação entre as variáveis de interesse. Já, na equação (1.2), as variáveis independentes (*Cam*) e (*Cam*)² foram adicionadas no modelo com o intuito de identificar se existe relação entre quantidade de camadas em uma estrutura piramidal de controle e o desempenho financeiro da empresa, bem como verificar se existe relação quadrática entre essas variáveis. A variável *X* representa o conjunto das demais variáveis utilizadas como controle, detalhadas no quadro 1.2. Já os termos $u_i; \eta_t; \varepsilon$ representam a heterogeneidade não observada considerada invariante no tempo para cada indivíduo, os efeitos fixos do tempo e o termo de erro aleatório, respectivamente. Ressalta-se que todas as variáveis foram coletadas para cada empresa *i* no período *t*. A descrição de todas as variáveis utilizadas no estudo é apresentada no quadro 2¹⁶.

¹⁵ Considera-se que o critério de definição de estrutura piramidal adotado neste trabalho permite incluir os casos em que o controle indireto seja exercido por um bloco de investidores decorrente de um acordo formal ou informal do primeiro maior acionista com outro investidor indireto pertencente ao grupo dos cinco maiores acionistas de uma empresa. Esse critério é semelhante ao procedimento adotado nos trabalhos desenvolvidos por La Porta, Shleifer e Lopez-de-Silanes (1999), Claessens, Djankov e Lamg (2000) e Benedsen e Nielsen (2010).

¹⁶ A descrição e as estatísticas descritivas de todas as variáveis utilizadas nessa tese encontram-se no Apêndice B, nas tabelas 40, 41 e 42.

Quadro 2 - Definição das variáveis – capítulo 3

Definição	Variável	Medida	Referência
Desempenho financeiro	<i>Q Tobin</i>	$[(\text{Ativo total} - \text{patrimônio líquido}) + (\text{valor de mercado das ações})]/\text{Ativo total}$	Chung e Pruitt (1994)
	<i>ROA</i>	$(\text{Resultado operacional}/\text{Ativo total}) \times 100$	Khana e Rivkin (2001)
	<i>MEBIT</i>	$(\text{Resultado operacional}/\text{Vendas líquidas}) \times 100$	
	<i>ROE</i>	$(\text{Resultado líquido}/\text{Patrimônio líquido}) \times 100$	
Estrutura de propriedade	<i>Dual</i>	Variável binária igual a (1) se a empresa tem emissão de duas classes de ações e (0), caso contrário.	Benedsen e Nielsen (2010)
	<i>Piramide (Pir)</i>	Variável binária igual a (1) se o maior acionista direto da empresa for outra companhia; e (0), caso contrário.	Benedsen e Nielsen (2010)
	<i>Cam</i>	Somatório da quantidade de camadas existentes entre o maior acionista direto até o último maior acionista indireto.	Bortolon (2013)
Novo Mercado	<i>NM</i>	Variável binária igual a (1), se a empresa está listada no Novo Mercado e (0), caso contrário.	
Tamanho	<i>LnAt</i>	Logaritmo neperiano do ativo total	Benedsen e Nielsen (2010)
Endividamento	<i>ExAt</i>	$[(\text{Ativo total} - \text{patrimônio líquido})/\text{Ativo total}] \times 100$	Benedsen e Nielsen (2010)
	<i>DivAt</i>	$[(\text{Dívida total})/\text{Ativo total}] \times 100$	
	<i>DivCP</i>	$[(\text{Dívida de curto prazo})/\text{Dívida total}] \times 100$	
Crescimento da Receita	<i>ΔRec.</i>	Variação da receita líquida da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> em relação à <i>t-1</i> .	Benedsen e Nielsen (2010)
Liquidez	<i>Liq</i>	Índice de liquidez em bolsa de valores, definido pela Economática.	
Natureza	<i>Nat</i>	Conjunto de variáveis binárias iguais a (1), se a natureza do principal investidor for classificada em uma das seguintes classificações: “privada”, “nacional holding”, “estrangeira”, “estrangeira holding”, “Estatal” ou “Estatal holding” e (0), caso contrário.	Benedsen e Nielsen (2010)
	<i>Fam</i>	Natureza familiar do controle acionário, a qual assume o valor (1) se for uma pessoa física o maior acionista direto ou o acionista último da companhia, em caso de controle indireto, e (0) caso contrário.*	La Porta et al. (1999)
	<i>Disp</i>	Dispersão acionária, que assume o valor (1) se a soma do capital votante dos cinco maiores acionistas (Cont5) for menor que 50%, e (0) caso contrário.	Silva e Leal (2006)
	<i>Inst</i>	Investidor institucional, que é igual a (1) se o maior investidor direto for uma instituição financeira, banco, fundo, ou companhia de seguro.	Silva e Leal (2006)
Setor	<i>Ind</i>	Conjunto de variáveis binárias iguais a (1), para a indústria específica em que a empresa está inclusa. Optou-se por adotar a classificação setorial da Economática.	Benedsen e Nielsen (2010)

(*) A construção da variável (*Fam*) levou em conta apenas a estrutura direta de controle para o período de 2000 a 2008, enquanto que os dados da estrutura indireta de controle foram incluídos entre os anos de 2009 a 2012, com o acesso aos formulários de referência divulgados pela CVM.

Fonte - Elaborado pelo autor da tese.

Para a estimação dos parâmetros das equações (1) e (2), recorreu-se aos métodos de estimação para dados em painel, tais como os de efeitos fixos e aleatórios. Os testes LM de Breush-Pagan e o de Hausman foram utilizados para comparar entre modelo *pooled* ou dados em painel e modelos de efeitos fixos ou aleatórios, respectivamente. Quando detectada a presença de heterocedasticidade e de autocorrelação serial dos resíduos, optou-se pela

estimação robusta, de acordo com o método proposto por White (1980)¹⁷. A opção pela estimação robusta também é recomendada por Cameron e Trivedi (2010). A aplicação dos métodos aplicados a dados em painel visa mitigar os possíveis efeitos da endogeneidade, especialmente a heterogeneidade não observada (CAMERON e TRIVEDI, 2010).

3.4 Análise dos resultados

Os dados da tabela 5 mostram as estatísticas descritivas de todas as variáveis utilizadas neste trabalho. Por meio da tabela 5, verifica-se que é comum a presença de empresas com emissão de duas classes de ações (69,5%) e de empresas com estruturas piramidais (78,8%). Estas evidências confirmam as evidências de que são comuns tais práticas no mercado brasileiro, conforme destacado por Leal *et al.* (2002), Silva e Leal (2006), Silva e Subrahmanyam (2007), Gorga (2009), Aldrighi, Diaz e Postalí (2012) e Bortolon (2013). No entanto, busca-se contribuir com estes trabalhos ao buscar compreender como estas práticas têm se alterado ao longo dos anos, bem como separar os seus possíveis efeitos sobre o desempenho financeiro.

Tabela 5- Estatística descritiva das variáveis

Variável	Média	Min.	Max.	Mediana	Assimetria	Curtose	CV	N
<i>Q de Tobin</i>	1,33	0,55	5,72	1,08	2,84	13,39	0,59	3057
<i>ROE</i>	6,11	-101,1	54,4	8,8	-2,08	9,76	4,24	3048
<i>ROA</i>	7,92	-28,75	30,39	7,66	-0,17	4,88	1,09	3056
<i>Mebit</i>	12,58	-48,8	56,1	11,9	-0,45	5,35	1,54	3047
<i>ExAt</i>	56,09	16,1	111,3	57	-0,78	2,48	0,34	3057
<i>DivAt</i>	25,84	0	94	25,5	-0,34	2,63	0,66	3056
<i>DivCP</i>	43,61	2,2	100	37,7	0,58	2,24	0,66	2919
<i>LnAt</i>	14,51	10,44	17,69	14,56	-0,11	2,64	0,11	3057
<i>ΔRec.</i>	4,35	-90,19	52,15	5,80	-1,39	7,59	5,32	2538
<i>Cam</i>	2,01	1	10	2	1,79	8,18	0,63	814

*Com o intuito de mitigar os efeitos dos *outliers*, os dados das variáveis desta tabela foram winsorizados ao nível de 2,5%, com exceção da variável (*Cam*).

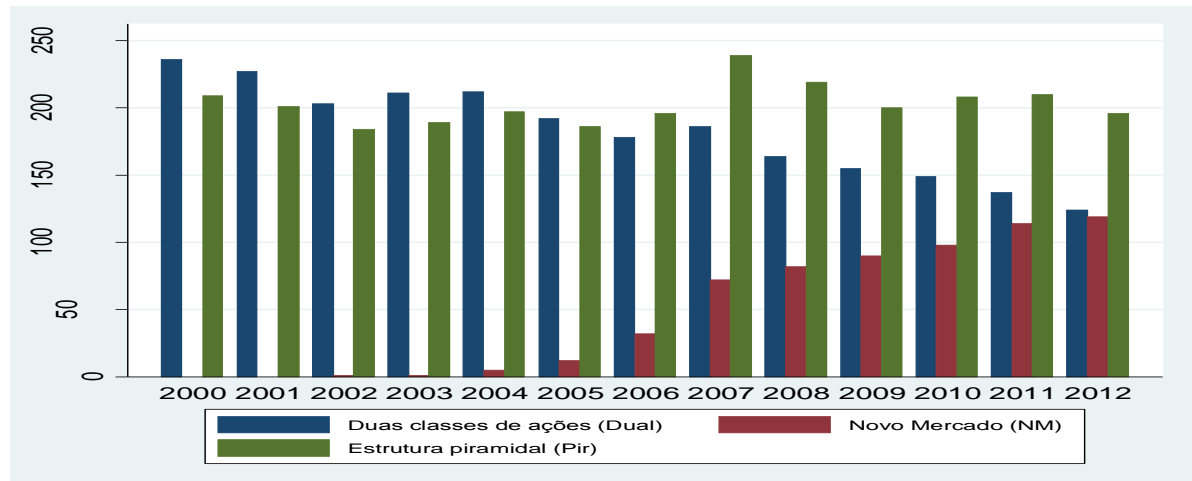
Fonte – Dados da pesquisa

Identifica-se, no gráfico 2, que a quantidade de empresas com emissão de duas classes de ações e de empresas com estruturas piramidais segue com tendências invertidas ao longo

¹⁷ Embora o problema de autocorrelação serial dos resíduos seja mais identificável em painéis de dados considerados longos, optou-se por manter a realização do teste no painel de dados desta pesquisa, o qual apresenta 13 informações no máximo para cada empresa.

dos anos. Ou seja, enquanto a quantidade de empresas que emite ações sem direito a voto tende a diminuir, a quantidade de empresas com estruturas piramidais tende a aumentar no decorrer dos anos.

Gráfico 2 - Quantidade de empresas com emissão de duas classes de ações, presença de estruturas piramidais e de adesão ao novo mercado por ano



Fonte –Elaborado pelo autor da tese com os dados da pesquisa

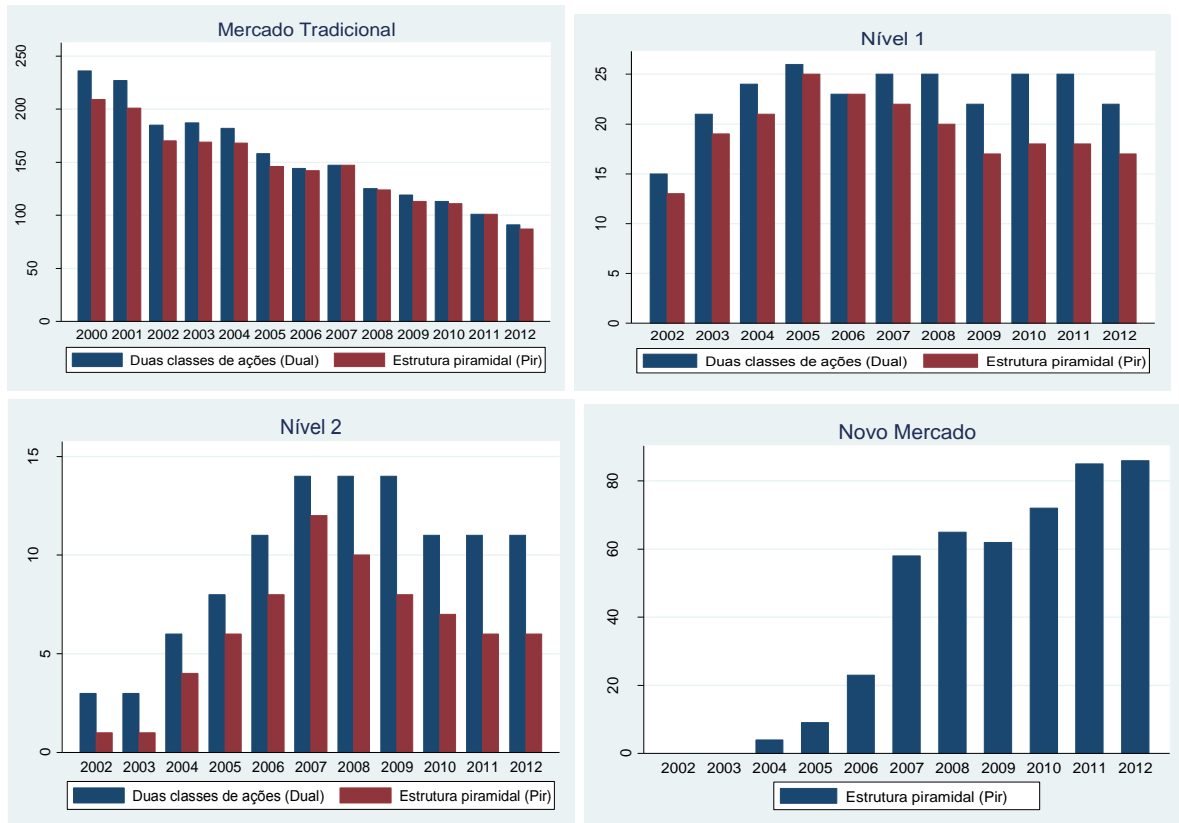
Uma possível explicação para essas evidências é decorrente das mudanças institucionais ocorridas, tais como a criação do novo mercado e reforma da Lei das S.A. No entanto, embora ambas as alterações restrinjam a emissão de duas classes de ações, especialmente para empresas que aderem ao Novo Mercado, nenhuma delas restringe a existência de estruturas piramidais de controle.

Essas evidências levam a questionar se há efeitos de substituição entre as estratégias de manter o acesso aos benefícios privados por parte dos acionistas controladores. Esse questionamento é sustentado a partir da análise do gráfico 3, no qual se observa que apenas no Novo Mercado houve um crescimento significativo na quantidade de empresas nas quais a estrutura de propriedade é constituída por uma pirâmide. Uma possível explicação de tal fenômeno é apresentada por Maury e Pajuste (2011) que argumentam que os acionistas controladores, sob a pressão do ambiente legal e institucional, podem desistir de emitir duas classes de ações para migrar para a estrutura piramidal de controle, situação na qual o princípio de proporcionalidade não é alcançado pela concessão de voto a todas as ações.

O raciocínio desenvolvido acima contraria as evidências encontradas por Aldrighi, Diaz e Postali (2012) no mercado brasileiro, os quais concluíram em que a adesão ao Novo Mercado reduz a probabilidade de uma empresa ter estrutura piramidal de controle. No entanto, cabe destacar que o presente estudo mostra apenas resultados descritivos sobre essa possível relação, para o período de 2000 a 2012, o qual difere do período analisado por

Aldrighi, Diaz e Postali (2012)¹⁸. Já Verne et al. (2009), em trabalho realizado no Brasil com dados de 2004 a 2007, apresentaram resultados descritivos que apontam que, pelo menos, 60% das empresas listadas no Novo Mercado apresenta algum tipo de estrutura piramidal de controle.

Gráfico 3 - Quantidade de empresas com emissão de duas classes de ações ou com estrutura piramidal de controle, separadas pelo níveis de governança corporativa



Fonte – Elaborado pelo autor da tese com os dados da pesquisa

Vale ressaltar, ainda, que, embora seja decrescente a quantidade de empresas na amostra com emissão de dupla classe de ações, observam-se apenas 30 casos (6,5% da quantidade total de empresas) em que houve a unificação de ações no período analisado. Essa quantidade é semelhante àquela encontrada por Bortolon e Leal (2014), os quais identificaram 33 casos de unificações no mercado brasileiro durante o período de 2000 a 2008. Por outro lado, a análise do gráfico 3 sugere que a quantidade de empresas com estruturas piramidais de controle vem aumentando em função da inserção de novas empresas no Novo Mercado. Foram observados 23 casos de migração para a estrutura piramidal em toda a amostra, ao

¹⁸ Aldrighi, Diaz e Postali (2012) realizaram um estudo com dados de empresas coletados no período de 1997 a 2009, o que permitiu incluir os períodos pré e pós-criação do Novo Mercado.

passo que 33 migrações para a estrutura direta ao longo do período analisado. O restante das observações manteve inalterada a política relacionada à emissão de dupla classe de ações e/ou de estrutura piramidal.

Os dados da tabela 6 representam os resultados da comparação de médias e de medianas entre as variáveis de interesse e agrupadas pelas variáveis dicotômicas (*Dual*) e (*Piramide*). Essa análise permitiu aplicar os testes univariados aos diferentes grupos, definidos a partir das combinações entre 0 e 1, para as variáveis (*Dual*) e (*Piramide*).

Verifica-se, na tabela 6, que o grupo de empresas com emissão dupla de ações tem menores índices de desempenho financeiro, quando calculados pelas variáveis (*Q de Tobin*), (*ROE*) e (*Mebit*), todas significativas até 10%. A variável (*ROA*) não foi significativa, embora tenha mostrado uma tendência a confirmar o resultado. Por outro lado, quando se compararam empresas levando em conta a dicotomia estrutura piramidal, verifica-se que é superior o desempenho financeiro do grupo de empresas que têm estrutura indireta de controle. Essa relação foi estatisticamente significativa para as variáveis (*Q de Tobin*), (*ROA*) e (*Mebit*). Essas evidências levantam a hipótese de que a emissão de duas classes de ações seja o principal *link* utilizado pelos acionistas controladores para obter acesso a benefícios privados, ao passo que a presença de estrutura piramidal, aparentemente, está associada com maior nível de desempenho.

Tabela 6 - Comparação de médias e de medianas

Variável	Dual	N	Media	Mediana	Pirâmide	N	Media	Mediana
<i>Q Tobin</i>	0	912	1,68*	1,31*	0	633	1,22*	1,03*
	1	2085	1,17*	1,02*	1	2364	1,36*	1,09*
<i>ROE</i>	0	907	8,65*	9,8*	0	633	6,03	9,2
	1	2082	5,39*	8,5*	1	2356	6,48	8,8
<i>ROA</i>	0	912	8,01	7,31	0	633	6,93*	7,19*
	1	2085	7,96	7,77	1	2364	8,25*	7,85*
<i>MEBIT</i>	0	907	13,58*	12,9*	0	633	10,09*	10,7*
	1	2082	12,33*	11,5*	1	2356	13,42*	12,2*
<i>LnAt</i>	0	912	14,72*	14,62*	0	633	14,43*	14,46*
	1	2085	14,43*	14,53*	1	2364	14,55*	14,60*
<i>Ex/AT</i>	0	912	55,51	56,6	0	633	54,69*	54,5*
	1	2085	56,24	57,1	1	2364	56,37*	57,5*
<i>Div/AT</i>	0	912	27,20*	27,5*	0	633	22,21*	21,4*
	1	2085	25,27*	24,7*	1	2364	26,84*	26,7*
<i>DivCP</i>	0	869	39,71*	32,9*	0	594	42,57	34,2
	1	1998	44,99*	39,15*	1	2273	43,61	37,8
$\Delta Rec.$	0	764	9,97*	8,90*	0	546	3,88	5,51
	1	1726	2,04*	4,71*	1	1944	4,64	5,94

* Valores estatisticamente significantes até 10% de probabilidade, pelo teste t de *student*, para a comparação de média, ou pelo teste não paramétrico de *Wilcoxon*, para a comparação de medianas.

Fonte – Elaborado pelo autor da tese com os dados da pesquisa

Com a finalidade de verificar a possibilidade de as empresas apresentarem apenas a emissão dupla de ações ou apenas a estrutura piramidal, assim como apresentarem ambas em sua estrutura de propriedade, construíram-se as tabela 7 e 8.

Tabela 7 - Comparação de médias e de medianas para o desempenho financeiro das empresas

Dual / Pirâmide	Variável	Pirâmide=0			Pirâmide=1			P-value	
		N	Media	Mediana	N	Media	Mediana	ttest	Wilcox
Dual=0	<i>Q de Tobin</i>	212	1,47	1,23	700	1,75	1,36	0,000	0,000
	<i>ROE</i>	212	6,24	9,70	695	9,38	9,90	0,084	0,184
	<i>ROA</i>	212	6,97	7,43	700	8,32	7,30	0,04	0,21
	<i>Mebit</i>	212	12,11	12,05	695	14,03	13,10	0,209	0,284
Dual=1	<i>Q de Tobin</i>	421	1,09	0,97	1664	1,19	1,03	0,000	0,000
	<i>ROE</i>	421	5,93	8,9	1661	5,26	8,3	0,643	0,792
	<i>ROA</i>	421	6,91	7,08	1661	8,23	7,95	0,004	0,002
	<i>Ebit/Sales</i>	421	9,08	10,2	1661	13,16	11,9	0,432	0,000
p-value	<i>Q de Tobin</i>	<i>ROE</i>	<i>ROA</i>	<i>Ebit/Sales</i>		<i>Q de Tobin</i>	<i>ROE</i>	<i>ROA</i>	<i>Ebit/Sales</i>
Teste t	0,000	0,870	0,92	0,071	Teste t	0,000	0,005	0,80	0,313
Wilcox.	0,000	0,861	0,75	0,055	Wilcox.	0,000	0,006	0,35	0,261

* Wilcox. = Teste de Wilcoxon

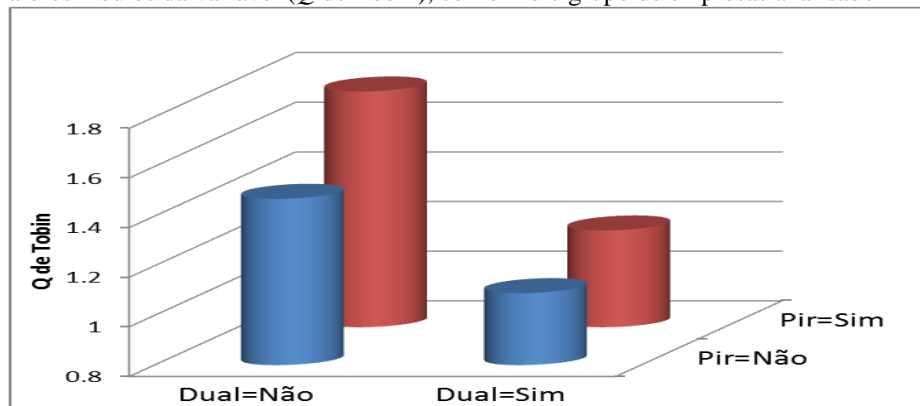
Tabela 8 - Comparação de médias e de medianas para as características individuais das empresas

Dual / Pirâmide	Variável	Pirâmide=0			Pirâmide=1			p-value	
		N	Media	Mediana	N	Media	Mediana	ttest	Wilc.
Dual = 0	<i>Divbat</i>	212	26,81	26,35	700	27,32	27,80	0,694	0,693
	<i>DivCP</i>	205	39,72	30,04	664	39,71	34,10	0,997	0,703
	<i>LnAt</i>	212	14,81	14,66	700	14,69	14,60	0,242	0,694
	<i>ΔRec.</i>	184	9,31	7,47	580	10,18	9,31	0,640	0,511
Dual = 1	<i>Div/At</i>	421	19,89	18,50	1664	26,63	26,00	0,000	0,000
	<i>DivCP</i>	389	44,07	35,80	1609	45,21	39,70	0,488	0,253
	<i>LnAt</i>	421	14,24	14,33	1664	14,48	14,59	0,009	0,004
	<i>ΔRec.</i>	362	1,12	4,60	1364	2,28	4,78	0,394	0,508
	<i>Div/At</i>	<i>DivCP</i>	<i>LnAt</i>	<i>ΔRec.</i>	-	<i>Div/At</i>	<i>DivCP</i>	<i>LnAt</i>	<i>ΔRec.</i>
Teste t	0,000	0,091	0,002	0,000	Teste t	0,372	0,000	0,002	0,000
Wilcox.	0,000	0,098	0,002	0,000	Wilcox.	0,261	0,000	0,008	0,000

* Wilcox. = Teste de Wilcoxon

Fonte – Elaborado pelo autor da tese com os dados da pesquisa

Verifica-se, na tabela 7, que o grupo de empresas com emissão de duas classes de ações tem desempenho inferior quando comparado com o grupo de empresas com emissão única. Essa relação foi confirmada para o grupo de empresas com ou sem estrutura piramidal, como pode ser observado pelos testes t e de *Wilcoxon*. Embora todas as variáveis sugiram que as empresas com emissão dupla de ações têm pior desempenho financeiro, destaca-se que a variável *Q* de Tobin foi estatisticamente significativa em todas as comparações de grupos. Tais resultados confirmam os argumentos de que a concessão do poder de voto tem um valor para o mercado e que tende a refletir em melhor desempenho financeiro, conforme também demonstrado no gráfico 4.

Gráfico 4 - Valores médios da variável (*Q* de Tobin), conforme o grupo de empresas analisado

Fonte – Elaborado pelo autor da tese com os dados da pesquisa.

Verifica-se que há um desempenho financeiro superior de empresas com estruturas piramidais de controle, conforme a tabela 7 e ilustrado pelo gráfico 4. Este resultado é confirmado quando se compara, tanto com o grupo de empresas que não têm estruturas indiretas, quanto as empresas que emitem uma ou duas classes de ações. Novamente, embora todas as variáveis sugiram tal resultado, destaca-se que a variável *Q de Tobin* foi estatisticamente significativa em todas as comparações. Essas evidências apontam que os resultados são opostos quando se leva em conta a divisão por duas classes de ações ou estrutura piramidal de controle, o que, possivelmente, sugere a confirmação de uma relação negativa e positiva, respectivamente, com o desempenho financeiro das empresas.

Os resultados mostrados na tabela 7 mostram, ainda, que o grupo de empresas que têm emissão dupla de ações, porém, não contam com uma estrutura piramidal de controle, tem, em média, o menor desempenho financeiro. Esse resultado foi estatisticamente significativo para a variável (*Q de Tobin*), (*ROA*) e (*Mebit*). Por outro lado, verifica-se que o grupo de empresas que têm concessão de voto a todas as ações e que têm estrutura piramidal de controle tende a apresentar melhor desempenho financeiro, resultado que foi comprovado estatisticamente para as variáveis (*Q de Tobin*) e (*ROE*).

Complementando esses resultados, os dados da tabela 8 mostram que são estatisticamente diferentes as características individuais das empresas que compõem os grupos analisados. O grupo de empresas que têm emissão dupla de ações apresentou menor volume de endividamento, representado pela variável (*Div/At*) e maior endividamento de curto prazo, definido por (*DivCP*), quando comparado com o grupo de empresas que emitem apenas um tipo de ação, com exceção da variável (*Div/At*), quando se comparara ao grupo de empresas com estruturas piramidais. Verificou-se que, embora o grupo de empresas com duas

classes de ações tenha uma menor média do volume de endividamento (Div/At) em relação ao grupo de empresas com apenas um tipo, o acesso ao endividamento é maior se a empresa apresentar estrutura piramidal. Tais resultados sugerem que a emissão de duas classes de ações seja um fator restritivo para que as empresas tenham acesso a maiores volumes de endividamento, especialmente o de longo prazo, ao passo que a aparente restrição é reduzida se a empresa tiver uma estrutura piramidal de controle.

Em relação ao tamanho da empresa ($LnAt$), verifica-se que as empresas do grupo com duas classes de ações são menores, quando comparadas com as empresas com emissão de apenas um tipo. Esse resultado foi independente de existir estrutura piramidal de controle. No entanto, verificou-se que a diferença é menor se houver estrutura piramidal, o que sugere que o tamanho das empresas com dupla emissão de ações e sem estrutura piramidal seja menor quando comparado com o tamanho das empresas que compõem os diferentes grupos analisados.

Em relação à variável ($\Delta Rec.$), utilizada como *proxy* das oportunidades de crescimento da empresa, verifica-se, na tabela 8, que o grupo de empresas com dois tipos de ações apresentou menor média e mediana, quando comparado com todos os demais grupos. Essa relação foi significativa em todos os testes realizados. Por outro lado, verificou-se que o grupo de empresas com estruturas piramidais de controle tende a contar com melhores níveis de oportunidades de crescimento, especialmente se não houver emissão de duas classes de ações, embora tal relação não tenha sido estatisticamente significativa.

Em síntese, verifica-se que são diferentes as características das empresas que compõem os grupos separados pelas principais dicotomias estudadas neste trabalho.

Identificou-se que o grupo de empresas com emissão de duas classes de ações tende a ter menor nível de desempenho financeiro, e elas são maiores, com maior nível de endividamento (e de endividamento de curto prazo), e com menores oportunidades de crescimento, quando comparado com o grupo de empresas com emissão de apenas um tipo de ação. Tais características foram confirmadas independentemente de a estrutura de controle ser constituída por pirâmide.

Por outro lado, os dados mostraram que as empresas com estruturas indiretas de controle têm melhores níveis de desempenho financeiro, são maiores, apresentam maior endividamento e maiores oportunidades de crescimento, em relação ao grupo com estrutura direta de controle. Essas diferenças foram mais pronunciadas quando a comparação foi realizada no grupo de empresas com emissão de duas classes de ações.

3.4.1 Análise das regressões

Nas tabelas 9 e 10 apresentam-se os resultados encontrados para a relação entre emissão de duas classes de ações, estrutura piramidal de controle e desempenho financeiro das empresas brasileiras.

Em relação aos efeitos sobre a variável (*Q de Tobin*), os resultados foram estatisticamente significantes e sinalizaram a existência de relação entre as principais variáveis independentes analisadas e o valor de mercado das empresas. Ainda, os resultados são consistentes em apontar relação negativa para a variável (*Dual*) e positiva para a variável (*Piramide*), quando se analisam os efeitos de ambas sobre a variável (*Q de Tobin*). Essa relação foi confirmada para todas as regressões analisadas apresentadas na tabela 9.

Tabela 9 - Efeitos da emissão de duas classes de ações e da estrutura piramidal de controle sobre a variável (*Q de Tobin*)

Coefficiente-Variável	1	2	3	4	5	6
β_0 – Intercepto	1,63***	1,17***	1,46***	3,52***	3,36***	3,37*
β_1 – Dual	-0,43***	-	-0,47***	-0,35***	-0,15*	-
β_2 – Piramide	-	0,19***	0,25***	0,16***	0,31***	0,13**
β_3 – Dual*Pir	-	-	-	-	-0,27**	-
β_4 – Pir*NM	-	-	-	-	-	0,18**
β_5 – NM	-	-	-	-	-	0,25***
β_6 – LnAt	-	-	-	-0,16***	-0,16***	-0,17***
β_7 – Div/At	-	-	-	-0,001*	-0,001**	-0,001*
β_8 – ROA	-	-	-	0,01***	0,01***	0,01***
β_9 – Liquidez	-	-	-	0,06***	0,06**	0,05**
β_{10} – Ano	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
N (obs)	2997	2997	2997	2997	2997	2997
N (grupos)	440	440	440	440	440	440
Wald (Prob>chi2)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Breush-Pagan (LM) (Prob>chi2)				0,0000	0,000	0,000
Wald test (Prob>chi2)				0,0000	0,0000	0,0000
Wooldridge test (LM) (Prob>chi2)				0,0000	0,0000	0,0000
Hausman (Prob>chi2)				0,0573	0,000	0,0166

(***), (**) e (*) indicam a significância estatística aos níveis 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte – Dados da pesquisa.

Nota - Foram realizadas seis regressões, as quais representam tanto o modelo restritos da equação 1.1, tais como nas regressões 1, 2 e 3, quanto o modelo irrestrito, como demonstrados nas regressões 4, 5 e 6, as quais foram incluídas as variáveis de controle. Como as variáveis (*Dual*) e (*NM*) apresentaram uma alta correlação negativa (-0,76), optou-se por desenvolver a regressão 6, a qual a variável (*NM*) foi inserida em vez de (*Dual*). Todas as regressões foram estimadas segundo o modelo de efeitos fixos de dados em painel, com estimação robusta, conforme o método de White (1980). A razão desta escolha foi com base nos testes de Breush-Pagan, que indicou a adequação de dados em painel; no teste de Wald e Wooldridge, os quais rejeitaram a hipótese nula para verificar a presença de heterocedasticidade e autocorrelação serial, respectivamente; e no teste desenvolvido por Schaffer e Stillman (2010), em substituição ao teste de Hausman.

Interpreta-se que o efeito negativo da variável (*Dual*) sobre o Q de Tobin representa que a concessão do poder de voto é valorizada no mercado brasileiro. Além disso, esse resultado mostra que é positivo o efeito das políticas e incentivos que buscam conceder a unificação das ações e a concessão do direito de voto.

Por outro lado, identificou-se que há um efeito positivo e significativo da presença de estrutura piramidal de controle (*Piramide*) sobre a métrica (Q de Tobin). Essa relação foi confirmada em todas as regressões apresentadas na tabela 9, por meio da análise do sinal e da significância do coeficiente β_2 . Uma possível explicação é que os investidores são otimistas em relação aos possíveis benefícios gerados pela empresa, quando esta apresenta estrutura indireta de controle. Uma segunda possibilidade é a de que os investidores estão subprecificando os riscos de expropriação aos quais estão expostos ao investirem em empresas em que a estrutura de propriedade consiste em uma pirâmide.

Cabe ressaltar que, quando se incluiu na análise a variável de interação entre (*Dual*) e (*Piramide*), o valor para o coeficiente β_3 indica um efeito negativo de tal interação sobre o Q de Tobin. Ao analisar esse resultado em conjunto com os coeficientes β_1 e β_2 da regressão (5), a magnitude do parâmetro β_3 (-0,27) sugere que o efeito positivo da estrutura piramidal seja anulado ($\beta_2 + \beta_3$) pelo efeito destrutivo que a não concessão de voto a todas as ações causa sobre a variável (Q de Tobin). Consistente com os resultados das regressões anteriores, o coeficiente β_1 na regressão (5) aponta que a variável (*Dual*) exerce um efeito negativo sobre a variável (Q de Tobin). Essas evidências são consistentes com os resultados encontrados por Masulis *et al.* (2011), os quais encontraram efeitos negativos no desempenho financeiro quando as empresas com estruturas piramidais utilizam mecanismos adicionais de alavancagem de controle, como a emissão de duas classes de ações. Por outro lado, esses resultados divergem daqueles obtidos por Jin e Park (2015), em estudo realizado na Coreia do Sul, uma vez que esses autores verificaram que a utilização de duas classes de ações por empresas que apresentam estruturas indiretas de controle influencia positivamente o desempenho financeiro das empresas.

No intuito de verificar o efeito da estrutura piramidal sobre o Q de Tobin de empresas com melhores práticas de governança corporativa, procedeu-se à interação entre as variáveis (*Piramide*) e Novo Mercado (*NM*) na regressão (6). Dessa maneira, verificou-se que o sinal positivo de β_4 indica que é maior o efeito da estrutura piramidal de controle para o grupo de empresas listadas no Novo Mercado, quando comparado com o efeito para o grupo de empresas não listadas ($\beta_4 > \beta_2$). Além disso, vale observar que o coeficiente β_2 da variável (*Piramide*) na regressão (6) apresentou o menor valor, quando comparado com o mesmo

coeficiente nas demais regressões. Essa evidência sugere que é menor o valor médio do Q de Tobin para as empresas com estruturas piramidais não listadas no Novo Mercado, quando comparado com o das empresas listadas e que também apresentam estruturas indiretas de controle. De modo complementar, a análise do coeficiente β_5 na regressão 6 indica o efeito positivo (0,25) que a adesão ao Novo Mercado gera sobre o Q de Tobin da empresa. No entanto, tal efeito tende a ser menor ($\beta_5 > \beta_4$) se a empresa pertencer ao Novo Mercado e tiver estrutura indireta de controle simultaneamente, embora ambos os coeficientes sejam positivos (β_4 e β_5).

A análise conjunta dessas evidências mostra que a estrutura piramidal de controle gera um efeito positivo sobre o Q de Tobin. No entanto, esse efeito é pronunciado apenas quando a empresa não emitir ações sem direito a voto e é menor se ela não apresentar melhores práticas de governança corporativa, como aquelas exigidas pelo Novo Mercado.

Em relação às variáveis de controle, verifica-se que a inserção das mesmas não altera as evidências apresentadas acima, ao contrário, permitem verificar a robustez desses resultados.

Além da variável Q de Tobin, as regressões foram realizadas com as métricas contábeis de desempenho financeiro, tais como (ROA), (ROE) e margem operacional sobre as vendas ($Mebit$). No entanto, dada a semelhança nos resultados apresentados para essas variáveis, optou-se por reportar apenas para a variável (ROA), cuja métrica está associada à rentabilidade operacional em relação aos ativos totais e com o objetivo de comparar com os resultados de trabalhos encontrados na literatura, tais como o de Benedsen e Nielsen (2010). Além de testar com outras variáveis de desempenho financeiro, uma estratégia para tentar mitigar o possível viés de simultaneidade entre as variáveis de interesse foi a inclusão da variável dependente defasada em um período na equação 1, como variável explicativa; e os principais resultados foram mantidos, embora não reportados¹⁹. Na tabela 10 apresentam-se os resultados obtidos para a variável dependente (ROA).

Especificamente, observa-se que os dados da tabela 10 mostram que o efeito positivo de ($Piramide$) tende a exercer maior influência sobre a variável (ROA), relação que foi estatisticamente significativa em todas as regressões, quando comparado com o efeito estatisticamente insignificante de ($Dual$) sobre a variável dependente. De modo

¹⁹ Considera-se que devido ao fato das principais variáveis de interesse serem binárias, tais como ($Dual$) e ($Piramide$), os métodos tradicionais para mitigar o possível viés de simultaneidade, como o sistema de equações simultâneas e o GMM não se aplicariam adequadamente ao modelo empírico de pesquisa.

complementar, verifica-se, na regressão (6), por meio do coeficiente β_4 , que o efeito positivo da estrutura indireta de controle sobre a variável (*ROA*) não seja pronunciado nas empresas listadas no novo mercado.

Tabela 10 - Efeitos da emissão de duas classes de ações e da estrutura piramidal de controle sobre a variável (*ROA*).

Coefficiente-Variável	1	2	3	4	5	6
β_0 - Intercepto	7,65***	6,19***	6,09***	6,84	6,85	8,96*
β_1 - Dual	0,46	-	0,16	-0,04	-0,05	-
β_2 - Piramide	-	2,26***	2,24***	2,15**	2,14**	2,58**
β_3 - Dual*Pir	-	-	-	-	0,01	-
β_4 - Pir*NM	-	-	-	-	-	-0,50
β_5 - NM	-	-	-	-	-	2,19*
β_6 - LnAt	-	-	-	0,05	0,05	-0,13
β_7 - Div/At	-	-	-	-0,08***	-0,08***	-0,08***
β_8 - Ano	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
N	2997	2997	2997	2997	2997	2997
N (grupos)	440	440	440	440	440	440
F (Prob)	0,54	0,001	0,006	0,000	0,000	0,000
Breush-Pagan (LM) (Prob>chi2)				0,0000	0,0000	0,0000
Wald test (Prob>chi2)				0,0000	0,0000	0,0000
Wooldridge test (LM) (Prob>chi2)				0,0000	0,0000	0,0000
Hausman (Prob>chi2)				0,0012	0,0026	0,0011

(***), (**) e (*) indicam a significância estatística aos níveis 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte – Dados da pesquisa

Nota - Foram desenvolvidas seis regressões, levando-se em conta os modelos restrito e irrestrito da equação 1.1, a qual foi apresentada na seção 3.3.2. De maneira similar ao que foi apresentado na tabela 9, foram realizados os testes de especificação, os quais indicaram melhor adequação ao modelo de efeitos fixos, com a estimação robusta pelo método de White (1980).

Com o objetivo de verificar se a quantidade de camadas na estrutura indireta de controle exerce influência sobre o desempenho financeiro, recorreu-se a novas regressões que são reportadas na tabela 11.

Os dados da tabela 11 confirmam os resultados previamente obtidos na tabela 9, no que se refere ao efeito negativo da variável de interação (*Dual*Pir*) sobre a variável dependente (*Q de Tobin*). Essa análise é obtida ao verificar que o coeficiente β_2 relacionado à variável de interação (*Dual*Pir*), o qual foi estatisticamente significativo nas duas regressões analisadas, sugere ser negativo o seu efeito sobre variável dependente (*Q de Tobin*). Cabe ressaltar que, na tabela 11, esse efeito negativo também foi identificado para a variável dependente (*ROA*), contrariando os resultados apresentados para a mesma variável na tabela 10. Uma possível explicação para a diferença desses resultados é o período de análise considerado na tabela 11, o qual foi apenas entre o ano de 2009 a 2012. O resultado relacionado à variável de interação (*Dual*Pir*) na tabela 11 sugere que os possíveis benefícios

da estrutura indireta de controle para o desempenho financeiro da empresa não sejam pronunciados nas empresas que utilizam a emissão de duas classes de ações.

Tabela 11- Relação entre quantidade de camadas da estrutura piramidal de controle e desempenho financeiro

Variável dependente Coeficiente-Variável	Q de Tobin			ROA		
	1	2	3	1	2	3
β_0 - Intercepto	7,78***	7,88***	7,88***	-14,34	-14,44	-16,20
β_1 - Dual	-0,09	-	-	-2,15	-	-
β_2 - Dual*Pir	-	-0,33**	-	-	-3,36*	-
β_3 - Cam	0,18***	0,20***	0,18***	0,32	0,45	0,36
β_4 - Cam ²	-0,01**	-0,01**	-0,01**	-0,09	-0,11	-0,09
β_5 - NM	-	-	0,19**	-	-	0,21
β_6 - LnAt	-0,44***	-0,44***	-0,46*	1,73*	1,74*	1,78*
β_7 - Div/At	0,00	0,00	0,00	-0,11***	-0,11***	-0,11***
β_8 - ROA	0,01***	0,01***	0,01***	-	-	-
β_9 - Liquidez	0,26***	0,26***	0,25***	-	-	-
β_{10} - Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N	990	990	990	990	990	990
N (grupos)	287	287	287	287	287	287
F (Prob)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

(***), (**) e (*) indicam a significância estatística aos níveis 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte - Dados da pesquisa.

Nota - Na tabela 11 apresentam-se os resultados a partir de uma subamostra, a qual é decorrente da restrição ao acesso às informações necessárias para coleta da variável (*Cam*), que são publicadas nos formulários de referência disponíveis pela CVM apenas a partir do ano de 2009. A adequação do modelo de efeitos fixos das regressões 1, 2 e 3 da equação 1.2 foi obtida após a realização dos diferentes testes de especificação, tais como se procedeu na estimação da equação 1.1.

Os dados da tabela 11 mostram ainda que os coeficientes β_3 e β_4 das variáveis (*Cam*) e (*Cam2*), as quais apresentaram sinais positivos e negativos, respectivamente, sugerem existir relação quadrática em forma de U invertido entre a quantidade de camadas em empresas com estruturas indiretas de controle e a métrica de valor de mercado (*Q de Tobin*). Uma possível explicação é que, nos casos em que o número de camadas é considerado excessivo, os custos relacionados ao risco de expropriação são maiores que os benefícios percebidos diante da presença de estruturas piramidais de controle acionário. Portanto, esses resultados sinalizam que os benefícios e o risco moral oferecidos em estruturas piramidais coexistem em um ambiente institucional que ainda carece de incentivos e leis que restrinjam o comportamento dos acionistas controladores em estruturas piramidais, tal como já destacado por Morck, Nakamura e Shivdasani (2000), Johnson *et al.* (2000), Bertrand *et al.* (2002), Morck, Wolfenson e Ywung(2005) e Almeida e Wolfenzon (2006b).

Os resultados apresentados nas tabelas 10 e 11 consideram que os possíveis efeitos da natureza do controle acionário e da concentração acionária sejam incluídos nos efeitos fixos da empresa. Optou-se, porém, por mitigar possíveis vieses que tais variáveis podem exercer

sobre os resultados já obtidos. Por isso, construiu-se a tabela 12, a qual considera diferentes subamostras com base no tipo do controle acionário e concentração acionária.

Tabela 12 - Natureza do controle acionário, concentração acionária e os efeitos da emissão de duas classes de ações e da estrutura piramidal de controle sobre o valor da empresa

Amostra	Completa		Subamostra (PNA)		Subamostra (<i>Cont5</i> <50)	
	<i>Q</i> Tobin	ROA	<i>Q</i> Tobin	ROA	<i>Q</i> Tobin	ROA
Modelo	EA	EA	EF	EF	EF	EF
Regressão	1	2	3	4	5	6
β_0 - Interc.	2,02***	-8,00**	3,27***	4,88	10,83***	26,64**
β_1 - Fam	-0,08*	-2,01***	-	-	-	-
β_2 - Estatal	-0,17	-6,33***	-	-	-	-
β_3 - Disp	0,06	0,15	-	-	-	-
β_4 - Estran	0,04	-0,84	-	-	-	-
β_5 - Inst	-0,14	-4,63***	-	-	-	-
β_6 - Dual	-	-	-0,18	0,65	0,71	3,42
β_7 - Piramide	-	-	0,27**	2,35*	1,15***	5,05**
β_8 - Dual*Pir	-	-	-0,25	-1,24	-1,03**	-1,02
β_9 - NM	0,38***	0,87	-	-	-	-
β_{10} - LnAt	-0,10***	0,96***	-0,15***	0,21	-0,73**	-1,66*
β_{11} - Div/At	-0,001	-0,07***	-0,001	-0,09***	-0,008	-0,15
β_{12} - ROA	0,01***	-	0,01***	-	0,04*	-
β_{13} - Liquidez	0,06*	-	0,07***	-	0,14	-
β_{14} - Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
β_{15} - Setor	Sim	Sim	Não	Não	Não	Não
N (obs)	2986	2986	2585	2585	165	165
N (grupos)	436	436	390	390	52	52
F (Prob)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

(***), (**) e (*) indicam a significância estatística aos níveis 1%, 5% e 10%, respectivamente.

EF = Efeitos fixos; EA = Efeitos aleatórios

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota - A construção desta tabela visa verificar se a natureza do controle acionário e a concentração acionária influenciam os resultados já obtidos anteriormente. Por isso, objetivou-se, nas regressões 1 e 2, levar em conta a amostra completa analisada neste trabalho, incluindo as variáveis *dummies* relacionadas à natureza do controle acionário. Já, nas regressões 3 e 4, buscou verificar a robustez dos resultados encontrados nas tabelas 5 e 6, porém, para uma subamostra que considera apenas as empresas privadas nacionais (PNA), ou seja, exclui as empresas cujo controle acionário seja estatal (*Estatal*), ou estrangeira (*Estran*), conforme realizado por Black, Carvalho e Sampaio (2014). Por fim, as regressões 5 e 6 levam em conta a concentração acionária das empresas, por meio de uma subamostra composta de empresas cujo poder de voto dos cinco maiores investidores (*Cont5*) seja menor que 50%. As variáveis dependentes são o *Q* de Tobin e a razão entre resultado operacional e ativo total (*ROA*) da empresa. As variáveis de interesse nas regressões 1 e 2 são: (*Fam*) que representa a natureza familiar do controle acionário, a qual assume o valor (1) se pelo menos um dos cinco maiores investidores diretos ou o acionista último da companhia seja uma pessoa física, e (0) caso contrário; (*Estatal*) que assume o valor (1) se o controle da companhia for o Estado, e (0) caso contrário, bem como a variável relacionada à dispersão acionária (*Disp*), que assume o valor (1) se a soma do capital votante dos cinco maiores acionistas (*Cont5*) for menor que 50%, e (0) caso contrário; (*Inst*) que é igual a (1) se o maior investidor institucional, tal como instituição financeira, banco, fundo, ou companhia de seguro. Já as variáveis de interesse nas regressões 3, 4 e 5 e 6 são as variáveis binárias relacionadas a emissão de duas classes de ações (*Dual*) e à estrutura piramidal de controle (*Piramide*), como o seu termo de interação (*Dual*Pir*). Por fim as variáveis de controle são (*NM*) que assume o valor (1) se a empresa possui ações listadas no novo mercado, e (0) caso contrário; tamanho da empresa (*LnAt*), endividamento (*Div/At*), rentabilidade operacional (*ROA*), liquidez das ações em bolsa (*Liquidez*), e as variáveis binárias relacionada aos efeitos fixos do tempo (*Ano*) e do setor que a empresa atua (*Setor*). A escolha pelo modelo de efeitos aleatórios (*EA*) ou efeitos fixos (*EF*) considerou os testes de Hausman e de Schaffer e Stillman (2010). Todas as regressões levaram em conta a estimação robusta proposta pelo método de White (1980).

Os resultados da tabela 12 mostram que a natureza familiar de controle exerce um efeito negativo sobre o valor de mercado e desempenho financeiro das empresas brasileiras. Esse resultado é constatado pelo coeficiente β_1 , o qual apresentou sinal negativo estatisticamente significativo nas regressões 1 e 2. No entanto, cabe ressaltar que a variável (*Fam*) representa a existência de ao menos uma pessoa física indicada como acionista controlador direto, ou indireto de uma empresa, sendo que o grupo base de comparação seja constituído por empresas que têm propriedade privada nacional cujo maior acionista seja outra empresa. Considera-se que o resultado negativo encontrado para a variável (*Fam*) seja consistente com as evidências encontradas no Brasil, que encontram relação negativa entre estrutura familiar e valor da empresa, tais como o de Silva e Leal (2006) e Verne et al. (2009).

Outras variáveis que também influenciaram negativamente o desempenho financeiro das empresas foram a natureza estatal (*Estat*), conforme verificado pelo coeficiente β_2 , que foi estatisticamente significativo somente na regressão 2; e o tipo de investidor institucional (*Inst*), conforme verificado pelo coeficiente β_5 , que também foi estatisticamente significativo somente na regressão 2. Quando se analisaram os possíveis efeitos dessas variáveis sobre o Q de Tobin da empresa, os coeficientes não foram estatisticamente significantes, embora os sinais negativos fossem mantidos. Tais resultados diferem daqueles encontrados por Silva e Leal (2006), os quais constataram indícios de relação positiva entre a propriedade estatal ou institucional e o desempenho financeiro das empresas brasileiras²⁰.

Por outro lado, as variáveis relacionadas à dispersão do controle acionário (*Disp*) e a origem estrangeira do acionista controlador (*Estran*) não apresentaram significância estatística conforme se verifica por meio de β_3 e β_4 , respectivamente.

Em relação às variáveis de controle, elas apresentaram sinais coerentes com aqueles já obtidos nas Tabelas 9 e 10, porém, na tabela 12 foram acrescentadas as variáveis binárias relacionadas ao setor da empresa.

Devido ao fato de que as empresas privadas nacionais com controle acionário definido podem apresentar ou não estruturas piramidais de controle, foram estimadas as regressões 3 e 4, das quais se excluíram as empresas com natureza estatal ou estrangeira. Considera-se que esse procedimento permite separar os possíveis efeitos que a estrutura privada e nacional de controle exerce sobre o desempenho financeiro e valor da empresa, especialmente quando o

²⁰ Diferenças no procedimento metodológico podem ser a causa na divergência dos resultados apresentados entre o presente trabalho e o de Silva e Leal (2006). Por exemplo, os resultados apresentados por Silva e Leal (2006) consideram uma base de dados entre 1998 a 2002.

maior acionista for um indivíduo (*Piramide=0*) ou quando o maior acionista for outra empresa (*Piramide=1*).

Assim, verifica-se que os resultados encontrados na tabela 12 fortalecem aqueles já obtidos nas tabelas 9 e 10, especialmente ao confirmar que a estrutura piramidal de controle exerce um efeito positivo sobre o valor e o desempenho financeiro da empresa, com a restrição de que a empresa não tenha emissão de duas classes de ações. Esta afirmação é sustentada ao verificar que é positivo e estatisticamente significativo o coeficiente β_7 nas regressões 3 e 4. No entanto, esse efeito positivo não foi observado nas empresas que têm emissão de duas classes de ações, uma vez que β_8 apresentou sinal negativo, embora tal coeficiente não seja estatisticamente significativo nas regressões 3 e 4. Já o coeficiente β_6 da variável (*Dual*) apresentou os mesmos sinais encontrados nas tabelas 9 e 10, porém, sem significância estatística nas regressões 3 e 4.

Já as regressões 5 e 6 consideram uma subamostra de empresas cuja concentração acionária dos cinco maiores investidores (*Cont5*) seja menor que 50%, e permitiram identificar uma nova evidência. Verifica-se que o efeito positivo da estrutura piramidal de controle (β_7) sobre o valor e o desempenho financeiro das empresas brasileiras tende a ser mais pronunciado nas empresas cujo poder de voto dos cinco maiores investidores não ultrapasse a 50%, conforme identificado por β_7 , cujo sinal foi positivo e estatisticamente significativo nas regressões 5 e 6. Conforme já identificado anteriormente, o efeito líquido da estrutura piramidal de controle continua positivo após levar em conta os possíveis efeitos negativos da emissão de duas classes de ações, conforme se verifica no coeficiente β_8 , o qual foi estatisticamente significativo apenas na regressão 5. Considera-se que essas evidências estão alinhadas com os resultados de Verne, Santos e Postali (2009), os quais identificaram que a diminuição da concentração do poder de voto do maior acionista da empresa tende a ter um impacto positivo no valor das empresas que têm estruturas piramidais de controle.

Em relação às variáveis de controle nas regressões 3, 4, 5 e 6, os seus coeficientes apresentaram sinais e significâncias estatísticas consistentes com aqueles já obtidos nas tabelas 9 e 10.

Portanto, considera-se que os resultados apresentados na tabela 12 sugerem que a natureza familiar do controle acionário exerce um efeito negativo no valor e no desempenho financeiro das empresas brasileiras. A estrutura piramidal de controle tende, porém, a exercer um efeito positivo no valor e no desempenho dessas empresas, em comparação com as empresas familiares que não apresentam estrutura piramidal de controle e que esse efeito tende a ser mais pronunciado em empresas cujo poder de voto dos cinco maiores acionistas

diretos seja menor que 50%. Interpreta-se que esses novos resultados estão coerentes com os resultados de trabalhos já realizados no Brasil, tais como os de Silva e Leal (2006) e Verne Santos e Postali (2009), que apontam que a estrutura piramidal de controle está associada com a natureza familiar de controle e que a concentração do poder de voto do acionista controlador está negativamente associada com o valor de mercado das empresas.

Considera-se, ainda, que os resultados obtidos neste trabalho possivelmente contribuem com a literatura nacional sobre o tema ao identificar que o grupo de empresas privadas nacionais, cujo maior acionista direto seja outra empresa, tem maior valor e desempenho financeiro, em comparação com o grupo de empresas privadas nacionais, cujo maior acionista direto seja um indivíduo. Além disso, as evidências apresentadas na tabela 12 sugerem que um menor poder de voto dos cinco maiores investidores diretos torna a relação positiva entre estrutura piramidal de controle e valor da empresa mais pronunciada. Uma possível explicação para essa evidência é fundamentada em Almeida e Wolfenzon (2006b), os quais argumentam que a presença de estrutura piramidal de controle gera uma externalidade negativa para as empresas consideradas independentes, as quais não fazem parte da estrutura piramidal ou de um grupo de negócios. Essa explicação também está coerente com as principais conclusões de Bena e Ortiz-Molina (2013), os quais argumentam que a filiação a um grupo de negócios, como é o caso da estrutura em forma de pirâmide, é uma alternativa para novas empresas quando estas não contam com um sistema eficiente de financiamento no âmbito do mercado em que atuam.

3.5 Conclusões do capítulo

Neste trabalho, buscou-se verificar se há relação entre estrutura piramidal de controle, emissão de duas classes de ações e desempenho financeiro das empresas no mercado brasileiro. A premissa assumida neste trabalho foi a de que o acionista controlador escolhe a estrutura de propriedade que atenda à maximização de sua utilidade, mesmo que seja escolhida a opção por sacrificar um aumento do valor da empresa em substituição a um maior acesso aos benefícios privados de controle, conforme teoria desenvolvida por Jensen e Meckling (1976).

O banco de dados utilizado permitiu separar os efeitos da decisão de emitir duas classes de ações ou de utilizar a estrutura piramidal de controle sobre o desempenho financeiro das empresas. São duas as principais evidências encontradas neste trabalho. A

primeira refere-se ao fato de que a decisão de emissão de duas classes de ações causa um efeito negativo sobre o desempenho financeiro. A segunda refere-se ao efeito positivo que a presença de estrutura piramidal de controle exerce sobre o desempenho financeiro das empresas, especialmente quando é reduzido o número de camadas existentes entre o primeiro até o último acionista controlador, em casos de estruturas piramidais. Esses resultados são consistentes com os argumentos de Khana e Palepu (2000, 2007), Adams e Ferreira (2008), Bena e Ortiz-Molina (2013) e Jin e Park (2015), de que o efeito positivo ou negativo de tais mecanismos dependerá do contexto e das características do mercado em que os mesmos são utilizados.

Cabe destacar que tais resultados não são totalmente explicados pela teoria da agência, a qual sugere que a não proporcionalidade do poder de voto a todos os acionistas está associada com interesses que não estão alinhados com a maximização de valor da empresa (SHLEIFER e VISHNY, 1997; LA PORTA, SHLEIFER e LOPEZ DE SILANES 1999; LA PORTA et al. 2000). Embora essa teoria explique a relação negativa da emissão de duas classes de ações, essa perspectiva teórica não foi considerada robusta para compreender por que é positivo o efeito de estruturas piramidais sobre o desempenho financeiro no nível da empresa. A explicação teórica alternativa é que, por estar o mercado de ações brasileiro ainda em desenvolvimento, a presença de grupos empresariais, neste caso constituído por estruturas piramidais, surge como um mecanismo substituto para as empresas conseguirem acesso ao capital para financiar as suas oportunidades de crescimento e, conseqüentemente, incrementar o seu desempenho financeiro (KHANA E PALEPU, 2000 e 2007).

Embora o efeito positivo de estruturas piramidais sobre o desempenho financeiro seja encontrado nas empresas, há na literatura argumentos de que tais estruturas, especialmente quando controladas por famílias, causam efeitos negativos no âmbito da economia, como destacado por Morck, Wolfenzon e Yeung (2005) e Almeida e Wolfenzon (2006b), e no mercado brasileiro por Silva e Leal (2006) e Verne et al. (2009). O presente trabalho visa contribuir para esse debate ao verificar que há benefícios, pelo menos, no âmbito da empresa. No entanto, identificou-se que o excesso de camadas de estruturas de controle, e o uso concomitante com a emissão de duas classes de ações, têm relação negativa com o desempenho financeiro, o que constitui como os custos de tal estrutura. Além disso, verificou-se que o valor positivo da estrutura piramidal de controle tende a ser mais pronunciado nas empresas cujo poder de voto dos cinco maiores acionistas diretos seja menor que 50%.

Assim, espera-se que tais evidências incentivem novos trabalhos que busquem identificar sobre em quais condições a desproporcionalidade da relação uma ação um voto

destrói valor em empresas no mercado brasileiro. De forma complementar, considera-se que ainda é desconhecida na literatura nacional o quão efetiva é a presença de diretores externos no conselho de administração, em mitigar os efeitos negativos decorrentes de estruturas desproporcionais do poder de voto. Do mesmo modo, sugere-se que novos estudos verifiquem se a presença de investidores institucionais permite reduzir os efeitos negativos da distorção uma ação um voto, seja em estruturas piramidais, em estruturas de duas classes de ações, ou em casos que há acordo de voto entre os acionistas controladores (VILLALONGA e AMIT, 2009; MAURY e PAJUSTE, 2011). Outra sugestão seria verificar se existe relação entre os diferentes instrumentos de alavancagem do poder de voto com a política de financiamento e custo de capital da empresa.

Em relação às possíveis limitações deste trabalho, cita-se a abordagem metodológica utilizada para a estrutura piramidal de controle. O motivo decorre do fato de que se utilizou apenas uma *Proxy*, tal como na dicotomia para a utilização de estrutura piramidal. A estratégia em utilizar essa variável foi contribuir com a literatura para oferecer evidências a partir de um painel de dados que compreendesse um maior número possível de observações, e que contribuísse com as pesquisas já realizadas no Brasil, tais como as de Leal et al. (2002), Silva e Leal (2006), Aldrighi e Mazzer Neto (2007), Verne, Santos e Postali (2009), Bortolon e Leal (2010), Aldrighi e Postali (2011), Aldrighi, Diaz e Postali (2012) e Bortolon (2013). Como uma segunda limitação, aponta-se a restrição na escolha dos modelos de regressão para mitigar o possível problema da endogeneidade entre as principais variáveis de interesse. Dois possíveis métodos utilizados para mitigar o viés de simultaneidade são 1 - o método de equações simultâneas e 2 - o método dos momentos generalizados. No entanto, interpretou-se que tais métodos não se aplicariam adequadamente ao modelo empírico de pesquisa devido ao fato de que são binárias as principais variáveis de interesse. Por isso, recomenda-se que futuros trabalhos explorem a relação estudada nesta pesquisa utilizando variáveis contínuas, tais como os percentuais de propriedade direta e/ou indireta, as quais permitiriam a aplicação de métodos considerados mais robustos de controle da endogeneidade. Por fim, sugere-se que futuras pesquisas verifiquem se o período amostral seja relevante para verificar se a decisão de listar ações no Novo Mercado esteja associada com a estrutura piramidal de controle, e o trabalho de Aldrighi et al. (2012) oferece evidências consideradas pioneiras nesse sentido para o mercado brasileiro. Além disso, considera-se que os resultados encontrados neste trabalho não capturam os possíveis efeitos da natureza familiar de empresas com estruturas piramidais, as quais não apresentam pessoas físicas em seu controle direto ou que não foram identificados os seus acionistas últimos, embora evidências de que as estruturas piramidais de

controle estão associadas com a natureza familiar de controle são encontradas em trabalhos tais como os de Silva e Leal (2006) e Verne et al. (2009). Nesse sentido, recomenda-se que futuros trabalhos desenvolvam novos argumentos que expliquem a influência positiva que a estrutura piramidal de controle exerce sobre o valor de mercado das empresas brasileiras, possivelmente aprofundando as questões metodológicas que tratem a possível endogeneidade na presença de estruturas piramidais, e/ou nas questões teóricas que busquem complementar a adequação da teoria da agência em explicar tal fenômeno no mercado brasileiro.

4 PODER DE VOTO DOS ACIONISTAS CONTROLADORES, EFETIVIDADE DOS CONSELHEIROS EXTERNOS E O DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

RESUMO

Verifica-se, neste estudo, a relação entre o poder de voto dos acionistas controladores e a efetividade dos conselheiros externos em maximizar o desempenho das companhias abertas brasileiras. Para tanto, levou-se em conta uma amostra de 3.057 observações coletadas referentes ao período de 2000 a 2012. Foram utilizados os modelos de regressões de efeitos aleatórios, modelos *Logit* e *Probit*, e o modelo dois estágios de Heckman (1979), para controlar o possível viés de autosseleção da amostra. O principal resultado mostra que as empresas cujos acionistas controladores praticam a alavancagem do poder de voto têm uma menor independência do conselho de administração e um pior desempenho financeiro e valor de mercado. Além disso, verificou-se que o percentual de conselheiros externos tende a não ser efetivo em aumentar o valor da empresa e em praticar o *Turnover* do principal executivo (*CEO*), quando 1- existe a prática da alavancagem do poder de voto pelo acionista controlador ou 2- quando o CEO assume simultaneamente uma posição no conselho de administração. Interpretou-se que essas evidências estão alinhadas com os argumentos em favor de um novo custo de agência, o qual está relacionado à obediência indevida dos conselheiros externos aos acionistas controladores ou ao CEO, nas empresas brasileiras.

Palavras-chave - alavancagem do poder de voto, duas classes de ações, onselho de administração.

ABSTRACT

This study aims identify if there is a relationship between the controlling shareholders' voting power and the outside directors' effectiveness to maximize the firms' financial performance in the Brazilian stock market. To this end, we take into account a panel data with 3057 observations collected for the period between 2000 and 2012, and we used the regressions models such as random effects, Logit and Probit, and the two-stage model of Heckman (1979). Our findings show that firms whose controlling shareholders use dual class shares to leverage their voting power have less independence of the board and a worse financial performance and market value. In addition, we find that the percentage of outside directors tends to be ineffective to increase the firm's value, and to perform the turnover of the firm's Chief Executive Officer (*CEO*) when 1) there is a leverage of the controlling shareholder's voting power, or 2) when the CEO assumes simultaneously a position on the board of directors. We interpreted that these evidence are in line with the arguments in favor of a new agency cost, which is related to the *undue obedience* of board members to authority, such as the largest controlling shareholder or the CEO in the Brazilian listed firms.

Keywords - voting power, dual class shares, board of directors.

4.1 Introdução

As explicações sobre os fatores que levam à efetividade da independência do conselho de administração em aumentar o valor da empresa têm sido alvo de crescente debate na literatura sobre governança corporativa. No entanto, as abordagens teóricas e as evidências empíricas ainda são insuficientes para estabelecer uma explicação consistente. Os argumentos de que a teoria da agência e que as evidências empíricas ainda falham em estabelecer uma relação consistente entre a independência do conselho de administração e o valor da empresa são destacadas por Huse et al.(2011) e por Adams, Hermalin e Weisbach (2010), respectivamente. De forma complementar, Morck (2008) destaca a necessidade de levar em conta um novo custo de agência, o qual é relacionado com a possível obediência indevida dos conselheiros ao CEO e ao acionista controlador, os quais tendem a ser as autoridades legitimadas nas empresas.

Especificamente, neste trabalho, objetiva-se verificar se há relação entre o excesso do poder de voto dos acionistas controladores e a efetividade dos conselheiros externos em aumentar o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto. Ao menos no nível do conhecimento do autor deste trabalho, ainda não há um trabalho que tenha atendido a esse propósito. Além disso, considera-se que o mercado brasileiro seja um interessante caso a ser estudado, devido às suas peculiaridades, tais como as alterações ocorridas no início da década de 2000 em seu ambiente legal e institucional.

Na tentativa de verificar se a obediência indevida dos conselheiros externos tende a constituir uma questão relevante nos estudos sobre governança corporativa no Brasil, considerou-se que tais conselheiros podem assumir comportamentos de lealdade, tanto em relação aos acionistas controladores, quanto ao CEO da companhia, tal como defendido por Morck (2008). Assim, adotou-se como premissa que os acionistas controladores que utilizam estratégias para alavancar o poder de voto, tal como na emissão de duas classes de ações, têm maiores chances de legitimar a sua autoridade perante os conselheiros externos. Os argumentos de que a emissão de duas classes de ações tende a ser o principal *link* de acesso aos benefícios privados de controle são encontrados nos trabalhos de Adams e Ferreira (2008), Villalonga e Amit (2009) e Gompers, Ishii e Metrick (2010).

Dessa maneira, e após levar em conta um painel de dados para o período de 13 anos, no período de 2000 a 2012, e controlar o possível viés e a autosseleção presente na decisão de emitir ou não duas classes de ações, verificou-se que os resultados foram robustos e que

permitiram elaborar duas principais conclusões. A primeira é em relação à possível influência negativa que o acionista controlador exerce sobre a efetividade dos conselheiros externos. Verificou-se que um maior percentual de conselheiros externos tem maiores chances de efetividade, porém, apenas quando os acionistas controladores não utilizam a emissão de ações sem direito a voto para alavancar o poder de controle. Além disso, constatou-se que, quando a empresa emite ações sem direito a voto, a possível influência negativa do acionista controlador tende a ser reduzida, quando a diferença entre o seu capital votante e o seu capital total é igual a zero ou negativa, o que é consistente com o efeito positivo decorrente do alinhamento de interesses. A segunda evidência refere-se à possível influência negativa exercida pelo CEO sobre a efetividade dos conselheiros externos, quando ele assume, simultaneamente, a função de presidente do conselho de administração (*chairman*). Verificou-se que são menores as chances de os conselheiros externos serem efetivos em atender ao objetivo de maximizar o desempenho financeiro da empresa quando há a dualidade das pessoas que exercem os dois principais cargos da companhia. De modo similar, identificou-se que os conselheiros externos são menos propensos de serem efetivos na função de monitorar o CEO, substituindo-o em caso de um desempenho financeiro ruim, conforme foi verificado caso tais conselheiros trabalhem em empresas cujos maiores cinco acionistas controladores praticam a alavancagem do poder de voto e/ou caso o CEO assuma simultaneamente uma cadeira no conselho de administração, seja a de presidente, seja a de um membro regular.

Os resultados foram considerados robustos após levar em conta o viés de autosseleção da amostra decorrente da decisão da empresa de ter ou não duas classes de ações. Nesse sentido, identificou-se que os efeitos negativos decorrentes do fato de constar no nome da empresa o nome ou sobrenome do seu acionista controlador são maiores que os possíveis efeitos positivos e, portanto, a prática de emissão de classes de ações está negativamente associada com o valor da empresa, mesmo após levar em conta o viés de autosseleção da amostra, conforme já apresentado, de forma similar, por Gompers et al. (2010), no mercado americano.

Interpretou-se que esses resultados contribuem com a literatura acadêmica sobre governança corporativa, por evidenciarem que a efetividade do conselho de administração tende a depender das preferências do acionista controlador, o qual parece ter uma autoridade legitimada perante os membros do conselho de administração. De forma complementar, essas evidências reforçam os argumentos desenvolvidos por Morck (2008) e sugerem que a obediência indevida por parte dos conselheiros externos constitui uma fonte de alavancagem do poder de voto do acionista controlador, o que também está coerente com as conclusões

desenvolvidas por Villalonga e Amit (2009) no mercado americano. Os resultados encontrados neste trabalho também estão em linha com aqueles identificados por Jameson, Prevost e Puthenpurackal (2014) no mercado da Índia. Por outro lado, as principais conclusões contrariam os resultados encontrados por Anderson e Reeb (2004) no mercado americano, o que sugere que o nível de proteção legal ao investidor é um aspecto relevante em explicar a efetividade dos conselheiros externos em aumentar o valor das empresas.

Como principal implicação dessas evidências, sugere-se que a reforma da governança corporativa no mercado brasileiro deve incluir em sua agenda, não somente as estratégias que mitigam os possíveis conflitos de agência entre o principal e o agente, como propõe a teoria da agência, mas também os efeitos negativos da lealdade indevida dos conselheiros externos ao acionista controlador e ao CEO da empresa, os quais tendem a se apresentar como autoridades legítimas diante dos membros do conselho de administração, assim como proposto pela teoria da psicologia social, a qual foi pioneiramente aplicada no contexto da governança corporativa por Morck (2008).

O restante deste capítulo está estruturado da seguinte forma: na seção 4.2 apresenta-se a revisão de literatura. A seção 4.3 mostra as informações relacionadas à definição da amostra e aos modelos empíricos propostos neste capítulo. Finalmente, nas seções 4.4 e 4.5 discutem-se os resultados e elaboram-se as principais conclusões, respectivamente.

4.2 Revisão de literatura

4.2.1 Proporção de membros externos: perspectivas teóricas e evidências empíricas relacionadas

Do ponto de vista teórico, a teoria da agência propõe que a função dos conselheiros independentes é monitorar as ações dos gestores, conforme destacado por Jensen e Meckling (1976) e Jensen (1993). Já sob a perspectiva da teoria da dependência de recursos, a qual foi desenvolvida por Pfeffer e Salancik (1978) e por Zahra e Pearce (1989), a função dos conselheiros independentes é a de apoiar a definição de estratégias das empresas. Para Brickley e Zimmerman (2010), embora a função de apoiar a definição de estratégias e a de monitorar as ações dos gestores sejam atividades complementares do conselho de administração, dificilmente ambas as atribuições serão efetivamente desempenhadas pelos seus membros nas reuniões do conselho de administração. Já para Morck (2008), a literatura

sobre psicologia social pode explicar por que a literatura acadêmica sobre finanças tem falhado em identificar um *link* consistente entre a independência do conselho de administração e o desempenho financeiro da empresa. Este autor fundamentou-se nos trabalhos desenvolvidos por Milgram (1963, 1974) para argumentar que essa relação pode ser explicada por aspectos comportamentais que envolvem o processo decisório no conselho de administração²¹. Morck (2008) argumenta que a lealdade indevida dos membros de um conselho de administração ao CEO ou ao acionista controlador da companhia é um fator relevante, pois os conselheiros têm o poder para questionar e exigir respostas, no intuito de impedir possíveis escândalos corporativos, tais como os acontecidos no mercado dos EUA, no início da década de 2000.

Do ponto de vista empírico, as evidências são inconclusivas. No mercado dos EUA, a relação negativa entre o percentual de conselheiros externos e o desempenho financeiro da empresa é encontrada em diferentes trabalhos, tais como os de Bhagat e Black (1999), Agrawal e Knoeber (1996) e Klein (1998), os quais argumentam que deve existir uma proporção ótima na quantidade de conselheiros externos que maximize o desempenho financeiro da empresa, conforme teorizado por Harris e Haviv (2008). Já Anderson e Reeb (2004) constataram que os conselheiros independentes assumem o importante papel de aumentar o desempenho financeiro da empresa e, por isso, de compensar os conflitos de agência que surgem em empresas sob controle familiar nos EUA. Por outro lado, Villalonga e Amit (2009) destacaram que a representatividade da família fundadora por meio de diretores representantes no conselho de administração constitui um mecanismo de alavancagem do poder de voto. Recentemente, Sur, Lavina e Magnan (2013) constataram que a composição do conselho de administração das empresas americanas difere devido às preferências do tipo de acionista controlador, e que a exigência para um maior percentual de conselheiros externos pode gerar efeitos imprevistos no desempenho financeiro das empresas.

Já as evidências encontradas por Kim *et al.* (2007) e Daya *et al.* (2008), os quais realizaram estudos *cross countries* que levaram em conta os países emergentes, sugerem que, na presença de acionistas controladores, o nível de proteção aos investidores oferecido em um país seja um mecanismo de substituição ao nível de independência do conselho de administração.

²¹ Os resultados dos experimentos desenvolvidos por Milgram (1963, 1974) sugerem que os seres humanos têm uma predisposição para suprimir as suas normas éticas internas, se estas entrarem em conflito com uma figura de autoridade.

No mercado da Índia, Jameson, Prevost e Puthenpurackal (2014) verificaram que a atuação dos conselheiros independentes não é efetiva em mitigar a relação negativa que a presença de acionistas controladores, os quais são constituídos por grupos familiares, exerce sobre o desempenho financeiro das empresas. tais resultados contrariam as conclusões apresentadas por Anderson e Reeb (2004) no mercado americano.

No mercado brasileiro, os trabalhos também oferecem evidências inconclusivas. Por exemplo, Silveira, Barros e Famá (2003), Andrade *et al.* (2009) e Gondrige, Clemente e Espejo (2012) não encontraram relação estatisticamente significativa entre o percentual de conselheiros externos e o desempenho financeiro da empresa. Já Silveira (2004) identificou relação positiva e robusta entre o período de 1998 a 2002. Por outro lado, relação negativa foi encontrada por Mendes-Da-Silva (2010), para o período entre 1997 a 2007.

Diante das inconsistências das evidências empíricas dos trabalhos citados, os quais utilizam a perspectiva teórica da teoria da agência, identificou-se a necessidade de explorar perspectivas alternativas, conforme já destacado por Huse *et al.* (2011), e optou-se por verificar se a obediência indevida dos conselheiros externos ao CEO ou aos acionistas controladores, tal como proposto no trabalho teórico desenvolvido por Morck (2008), é um fator relevante que explique a relação entre a independência do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas no mercado brasileiro.

4.2.2 Acumulação de cargos de CEO e de *chairman*: perspectivas teóricas e evidências empíricas relacionadas

A dualidade nas funções de CEO e *chairman* é uma questão considerada importante na literatura relacionada à governança corporativa, especialmente a que se refere à funcionalidade do conselho de administração (RECHNER e DALTON, 1991; JENSEN, 1993; e ADAMS, Hermalin e Weisbach, 2009). Para Jensen (1993), permitir que uma mesma pessoa ocupe esses dois cargos é oferecer a ela um maior controle em detrimento de outros agentes, incluindo conselheiros *outsiders*.

O nível de poder que o CEO detém em uma empresa tem instigado um volume crescente de trabalhos, tais como os de Brickley *et al.* (1997), Hermalin e Weisbach (1998), Shivdasani e Yermack (1999), Goyal e Park (2002), Baker e Gompers (2003), Adams, Almeida e Ferreira (2005), Boone *et al.* (2007), Adams, Hermalin e Weisbach (2009) e Easterwood, Ince e Raheja (2012). Esses estudos são consistentes com a visão de que, quando uma pessoa ocupa os principais cargos de uma empresa, de CEO e de *chairman*, ela terá

elevado poder e influência dentro da companhia. Já Hermalin e Weisbach (1988) constataram que o poder de barganha do CEO frente aos conselheiros tem os fatores idade do CEO e a performance passada da empresa como determinantes.

As evidências de que um maior poder de barganha do CEO afeta negativamente o percentual de *outsiders* no conselho de administração são encontradas nos trabalhos de Hermalin e Weisbach (1998), Shivdasani e Yermack (1999), Baker e Gompers (2003), Boone *et al.* (2007) e Easterwood, Ince e Raheja (2012).

As evidências apresentadas por Brickley *et al.* (1997) são inconclusivas em apontar se existe relação entre a separação das pessoas que ocupam os cargos de CEO e *chairman*, e o desempenho financeiro das empresas.

Por outro lado, as evidências apresentadas por Goyal e Park (2002) e Adams, Almeida e Ferreira (2005) apontam para uma relação positiva e indicam que, quando existe dualidade nas funções, o aumento no desempenho da empresa é menor do que ela teria se o excesso de poder do CEO fosse menor. Conforme destacaram Adams *et al.* (2009), seria natural que um CEO que realizasse o seu trabalho de forma eficaz fosse recompensado também com o cargo de *chairman*. Para tais autores, a imposição de existirem pessoas distintas em tais cargos pode produzir uma solução não otimizada ou possivelmente ineficiente.

No Brasil, Silveira, Barros e Famá (2003) encontraram relação positiva entre a distinção das pessoas que ocupam os cargos de CEO e *chairman*, e o valor das empresas. Já as evidências apresentadas por Andrade *et al.* (2009) e Gondrige, Clemente e Espejo (2012) foram inconclusivas, possivelmente devido aos critérios de definição da amostra e de elaboração dos modelos empíricos de pesquisa.

A dualidade das pessoas que ocupam os cargos de CEO e de *chairman* pode estar associada ainda com o controle familiar. Guerra (2009) verificou que 42,2% dos conselhos de administração analisados têm um presidente que tem laços parentais com os acionistas controladores e argumenta que, por esse motivo, os conselheiros terão limitações em desempenhar o papel de decidir a respeito da substituição de executivos, por exemplo, prática considerada uma das mais importantes do conselho de administração.

Já Silveira e Barros (2012) argumentam que, quando há a separação entre esses cargos, a função de ser o maior líder da empresa é a do presidente do conselho, *chairman*, e não do CEO, conforme convencionalmente descrito na literatura, (BRICKLEY *et al.*, 1997; HERMALIN e WEISBACH, 1988, 2003; GOYAL e PARK, 2002; ADAMS, ALMEIDA e FERREIRA, 2005; e ADAMS, HERMALIN e WEISBACH, 2009). Em uma amostra de empresas francesas e brasileiras, Silveira e Barros (2012) constataram que os atributos das

empresas, tais como a propriedade familiar, o desempenho passado e o prazo médio do mandato dos conselheiros, são positivamente associados com o poder do *chairman*. Os autores contribuíram com a literatura ao proporem uma nova análise focada no excesso de poder do *chairman*, e não no poder do CEO, como convencionalmente analisado, por exemplo, nos trabalhos de Brickley *et al.* (1997), Goyal e Park (2002), Adams, Almeida e Ferreira. (2005) e Adams, Hermalin e Weisbach. (2009).

Silveira e Barros (2012) relataram que 70% e 75% das companhias francesas e brasileiras analisadas, respectivamente, têm o *chairman* como o líder que tem maior influência no processo de tomada de decisões, além de tender a ser mais bem remunerados, ter uma comunicação mais frequente com os acionistas e receber um maior reconhecimento, tanto de pesquisadores, quanto da mídia.

4.2.3 Efetividade da independência do conselho de administração em substituir o CEO

Uma vez que a teoria da agência pressupõe que a principal função do conselho de administração é a de supervisionar e monitorar o CEO da empresa, conforme destacado por Fama e Jensen (1983), considera-se que uma estrutura adequada de governança corporativa irá punir o principal executivo (CEO) por um pior desempenho. Esta afirmação é sustentada nos trabalhos de Coughlan e Shmidt (1985), Weisbach (1988), Morck, Shleifer e Vishny (1989), Coffee (1999), Huson, Parino e Starks (2001), Volpin (2002), Mendes-da-Silva e Moraes (2004), Mellone Júnior e Saito (2004) e Chi e Wang (2009).

Conforme as evidências apresentadas por Weisbach (1988), para o mercado dos EUA, o conselho de administração afeta a probabilidade de *turnover*, no entanto, são inconclusivas as evidências de sua efetividade em substituir o principal executivo da companhia em países com elevada concentração acionária, como o Brasil, especialmente ao considerar a separação entre o *turnover* do CEO e *turnover* de outros diretores, conforme destacado por Mendes-da-Silva e Moraes (2004) e Mellone Júnior e Saito (2004). De acordo com Mellone Junior e Saito (2004), quando o papel de monitoramento do conselho de administração não for eficiente, a substituição do CEO pode ser demorada. Mellone Júnior e Saito (2004) constataram ainda que a probabilidade de *turnover* do CEO é mais sensível aos mecanismos de monitoramento interno, tais como o conselho de administração, endividamento e estrutura de propriedade, quando comparado à sensibilidade diante de um pior desempenho financeiro. Já o *turnover* dos demais executivos é mais sensível frente a um pior desempenho financeiro da empresa.

Identificou-se que poucos trabalhos se propuseram a verificar a possibilidade de a estrutura de propriedade afetar a efetividade da independência do conselho de administração em praticar o *turnover* do CEO. No mercado italiano, Volpin (2002) encontrou relação negativa entre a concentração de propriedade e o *turnover* de executivos. No mercado chinês, os resultados de relação quadrática entre concentração de propriedade e *turnover* do CEO foram encontrados por Chi e Wang (2009). Já no Brasil, Mendes-da-Silva e Moraes (2004) e Mellone Júnior e Saito (2004) não encontraram relação conclusiva entre concentração de propriedade e *turnover* do CEO.

Observa-se que o efeito negativo da concentração acionária sobre a probabilidade de substituir o principal executivo parece ser maior que os seus possíveis efeitos positivos em mercados como Itália, China e Brasil. No entanto, argumenta-se que ainda não foi verificado se a independência do conselho de administração é efetiva em substituir o CEO quando o acionista controlador tem preferência pelo entrincheiramento, por meio da alavancagem do poder de voto. Além disso, verifica-se que ainda não há evidências sobre a efetividade da independência do conselho de administração quando o CEO participa do conselho de administração, seja como presidente, seja como um membro regular. Nesse sentido, considera-se que ainda não foi testada, no mercado brasileiro, a possibilidade de a independência do conselho de administração falhar em agregar valor à empresa, devido à obediência indevida dos conselheiros às autoridades legitimadas nas empresas, tais como o CEO e/ou ao acionista controlador. Por esses motivos, verifica-se que esta representa uma oportunidade para a aplicação do trabalho teórico desenvolvido por Morck (2008), especialmente devido ao fato de que, no Brasil, os incentivos às boas práticas de governança corporativa, tais como os encontrados no Novo Mercado, restringem que o CEO assuma simultaneamente o cargo de presidente do conselho de administração, porém, não foram encontradas restrições para que o principal executivo tenha o *status* de um conselheiro regular.

4.3 Metodologia

4.3.1 Amostra e coleta de dados

A amostra considerou um período de 13 anos, compreendidos entre 2000 a 2012. Foram consideradas como observações válidas aquelas de empresas que apresentaram as informações suficientes para atender ao objetivo proposto neste trabalho. Optou-se por excluir

as instituições pertencentes ao setor financeiro. Esta restrição é justificada, uma vez que tais instituições apresentam contas diferenciadas em seus demonstrativos e características peculiares que impedem a comparação com outros setores. Assim, para fazer uso de todas as observações disponíveis, foi constituído um painel desbalanceado de dados em que a quantidade de observações por empresa variou entre 1 a 13 períodos. A base de dados final foi composta por um total de 462 empresas, das quais se obtiveram 3.057 observações.

Com a finalidade de evitar efeitos inflacionários nas variáveis observadas, os valores foram corrigidos pelo IGP, na data base de 31 de dezembro de 2012. A fonte utilizada para a coleta de dados referentes aos indicadores financeiros foi a Economática, ao passo que, para coletar as informações referentes à estrutura de propriedade, recorreu-se ao *website* da CVM. Após o levantamento dos dados, foram excluídas as empresas que não apresentaram as informações necessárias para a realização da pesquisa.

4.3.2 Desenvolvimento dos modelos empíricos e definição das variáveis

Como fundamentação para o desenvolvimento dos modelos empíricos deste trabalho, seguiram-se diferentes recomendações, tais como as identificadas em Morck (2008), Desender (2009), Adams, Hermalin e Weisbach (2010), Huse *et al.* (2011), Sur, Lavina e Magnan (2013) e Jameson, Prevost e Puthenpurackal (2014). Estes autores destacam que ainda é limitado o conhecimento sobre o que faz o conselho de administração ser efetivo em incrementar o desempenho financeiro e o valor da empresa. Desender (2009) e Sur, Lavina e magnan (2013) propõem que novos trabalhos busquem controlar a possível interação entre a estrutura de propriedade e o conselho de administração. Mais especificamente, busca-se levar em conta o argumento de Morck (2008), referente à possível tendência de obediência e lealdade dos conselheiros externos à autoridade que os contratou, seja o CEO ou os acionistas controladores. Como a obediência à autoridade é um fator não observável, partiu-se do pressuposto de que os acionistas controladores, quando preferem sacrificar o valor da empresa em troca de benefícios privados de controle, tendem a utilizar estratégias para alavancar o seu poder de voto, sendo a emissão de ações sem direito a voto uma dessas estratégias, conforme destacaram Shleifer e Vishny (1997), La Porta, Shleifer e Lopez-de-Silanes (1999), La Porta *et al.* (2000), Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000), Faccio e Lang (2002), Morck, Wolfenzon e Yeung (2005) e Adams e Ferreira (2008).

Assim, no intuito de identificar a efetividade dos conselheiros externos na presença ou não de acionistas controladores que tendem a escolher pelo entrincheiramento em detrimento do valor da empresa, desenvolveram-se dois modelos empíricos, conforme descrito a seguir.

$$DesempenhoFinanceiro_{it} = \alpha + \beta_1 Out_{it} + \beta_2 Dual * Out_{it} + \beta_3 Z_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{Eq. 2.1})$$

Na equação 2.1, pretende-se separar quando o percentual de conselheiros externos (*Out*) exerce as suas atividades em empresas com ou sem emissão de duas classes de ações (*Dual*), mecanismo que permite a alavancagem do poder de voto do acionista controlador. A variável *Z* representa o conjunto de variáveis de controle utilizadas no modelo, as quais foram apresentadas nas tabelas dos resultados. Já os termos μ e ε representam a heterogeneidade não observada considerada invariante no tempo e o termo de erro aleatório empresa *i* no período *t*, respectivamente.

No entanto, argumenta-se que apenas a variável dicotômica *DualClass* não é suficiente para dimensionar a razão entre percentual de votos em posse do acionista controlador (*Cont*) em relação ao percentual de acesso aos fluxos de caixa total em posse deste acionista (*Prop*). Por isso, e no intuito de incluir o excesso do poder de voto (*Wedge*), utilizou-se a *proxy* desenvolvida por Cronqvist e Nilson (2003), a qual foi calculada pela seguinte equação:

$$Wedge_{it} = \left(\frac{Cont_{it}}{Prop_{it}} \right) - 1 \quad (\text{Eq. 2.2})$$

Como, neste trabalho, objetiva-se identificar se a atuação do conselheiro externo é influenciada pelo excesso de poder de voto do acionista controlador, optou-se por transformar a variável (*Wedge*) em uma variável binária (*DWedge*), a qual assume valor (1) quando $Wedge > 0$, e valor (0) se $Wedge \leq 0$. Argumenta-se que esse procedimento permite levar em conta os possíveis efeitos de entrincheiramento e alinhamento, respectivamente, em razão da elevada concentração de propriedade no Brasil. Os efeitos alinhamento e entrincheiramento foram inicialmente identificados por Morck, Shleifer, Vishny (1988), no mercado dos Estados Unidos. No mercado brasileiro, as evidências que confirmam esses dois efeitos decorrentes da separação entre duas classes são encontradas, por exemplo, no trabalho desenvolvido por Okimura, Silveira e Rocha (2007).

Por esta razão, a variável (*DWedge*) foi inserida na equação 2.1, em substituição à variável (*Dual*), conforme demonstrado na equação (2.3), no intuito de separar o possível

efeito que a alavancagem do poder de voto do maior acionista controlador exerce sobre a efetividade do percentual de conselheiros externos nas empresas. Espera-se que, dessa forma, se possa identificar a efetividade do conselheiro externo que esteja sob um ambiente com menor ou maior influência de uma possível autoridade dos acionistas controladores.

$$DesempenhoFinanceiro_{it} = \alpha + \beta_1 Out_{it} + \beta_2 DWedge * Out_{it} + \beta_3 Z_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{Eq. 2.3})$$

Já para identificar a possível influência que a presença da dualidade das pessoas que ocupam os cargos de CEO e de presidente do conselho de administração exerce sobre a efetividade dos conselheiros externos, optou-se, adicionalmente, por estimar as equações 2.1 e 2.3, levando-se em conta as subamostras, tendo como critério de divisão a dualidade ou não das pessoas que ocupam esses principais cargos.

Do mesmo modo, porém com a finalidade de analisar a robustez dos resultados gerados a partir da equação 2.3, optou-se por incluir como variável dependente o *turnover* do principal executivo da empresa (CEO), tal como demonstrado na equação 2.4.

$$TurnoverCEO_{it} = \alpha + \beta_1 Out_{it} + \beta_2 DWedge * Out_{it} + \beta_3 L_1.QTobin_{it} + \beta_3 Z_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{Eq. 2.4})$$

em que a variável (*TurnoverCEO*) representa uma variável dicotômica que assume o valor (1), se houve a alteração da pessoa que ocupa o cargo de CEO da empresa *i* no período *t* em relação ao período *t-1*, e o valor (0) em caso contrário. Já as principais variáveis independentes são as mesmas já apresentadas na equação 2.3, porém, com a inclusão da variável (*L1.QTobin*), a qual representa a sensibilidade da substituição do principal executivo (CEO) em relação ao valor de mercado da empresa *i* com a defasagem de um período. Espera-se que o modelo empírico desenvolvido na equação 2.4 permita verificar se a prática da alavancagem do poder de voto dos acionistas controladores afeta a efetividade dos conselheiros externos em monitorar o principal executivo da empresa (CEO). Além disso, argumenta-se que tal procedimento oferecerá uma possível razão para os resultados que são encontrados a partir da estimação das equações 2.1 e 2.3.

Para estimar as equações 2.1 e 2.3, recorreu-se a duas diferentes estratégias, no intuito de mitigar os possíveis problemas de endogeneidade. A primeira estratégia foi levar em conta a heterogeneidade não observada por meio de efeitos fixos ou aleatórios, tendo como critérios

de escolha os procedimentos propostos por Hausman (1978) e por Schaffer e Stillman (2010). Já, para estimar a equação 2.4, levou-se em conta o método *Logit* de regressão, no qual também utilizou-se o teste de Hausman (1978), para escolher a adequação do modelos de efeitos fixos ou de efeitos aleatórios.

A segunda estratégia foi considerar o possível viés de autosseleção presente nas empresas que têm ou não a alavancagem do controle acionário, como acontece naquelas que optam por emitir duas classes de ações. Para tanto, recorreu-se ao método de dois estágios, proposto por Heckman (1979)²². Embora não tenham sido encontrados estudos que levem em conta esse possível viés na decisão de emissão de duas classes de ações no mercado brasileiro, optou-se por checar tal possibilidade. Fundamentando-se no trabalho de Gompers, Ishii e Metrick (2010), optou-se por assumir que a decisão da empresa de ter duas classes de ações (*Dual*) é determinada conforme a equação (2.5).

$$Dual_{it} = \alpha + \beta_1 Nome_{it} + \beta_2 Z_{it} + e_{it} \quad (\text{Eq. 2.5})$$

em que (*Nome*) seja uma variável dicotômica que assume valor (1), se o nome da companhia estiver associado com o nome do maior acionista controlador, e (0), caso contrário. Similar ao que foi adotado por Gompers *et al.* (2010), essa variável foi utilizada como um possível instrumento que afeta diretamente a decisão de emitir duas classes de ações e, indiretamente, o desempenho financeiro da empresa²³. O vetor Z_{it} representa um conjunto de variáveis consideradas exógenas e relacionadas às características observáveis da empresa que podem afetar a decisão de ter duas classes de ações. Por fim, a variável e_{it} representa o termo de erro aleatório. Como variáveis consideradas exógenas, utilizaram-se o percentual de ações com direito a voto do maior e dos cinco maiores acionistas (*Cont1*) e (*Cont5*), respectivamente, o tamanho da empresa definido pelo logaritmo natural do valor do ativo total (*LnAt*), a razão entre o endividamento bruto e o ativo total (*DivAt*), a rentabilidade operacional sobre o ativo (*ROA*), a variável dicotômica relacionada à adesão aos níveis de governança corporativa (*IGC*), a tangibilidade dos ativos (*Tang*), definida pela razão entre o ativo imobilizado e o ativo total, e as variáveis *dummies* relacionadas ao setor de atuação da empresa (*Setor*), à

²² Ver fundamentação para escolha do modelo de Heckman (1979) no Apêndice 3.

²³ Gompers, Ishii e Metrick (2010) propõem a utilização de cinco instrumentos, no entanto, estes autores chegaram à conclusão de que o nome de uma pessoa física no nome da empresa foi considerada a mais significativa do estudo. Os outros quatro instrumentos não foram testados no presente trabalho, devido à dificuldade de acesso ou à inexistência dos dados para as empresas brasileiras no período analisado.

natureza do acionista controlador (*Nat*) e aos efeitos fixos do tempo (*Ano*). No entanto, identifica-se que essas variáveis já estão incluídas como variáveis exógenas na equação 2.1 e, por esse motivo, levou-se em conta um instrumento que foi sugerido por Gompers, Ishii e Metrick. (2010), em estudo realizado no mercado americano, que é a inclusão de uma variável binária relacionada à associação dos nomes da empresa e do maior acionista controlador (*Nome*).

4.4 Análise dos resultados

As estatísticas descritivas das variáveis utilizadas neste estudo estão disponíveis no Apêndice B. Os resultados mostram que é alto o percentual (68,20%) de empresas que usam duas classes de ações, porém, esse percentual tem se reduzido ao longo do período analisado (ver gráfico 2 do capítulo 3), possivelmente devido à criação do Novo Mercado, no ano de 2000. Por outro lado, os resultados mostram que o percentual de conselheiros externos é, em média, elevado (85%), embora o percentual de conselheiros eleitos seja também elevado (78%), o que sugere que os conselheiros sejam dominados pelos interesses dos acionistas controladores, mesmo com um elevado percentual de conselheiros externos.

A seguir apresentam-se os resultados das estatísticas univariadas dos dados em relação à decisão do acionista controlador em alavancar ou não o seu poder de voto. Para tanto, levaram-se em conta as variáveis binárias (*DW1*) e (*DW5*), as quais assumem valor (1), se for positivo o valor da variável (*Wedge*) para o maior acionista e para o grupo dos cinco maiores controladores, respectivamente, e estas variáveis assumem o valor (0) em caso contrário.

Os dados da tabela 13 mostram que, nas empresas em que há alavancagem do controle acionário ($DW1 > 0$; $DW5 > 0$), os acionistas controladores tendem a ter maior concentração de ações com direito a voto (*Cont1* e *Cont5*) e, conseqüentemente, maiores níveis de alavancagem do poder de voto (*Wed1* e *Wed5*). Todos esses resultados foram estatisticamente significantes, independentemente do critério de divisão dos grupos (*DW1* ou *DW5*). Destaca-se que a quantidade de empresas (*N*) que têm os valores das variáveis (*DW1*) e (*DW5*) maiores que zero é maior que a soma da quantidade de empresas sem emissão de duas classes de ações ($DW1 = 0$ e $DW5 = 0$) e de empresas com duas classes de ações, mas com valores negativos para as variáveis (*DW1*) e (*DW5*). Todos esses resultados confirmam que ainda é elevado o risco de expropriação decorrente da elevada concentração de votos e do excesso do poder de voto em posse dos acionistas controladores no mercado brasileiro.

Ao verificar se há diferença na composição do conselho de administração entre os grupos analisados, verifica-se, nos dados da tabela 13, que as empresas cujos acionistas controladores utilizam a alavancagem do controle acionário têm menor quantidade de membros no conselho de administração (*TotCA*), menor percentual de conselheiros externos (*Out*) e maior percentual de conselheiros eleitos (*Eleit*). Esses resultados foram estatisticamente significantes, exceto para a variável (*TotCA*), quando se analisou a diferença de médias entre os grupos divididos pela variável (*DW5*). Essas evidências sugerem que, quando a empresa tem acionista(s) controlador(es) que não tem emissão de duas classes de ações, ou, caso tenha, a variável (*Wedge*) seja igual ou menor que zero, ela tende a ter conselhos de administração maiores e com maiores chances de os membros serem considerados independentes. Embora o grau de lealdade dos conselheiros externos aos acionistas que os indicaram não seja uma variável observada, as diferenças na composição do conselho de administração sugerem que são maiores as chances de os acionistas controladores influenciarem a função desempenhada pelos conselheiros externos.

Tabela 13 - Comparação de médias e de medianas para os grupos separados pelas variáveis dicotômicas *DW1* e *DW5*

Variável/Grupo	DW1<=0	DW1>0	P-value	DW5<=0	DW5>0	P-value	
TotCA	N	1316	1488		1124	1680	
	Média	7,29	6,86	0,000	7,14	7,01	0,210
	Mediana	7	7	0,000	7	7	0,019
Out	N	1316	1488		1124	1680	
	Média	86,83	83,42	0,000	86,74	83,87	0,000
	Mediana	87,5	83,33	0,000	87,5	85,71	0,000
Eleit	N	574	779		478	875	
	Média	0,74	0,80	0,002	74,01	79,91	0,000
	Mediana	0,85	0,90	0,004	85,5	88,88	0,008
Cont1	N	1359	1663		1167	1855	
	Média	40,01	62,46	0,000	43,74	57,80	0,000
	Mediana	34,58	60	0,000	39,96	55,71	0,000
Cont5	N	1359	1689		1202	1855	
	Média	75,04	87,79	0,000	72,01	88,68	0,000
	Mediana	77,01	93,04	0,000	73,53	92,95	0,000
Wed1	N	1359	1638		1142	1855	
	Média	-0,11	0,78	0,000	0,03	0,58	0,000
	Mediana	0	0,65	0,000	0	0,37	0,000
Wed5	N	1359	1698		1202	1855	
	Média	0,05	0,43	0,000	-0,00	0,44	0,000
	Mediana	0	0,25	0,000	0	0,26	0,000
Q de Tobin	N	1359	1698		1202	1855	
	Média	1,55	1,14	0,000	1,60	1,15	0,000
	Mediana	1,22	1,02	0,000	1,26	1,01	0,000
ROA	N	1359	1697		1201	1855	
	Média	8,13	7,75	0,233	8,07	7,82	0,434
	Mediana	7,64	7,66	0,7154	7,56	7,60	0,851
MEBIT	N	1354	1693		1195	1852	
	Média	13,64	11,74	0,007	13,77	11,82	0,007
	Mediana	12,6	11,2	0,003	12,8	11,3	0,007

Variável/Grupo	DW1<=0	DW1>0	P-value	DW5<=0	DW5>0	P-value	
ROE	N	1354	1694		1196	1852	
	Média	7,99	4,61	0,000	7,50	5,22	0,017
	Mediana	9,8	8,1	0,000	9,65	8,3	0,011
DelRec	N	1126	1412		1006	1532	
	Média	7,71	1,68	0,000	8,03	1,94	0,000
	Mediana	7,37	4,54	0,000	7,73	4,67	0,000
DelAt	N	1126	1412		1006	1532	
	Média	6,28	2,01	0,000	6,45	2,23	0,000
	Mediana	4,52	1,25	0,000	5,04	1,50	0,000
PayOut	N	1359	1698		1202	1855	
	Média	0,51	0,56	0,000	0,50	0,56	0,000
	Mediana	0,40	0,55	0,000	0,39	0,58	0,000
ExAt	N	1359	1698		1202	1855	
	Média	56,27	55,96	0,660	55,28	56,36	0,145
	Mediana	57,5	56,6	0,509	56,7	56,2	0,294
DivbAt	N	1359	1698		1201	1855	
	Média	26,03	25,69	0,591	26,44	25,45	0,120
	Mediana	26,1	25	0,358	26,5	24,8	0,082
DivCpDt	N	1304	1615		1143	1776	
	Média	39,44	46,98	0,000	41,10	45,23	0,000
	Mediana	32,4	42,5	0,000	33,8	39,55	0,000
LnAt	N	1359	1698		1202	1855	
	Média	14,70	14,36	0,000	14,67	14,40	0,000
	Mediana	14,71	14,31	0,000	14,66	14,45	0,000
Tang	N	1359	1697		1201	1855	
	Média	29,66	37,76	0,000	28,41	37,88	0,000
	Mediana	27,55	37,46	0,000	25,72	37,52	0,000

Fonte - Elaborado pelo autor da tese com os dados da pesquisa

Além das diferenças já mencionadas para a estrutura de propriedade e para a composição do conselho de administração, verificou-se, pelos dados da tabela 13, que as empresas tendem a ter piores índices de desempenho financeiro quando os seus acionistas controladores têm maior poder de votos em relação ao acesso ao fluxo de caixa. Todas as variáveis utilizadas para mensurar o desempenho financeiro, tais como (*Q de Tobin*), (*ROE*), (*ROA*) e (*Mebit*), apresentaram valores maiores para o grupo de empresas que os acionistas controladores que não praticam a alavancagem do poder de voto. Essa interpretação foi estatisticamente significativa para todas as comparações em análise, exceto para a variável (*ROA*). Consistente com esses resultados, verificou-se que as empresas que não têm emissão de duas classes de ações ou em que não há a alavancagem do poder de voto têm maiores crescimento da receita ($\Delta Rec.$) e dos ativos ($\Delta At.$), as quais também foram estatisticamente significantes.

Já para os resultados para a variável (*Payout*), verifica-se que as empresas cujos acionistas controladores têm maiores excessos do poder de voto tendem a distribuir maiores índices de dividendos. No entanto, o valor do dividendo pago em acréscimo tende a ser, em média, cerca de 10% superior em relação ao percentual pago pelas empresas em que não há

alavancagem do poder de voto. Uma possível explicação é apontada pela legislação brasileira, a qual exige um prêmio de 10% no valor dos dividendos pagos às ações sem direito a voto, em relação ao valor pago às ações ordinárias.

Em relação à política de endividamento, identifica-se que as empresas em que há a prática da alavancagem do poder de voto têm menores níveis de endividamento (Ex/At) e (Div/At), e com maior concentração da dívida no curto prazo ($DivCP$). No entanto, destaca-se que os resultados foram significativos apenas para as variáveis (Div/At) e ($DivCP$). Tais resultados sugerem que o excesso do poder de voto em posse dos acionistas controladores mensurado pelas variáveis (DWI e $DW5$) tende a ser um fator restritivo para a obtenção de recursos de terceiros, especialmente os de longo prazo.

Por fim, verifica-se que são maiores ($LnAt$) e que têm maior tangibilidade dos ativos ($Tang$) as empresas com emissão de duas classes de ações e com alavancagem do poder de voto. Esses resultados também foram estatisticamente significantes e sugerem que o excesso do poder de voto tende a ser um fator limitante ao crescimento da empresa e ao investimento em ativos intangíveis, tal como nos itens relacionados à pesquisa e ao desenvolvimento.

Os dados da tabela 14 de matriz de correlação mostram em que as empresas que o percentual de membros externos está positivamente associado com as variáveis: tamanho do conselho de administração ($TotCA$), adesão ao índice de governança corporativa (IGC), tamanho da empresa ($LnAt$) e endividamento (Div/At). Por outro lado, maior independência do conselho de administração está negativamente associada com a participação simultânea do CEO no conselho de administração ($CEOdu$) e ($CEOb$), com o poder de voto do maior acionista controlador ($Cont1$), com o excesso do poder de voto dos cinco maiores acionistas ($Wed5$), com o tipo de acionista controlador familiar, seja com a variável (Fam) ou ($Nome$), com a emissão de duas classes de ações ($Dual$) e com o endividamento de curto prazo ($DivCP$), tendo todas essas correlações sido estatisticamente significantes a 1%.

Tabela 14 - Matriz de correlação

	1- Q	2- Out	3-Eleit	4- TotCA	5- CEOdu	6- CEOb	7- Cont1	8- Wed1	9- Cont5	10- Wed5	11- Fam	12- Nome
1- Q	1											
2- Out	0,13***	1										
3-Eleit	0,02	0,03	1									
4- TotCA	0,04**	0,37***	0,03	1								
5- CEOdu	-0,09***	-0,50***	-0,09***	-0,24***	1							
6- CEOb	-0,10***	-0,70***	-0,005**	-0,12***	0,52***	1						
7- Cont1	-0,12***	-0,12***	0,10***	-0,18***	0,08***	0,11***	1					
8- Wed1	-0,14***	-0,06*	0,03	0,04**	0,01	0,00	0,26***	1				
9- Cont5	-0,20***	-0,07*	0,16***	-0,08***	0,07***	0,04**	0,50***	0,05***	1			
10- Wed5	-0,16***	-0,07***	0,01	0,04**	0,07***	0,04**	0,08***	0,64***	0,07***	1		
11- Fam	-0,01	-0,20***	-0,03	-0,14***	0,15***	0,08***	-0,17***	0,06**	-0,12***	-0,03*	1	
12- Nome	-0,04**	-0,07***	-0,001	-0,00	0,07***	0,04**	0,06***	0,17***	-0,01	0,14***	0,08***	1
13- Dual	-0,29***	-0,11***	0,12***	-0,06***	0,11***	0,05***	0,28***	0,36***	0,53***	0,43***	-0,12***	0,06***
14- IGC	0,25***	0,22***	-0,12***	0,21***	-0,10***	-0,11***	-0,26***	-0,05**	-0,40***	-0,10***	0,13***	0,06***
15- LnAt	0,03*	0,29***	0,14***	0,48***	-0,15***	-0,09***	-0,04**	0,01	-0,12***	0,01	-0,23***	0,08***
16- Div/AT	-0,06***	0,13***	0,07***	0,16***	-0,05**	-0,08***	-0,02	0,07	-0,02	0,03**	0,01	0,04***
17- DivCP	-0,03*	-0,20***	-0,03	-0,27***	0,11***	0,11***	0,05***	0,03	0,06***	0,05***	0,13***	0,00

(Continua)

Variável	12- Dual	13- IGC	14- LnAt	15- Div/AT	16- DivCP
13- Dual	1				
14- IGC	-0,50***	1			
15- LnAt	-0,08***	0,25***	1		
16- Div/AT	-0,05***	0,05***	0,25***	1	
17- DivCP	0,08***	-0,20***	-0,45***	-0,27***	1

Fonte – Elaborado pelo autor da tese com os dados da pesquisa

Considera-se que as evidências encontradas na tabela 14, embora não demonstrem relações de causa e efeito, sugerem que a concentração do controle acionário e a natureza familiar do maior acionista controlador, bem como a utilização de mecanismos de alavancagem do poder de voto, estão negativamente associadas com o valor da empresa e com a proporção de membros externos no conselho de administração, porém, estão positivamente associadas com o percentual de conselheiros eleitos pelo acionista controlador. Nas seções seguintes, busca-se explorar quais são os possíveis efeitos que um maior percentual de conselheiros externos exerce sobre o valor da empresa quando esta é controlada por acionistas controladores que tendem a evitar uma maior independência do conselho de administração.

4.4.1 Análise das regressões

Os resultados apresentados na tabela 15 mostram que o percentual de conselheiros externos (B_1) exerce efeito positivo sobre a variável (Q de Tobin), quando as empresas não têm emissão de duas classes de ações ou, caso tenham, o valor do excesso do poder de voto seja igual a 0 ou negativo. Esse resultado foi encontrado em todas as regressões, porém, foi estatisticamente significativo apenas nas regressões 4, 5 e 6.

Já os coeficientes das variáveis ($DualClass$), (DWI) e ($DW5$) apresentaram relação negativa e estatisticamente significativa com a variável Q de Tobin, conforme verificado nas regressões 1, 2 e 3 da tabela 15. Esses resultados sugerem que o efeito entrincheiramento decorrente da utilização de duas classes de ações, ou do excesso do poder de voto do maior ou dos cinco maiores acionistas controladores, tende a ser mais pronunciado que o efeito alinhamento. Embora os coeficientes (B_2 , B_3 e B_4) apresentem sinais negativos e estatisticamente significantes, verifica-se que o efeito destrutivo na variável Q de Tobin foi maior para a variável ($DualClass$) e, em seguida, ligeiramente maior para a variável (DWI), quando comparado com a métrica ($DW5$). Essa evidência sugere que, conforme já mencionado na literatura, o direito de voto tem valor para o mercado e, caso haja a emissão de dois tipos de ações, o maior acionista controlador tende a apresentar maiores chances de praticar o entrincheiramento. A segunda possível explicação para esses resultados é a de que, nas empresas cujos acionistas controladores têm excesso do poder de voto, a contratação de conselheiros externos visa atender a objetivos distintos para a maximização do valor da empresa ou que a quantidade de membros externos no conselho de administração seja superior à quantidade que seja considerada ótima.

Tabela 15 - Poder de voto dos acionistas controladores, presença de conselheiros externos e o valor da empresa

<i>Q</i> de Tobin	1	2	3	4	5	6
β_0 – Intercepto	2,32***	1,97***	1,99***	2,05***	1,89***	1,88***
β_1 – Outsider (%)	0,13	0,16	0,15	0,39**	0,25**	0,25*
β_2 – DualClass	-0,33***	-	-	-	-	-
β_3 – DW1	-	-0,15***	-	-	-	-
β_4 – DW5	-	-	-0,14**	-	-	-
β_5 – Out*Dual	-	-	-	-0,003***	-	-
β_6 – Out*DW1	-	-	-	-	-0,18***	-
β_7 – Out*DW5	-	-	-	-	-	-0,15**
β_8 – Variáveis de Controle	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
β_9 – Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N	2788	2788	2788	2782	2788	2788
N (Grupos)	409	409	409	407	409	409
F (Prob)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

(***), (**), (*) estatisticamente significativa à 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota: Nesta tabela apresentam-se os resultados, tendo como variável dependente a métrica (*Q* de Tobin), levando em conta todo o período amostral de 13 anos, compreendido entre os anos 2000 e 2012. As principais variáveis independentes de interesse são: (*Out*) que representa o percentual de membros externos em relação à quantidade total de diretores no conselho de administração; (*DualClass*) que assume valor (1) se a empresa possui duas classes de ações; as variáveis binárias (*DWed1*) e (*DWed5*), as quais assumem valor (1) se o maior acionista controlador ou se o grupo dos cinco maiores acionistas apresentam diferença positiva entre o percentual de ações ordinárias e o percentual total de ações, respectivamente e (0), em caso contrário; e os termos de interação entre a variável (*Out*) com as variáveis (*DualClass*), (*DWed1*), (*DWed5*). Todas as regressões incluíram variáveis de controle, tais como tamanho da empresa (*LnAt*), calculado pelo logaritmo natural do valor total dos ativos, endividamento bruto sobre o ativo total (*DivbAt*), variável dicotômica referente à adesão às práticas diferenciadas de governança corporativa (*IGC*), tangibilidade dos ativos (*Tang*) calculada pela razão entre o valor do ativo imobilizado pelo valor da receita líquida anual da empresa, rentabilidade da empresa (*ROA*) calculada pela razão entre o resultado operacional e o seu ativo total, liquidez das ações em bolsa (*Liquidez*), natureza de acionista controlador (*Natu*), segundo a classificação oferecida pela CVM, setor em que a empresa está inserida, conforme os critérios da Economia (*Setor*) e efeitos fixos do tempo, representados por variáveis *dummies* anuais (*Ano*). Todas as variáveis foram trabalhadas para cada empresa *i* no período *t*, e todas as regressões foram estimadas utilizando-se o modelo de efeitos aleatórios de dados em painel, com estimação robusta, conforme o método de White (1980). A escolha foi com base nos testes de Breush-Pagan, o qual indicou a existência de efeitos variantes no tempo; no teste de Wald e Wooldridge, os quais rejeitaram a hipótese nula para verificar a presença de heterocedasticidade e autocorrelação serial, respectivamente e no teste desenvolvido por Schaffer e Stillman (2010), em substituição ao teste de Hausman

Em relação aos coeficientes (B_5), (B_6) e (B_7) das variáveis de interação (*Out*Dual*), (*Out*DW1*) e (*Out*DW5*), respectivamente, os sinais negativos e estatisticamente significantes nas regressões 4, 5 e 6 sugerem duas possíveis explicações. A primeira possível explicação é que, nas empresas nas quais os acionistas controladores utilizam a prática da alavancagem do poder de voto, eles tendem a diminuir o poder decisório dos membros do conselho de administração, de modo que a presença de conselheiros externos se torna menos efetiva em tomar decisões que aumentem o valor de mercado da empresa. A segunda é a de que o efeito destrutivo decorrente da emissão de duas classes de ações e do excesso de poder de voto para o maior e para os cinco maiores acionistas controladores é superior ao efeito positivo que é concedido pelo maior percentual de conselheiros externos. De modo contrário ao que foi identificado anteriormente, o efeito negativo decorrente da interação entre o percentual de conselheiros externos e emissão de duas classes de ações (*Out*Dual*) obteve o menor coeficiente (-0,003), o que sugere que um maior percentual de conselheiros externos tende a mitigar o efeito negativo decorrente da utilização do mecanismo de alavancagem do

poder de voto, embora o resultado final tenha se mantido negativo. Por outro lado, o efeito negativo sobre a variável Q de Tobin foi mais pronunciado para as variáveis ($Out*DW1$) e ($Out*DW5$), e essas evidências sugerem que a efetividade dos conselheiros externos em tomar decisões que aumentem o valor da empresa seja anulada quando for positivo o excesso do poder de voto do maior acionista ou do grupo controlador.

Na tabela 16 apresentam-se os resultados obtidos ao utilizar a métrica contábil relacionada à variação anual das receitas (ΔRec), como variável dependente nas equações 2.1 e 2.2. Todos os coeficientes das variáveis independentes sugeriram as mesmas interpretações já realizadas para a variável Q de Tobin.

Tabela 16 - Poder de controle dos acionistas controladores, presença de conselheiros outsiders e relação com a variável (ΔRec)

ΔRec	1	2	3	4	5	6
β_0 – Intercepto	-25,81*	-20,92*	-20,20*	-30,92*	-23,62	-23,89*
β_1 – Outsider.(%)	9,56**	10,16**	10,17**	14,47***	12,52***	13,46***
β_2 – DualClass	-6,13***					
β_3 – DW1		-3,84***				
β_4 – DW5			-4,61***			
β_5 – Out*Dual				-0,06***		
β_6 – Out*DW1					-4,24***	
β_7 – Out*DW5						-5,00***
β_8 – VC	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
β_9 – Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N	2461	2465	2465	2465	2465	2465
N (Grupos)	383	384	384	384	384	384
F (Prob)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

(***), (**), (*) estatisticamente significativa a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota - Nesta tabela apresentam-se os resultados tendo como variável dependente a métrica (ΔRec), levando-se em conta todo o período amostral de 13 anos, compreendido entre os anos 2000 e 2012. As principais variáveis independentes de interesse são: (Out) que representa o percentual de membros externos em relação à quantidade total de diretores no conselho de administração; ($DualClass$) que assume valor (1) se a empresa tem duas classes de ações; as variáveis binárias ($DWed1$) e ($DWed5$), as quais assumem valor (1) se o maior acionista controlador ou se o grupo dos cinco maiores acionistas apresentam diferença positiva entre o percentual de ações ordinárias e o percentual total de ações, respectivamente, e (0) em caso contrário; e os termos de interação entre a variável (Out) com as variáveis ($DualClass$), ($DWed1$), ($DWed5$). Todas as regressões incluíram variáveis de controle, tais como tamanho da empresa ($LnAt$), calculado pelo logaritmo natural do valor total dos ativos, endividamento bruto sobre o ativo total ($DivbAt$), variável dicotômica referente à adesão às práticas diferenciadas de governança corporativa (IGC), tangibilidade dos ativos ($Tang$) calculada pela razão entre o valor do ativo imobilizado pelo valor da receita líquida anual da empresa, rentabilidade da empresa (ROA) calculada pela razão entre o resultado operacional e o seu ativo total, liquidez das ações em bolsa ($Liquidez$), natureza de acionista controlador ($Natu$), segundo a classificação oferecida pela CVM, setor em que a empresa está inserida, conforme os critérios da Economia ($Setor$) e efeitos fixos do tempo, representados por variáveis *dummies* anuais (Ano). Com base no teste de Hausman, o modelo de efeitos aleatórios foi escolhido para estimar os parâmetros das regressões de 1 a 6.

Cabe destacar que, de acordo com os dados da tabela 16, o efeito da variável ($Outsider$) foi positivo e estatisticamente significativo em todas as regressões, e a magnitude desta relação foi maior nos modelos 4, 5 e 6. Esses resultados sugerem que a relação positiva entre o percentual de conselheiros externos e o crescimento anual das vendas está condicionada à não utilização de mecanismos de alavancagem de controle, especialmente quando o excesso do

poder voto (*Wedge*) para o maior ou para os cinco maiores acionistas for igual a zero ou negativo. Os coeficientes (B_5), (B_6) e (B_7), nas regressões 4, 5 e 6, oferecem suporte a essa interpretação, pois tais parâmetros foram negativos e estatisticamente significantes. Interpreta-se, ainda, que a presença de conselheiros externos tende a desempenhar um papel ineficaz em incrementar os resultados operacionais da empresa, quando os mesmos estão em ambientes possivelmente dominados pelo efeito entrincheiramento dos acionistas controladores, os quais utilizam a emissão de duas classes de ações para alavancar o poder de voto. Resultados semelhantes foram alcançados quando se utilizou o indicador de desempenho financeiro (*ROA*) como variável dependente²⁴.

Os resultados até esse momento desconsideram a possível influência que o CEO exerce sobre a efetividade dos conselheiros, quando o principal executivo ocupa simultaneamente a posição de presidente do conselho de administração. Para isso, foi elaborada a tabela 17, cujos dados sugerem que a efetividade de um maior percentual de conselheiros externos é negativamente influenciada, tanto pelo acionista controlador, o qual pratica a alavancagem do poder de voto, quanto pelo CEO, quando o mesmo ocupa simultaneamente a posição de presidente do conselho de administração. Essa relação foi mais pronunciada para a variável dependente (*Q de Tobin*), em comparação com a métrica contábil ($\Delta Rec.$).

Para a variável dependente (*Q de Tobin*), interpreta-se que os dados da tabela 17, por meio do coeficiente β_1 , sugerem que a distinção de pessoas que ocupam os cargos de CEO e de *chairman* exerce um efeito positivo na efetividade do conselheiros externos em aumentar o valor da métrica (*Q de Tobin*), uma vez que o coeficiente foi positivo e estatisticamente significativo nas regressões 1, 2 e 3. Cabe ressaltar que esta sensibilidade positiva do *Q de Tobin* ao percentual de conselheiros externos, expressa pelo coeficiente β_1 , foi decrescente à medida que se separa a possível influência do(s) acionista(s) controlador(es), o(s) qual(is) utiliza(m) a emissão de duas classes de ações, e alavancagem do poder de voto para o primeiro e os cinco primeiros acionistas, respectivamente, conforme identificado nas regressões 1, 2 e 3.

²⁴ Os resultados com outras métricas de desempenho financeiro como variáveis dependentes estarão disponíveis para consulta, caso o leitor interessado solicite ao autor.

Tabela 17 - Efetividade do conselho de administração, levando-se em conta a dualidade das pessoas que ocupam os cargos de CEO e *chairman* da empresa.

	<i>Q</i> de Tobin						ΔRec					
	Ceo_Chairman=0			Ceo_Chairman=1			Ceo_Chairman=0			Ceo_Chairman=1		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
β_0 – Intercepto	1,93***	1,85***	1,85***	1,87**	1,82**	2,04**	-14,74	-13,73	-14,35	-31,64**	-35,66***	-35,36*
β_1 – Outsid.(%)	0,48**	0,35**	0,31*	0,70**	0,23*	0,42**	6,68	4,99	5,42	19,36**	16,19**	16,51*
β_2 – Out*Dual	-0,003***			-0,007***			-0,05***			-0,10**		
β_3 – Out*DW1		-0,20***			-0,25**			-4,35***			-4,72**	
β_4 – Out*DW5			-0,14**			-0,45***			-4,91***			-4,68*
β_5 – VC	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
β_6 – Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N	1889	1889	1889	817	817	817	1674	1674	1674	715	715	715
N (Grupos)	335	335	335	182	182	182	312	312	312	167	167	167
F (Prob)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

(***), (**), (*) estatisticamente significante a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota - Nesta tabela apresentam-se os resultados tendo como variáveis dependentes as métricas (*Q* de Tobin) e a variação anual da receita ($\Delta Rec.$) com subamostras que levaram em conta a variável binária (*Ceo_Chairman*) relacionada ao acúmulo de cargos de CEO e de *chairman*, para a mesma pessoa, a qual assume valor (1) quando há a dualidade e (0) caso contrário. As variáveis independentes de interesse são: (*Out*) que representa o percentual de membros externos em relação à quantidade total de diretores no conselho de administração, e os termos de interação entre esta variável com as variáveis binárias (*DWed1*) e (*DWed5*), as quais assumem valor (1) se o maior acionista controlador ou se o grupo dos cinco maiores acionistas apresentam diferença positiva entre o percentual de ações ordinárias e o percentual total de ações, respectivamente, e (0) caso contrário. Já a variável (*Out*Dual*) representa a interação entre o percentual de membros externos no conselho de administração e a variável (*DualClass*) que assume valor (1) se a empresa possui duas classes de ações, e (0) caso contrário. Todas as regressões incluíram variáveis de controle tais como o tamanho da empresa (*LnAt*), endividamento (*DivbAt*), adesão às práticas diferenciadas de governança corporativa (*IGC*), tangibilidade dos ativos (*Tang*), natureza de acionista controlador (*Natu*), setor em que a empresa está inserida, conforme os critérios da Econômica (*Setor*), e os efeitos fixos do tempo representados por variáveis *dummies* anuais (*Ano*). Para a variável dependente *Q* de Tobin, acrescentaram-se, ainda, como variáveis de controle, as métricas rentabilidade da empresa (*ROA*) e liquidez das ações em bolsa (*Liquidez*). Todas as variáveis foram trabalhadas para cada empresa *i* no período *t*. Todas as regressões foram estimadas segundo o modelo de efeitos aleatórios de dados em painel, com estimação robusta, conforme o método de White (1980). A razão desta escolha foi com base nos testes de Breush-Pagan, que indicou a adequação de dados em painel; no teste de Wald e Wooldridge, os quais rejeitaram a hipótese nula para verificar a presença de heterocedasticidade e autocorrelação serial, respectivamente; e no teste desenvolvido por Schaffer e Stillman (2010), em substituição ao teste de Hausman. Embora não reportado, também se utilizou o modelo de Hausman e Taylor, que leva em conta variáveis endógenas consideradas invariantes no tempo, como se assemelha ao caso das variáveis dicotômicas (*Dual*), (*DW1*) e (*DW5*), além de testar com outras variáveis dependentes, tais como (*VMat*) (*ROA*) e (*Mebit*), e os resultados foram similares aos apresentados nesta tabela.

Ainda sob a análise das três primeiras regressões, verifica-se, por meio dos parâmetros β_2 , β_3 e β_4 , que o efeito do percentual de conselheiros externos tende a ser negativo sobre a variável Q de Tobin, quando esses conselheiros estão em empresas cujos acionistas controladores praticam a alavancagem do poder de voto. Cabe ressaltar que o efeito negativo desses termos de interação tende a ser mais pronunciado quando o primeiro maior acionista controlador pratica a alavancagem do seu poder de controle ($\beta_3 = -0,20$). No entanto, verifica-se que esses efeitos negativos dos conselheiros externos sobre o valor da empresa, possivelmente decorrentes da maior autoridade dos acionistas controladores, sejam menores que o efeito positivo que os conselheiros externos exercem quando não estão sob a autoridade dos acionistas controladores e nem sob a autoridade do CEO, quando o mesmo exerce a função de *chairman*.

Verificou-se esse resultado ao identificar que o coeficiente β_1 apresentou valores maiores que os coeficientes β_2 , β_3 e β_4 , nas regressões 1, 2 e 3. Por outro lado, quando há dualidade das pessoas que ocupam os principais cargos da empresa (CEO e *chairman*), os resultados são semelhantes aos já apresentados anteriormente, porém, o efeito positivo que os conselheiros externos tendem a exercer sobre o Q de Tobin é menor que o efeito negativo decorrente da possível autoridade de acionistas controladores que utilizam as ações sem direito a voto para alavancar o poder de voto. Esse resultado foi obtido ao verificar que a sensibilidade positiva expressa pelo coeficiente β_1 apresentou valores menores que a sensibilidade negativa dos coeficientes β_2 , β_3 e β_4 , nas regressões 4, 5 e 6. Interpreta-se que esses resultados sugerem que um maior percentual de conselheiros externos tende a ser ineficaz em aumentar o valor da empresa, quando há a probabilidade de os mesmos serem obedientes à autoridade dos acionistas controladores que praticam a alavancagem do poder de voto, e que o mesmo acontece quando o CEO tende a manter, simultaneamente, a posição de presidente do conselho de administração. Interpreta-se que esses resultados não rejeitam os argumentos de que os conselheiros externos serão efetivos em ambientes os quais sejam mais propícios para que os mesmos tomem decisões autônomas, em vez de tomarem decisões comportando-se como se fossem agentes, seja do acionista controlador, que procura o entrincheiramento, ou possivelmente do CEO, o qual poderia dominar as decisões do conselho de administração.

Para a variável dependente (ΔRec), os resultados da tabela 17 sugerem que, ao contrário das interpretações realizadas para a variável Q de Tobin, a presença do CEO como presidente do conselho de administração tende a refletir em eficácia dos

conselheiros externos em incrementar as receitas da empresa. no entanto, quando não há a prática de alavancagem do poder de voto dos acionistas controladores. Essa interpretação foi alcançada ao verificar o sinal positivo do coeficiente β_1 , o qual foi estatisticamente significativo nas regressões 10, 11 e 12. Quando não há dualidade de pessoas ocupando os principais cargos da empresa, os parâmetros β_2 , β_3 e β_4 , nas regressões 7, 8 e 9, sugerem que o percentual de conselheiros externos tende a ser ineficaz em aumentar a variação da receita da empresa, quando esses conselheiros tendem a estar sob a influência negativa dos acionistas controladores, os quais podem preferir ao entrincheiramento em detrimento de estratégias que melhorem o desempenho financeiro. Uma possível explicação para esses resultados está na assimetria de informações que tende a existir entre os conselheiros externos e internos, e essa relação tende a ser mais pronunciada quando o CEO não assume simultaneamente o cargo de *chairman*.

Em síntese, os dados da tabela 17 apresentam aspectos negativos e positivos da presença do CEO como presidente do conselho de administração, relacionados à efetividade dos conselheiros externos em melhorar o valor de mercado e o desempenho financeiro da empresa. Interpreta-se que os efeitos negativos são maiores por duas razões. A primeira é relacionada à evidência de que a efetividade do percentual de conselheiros externos em aumentar o valor da empresa, inclusive de superar possíveis efeitos negativos decorrentes da prática de alavancagem do poder de voto dos acionistas controladores, tende a depender da distinção de pessoas que ocupam os principais cargos da companhia. A segunda razão é decorrente do fato de os resultados negativos terem sido mais robustos que os positivos, quando se utilizou a métrica Q de Tobin como variável dependente, a qual tende a apresentar maior poder informacional em relação às métricas contábeis.

Além de verificar a relação entre o poder de voto dos acionistas controladores e a efetividade dos conselheiros em aumentar o valor da empresa, optou-se por identificar se a prática de alavancagem do poder de voto afeta também a efetividade dos conselheiros externos em monitorar o principal executivo (CEO). Os resultados são encontrados na tabela 18.

Os dados da tabela 18 mostram que em todas as regressões o coeficiente β_0 , da variável ($L1.QTobin$), foi negativo e estatisticamente significativo, indicando que a substituição do principal executivo (*Turnover*) tem maiores razões de probabilidade quando é baixo o valor de mercado da empresa. Quando verificada a possível influência

de um maior percentual de conselheiros externos (*Out*) em substituir o principal executivo da empresa, identifica-se que esta relação é positiva e estatisticamente significativa em todas as regressões, conforme demonstrado pelo coeficiente β_1 . Já em relação às variáveis relacionadas à emissão de duas classes de ações e ao excesso do poder de voto dos acionistas controladores, identifica-se que apenas o coeficiente β_4 , na regressão 3, foi estatisticamente significativa, sugerindo que, quando é positivo o valor do excesso do poder de voto dos cinco maiores acionistas controladores, haverá uma menor razão de probabilidade de substituição do CEO.

Tabela 18 - Determinantes da substituição do principal executivo da empresa (CEO)

Turnover-CEO	1	2	3	4	5	6	7	8
$\beta_0 - L_1.Q$ Tobin	-0,28**	-0,28**	-0,29**	-0,28**	-0,28**	-0,29**	-0,30**	-0,28**
$\beta_1 - Out$	3,92***	3,89***	3,86***	4,13***	3,79***	4,13***	3,20***	1,85**
$\beta_2 - DualClass$	-0,45							
$\beta_3 - DWed1$		0,08						
$\beta_4 - DWed5$			-0,50*					
$\beta_5 - Out*Dual$				-0,002				
$\beta_6 - Out*DW1$					0,19			
$\beta_7 - Out*DW5$						-0,46		
$\beta_8 - Out*CEOdu$							-0,75**	
$\beta_9 - Out*CEOb$								-1,17***
$\beta_{10} - Cont1$	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,002	0,003
$\beta_{11} - LnAt$	0,24	0,29	0,21	0,26	0,30	0,22	0,28	0,33*
$\beta_{12} - IGC$	-0,13	-0,05	-0,13	-0,11	-0,05	-0,11	-0,15	-0,11
$\beta_{13} - DivCP$	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
$\beta_{14} - Tang$	0,000	0,001	0,001	0,000	0,001	0,001	0,001	0,000
N	1464	1472	1472	1472	1472	1472	1452	1472
N. grupos	199	200	200	200	200	200	199	200
Prob > chi2	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

(***), (**) e (*) representam os sinais de significância estatística, a 1%, a 5% e a 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

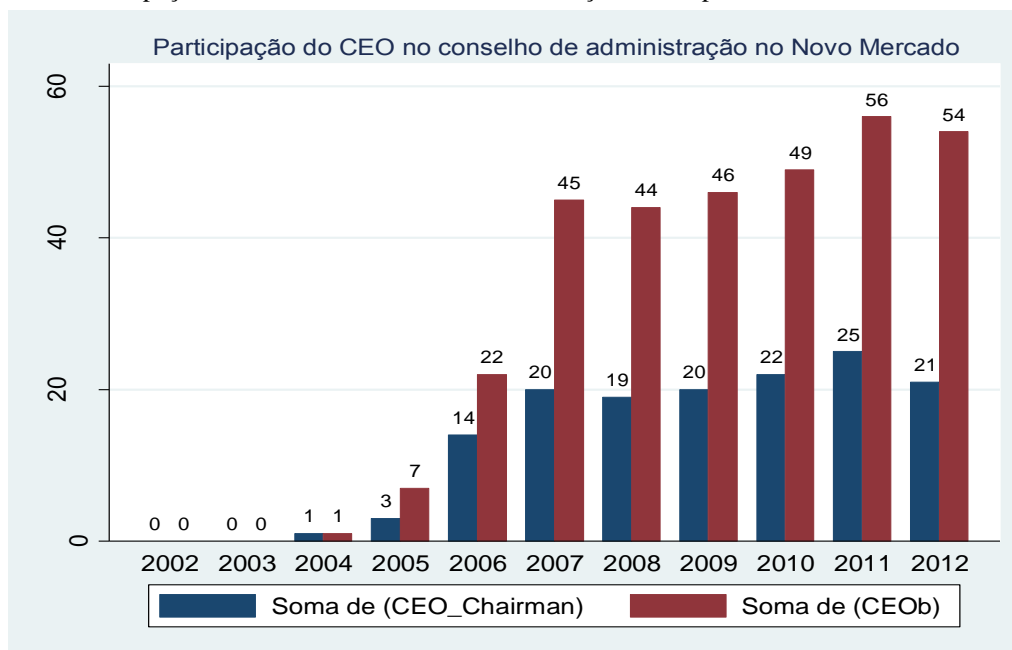
Nota - Apresentam-se, na tabela 18, os resultados das regressões *Logit* para identificar os possíveis determinantes da substituição do principal executivo da empresa (*CEO*). A variável dependente *Turnover* assume valor (1) quando houve a mudança de pessoa que ocupa o cargo de CEO da empresa *i* no período *t* em relação ao período *t-1*. As principais variáveis independentes de interesse são: (*Out*) que representa o percentual de membros externos em relação à quantidade total de diretores no conselho de administração; (*DualClass*) que assume valor (1) se a empresa tem duas classes de ações; as variáveis binárias (*DWed1*) e (*DWed5*), as quais assumem valor (1) se o maior acionista controlador ou se o grupo dos cinco maiores acionistas apresentam diferença positiva entre o percentual de ações ordinárias e o percentual total de ações, respectivamente, e (0) caso contrário; e os termos de interação entre a variável (*Out*) com as variáveis (*DualClass*), (*DWed1*), (*DWed5*). As variáveis de interação (*Out*CEOdu*) e (*Out*CEOb*) representam a multiplicação da variável (*Out*) com as variáveis dicotômicas que assumem valor (1) se o CEO também assume a presidência do conselho de administração (*CEOdu*), e valor (1) se o CEO da empresa for um membro do conselho de administração, mesmo que ele não seja o seu presidente (*CEOb*), e o valor (0) caso contrário. Como variáveis de controle utilizaram as seguintes: a defasagem de um período da variável *Q* de Tobin; o percentual de ações com direito a voto do maior acionista controlador (*Cont1*); o tamanho da empresa calculado pelo logaritmo natural do valor total dos ativos (*LnAt*); a variável dicotômica (*IGC*) que assume valor (1) se a empresa possuir ações listadas no índice de governança corporativa da BM&FBOVESPA, e (0) caso contrário; o percentual de endividamento de curto prazo em relação ao percentual total de dívida da empresa (*DivCP*), e a tangibilidade da firma (*Tang*) calculada pela razão entre o valor total de ativos imobilizados e a receita líquida anual da empresa. O período analisado foi de 2000 a 2012, e as regressões foram estimadas utilizando-se o modelo de efeitos fixos, cuja escolha foi com base no teste de Hausman.

Cabe destacar que, após levar em conta as variáveis de interação, a efetividade de um maior percentual de conselheiros externos (*Out*) tende a ser mais pronunciada quando a empresa não tem emissão de duas classes de ações, conforme demonstrado pelo coeficiente β_1 na regressão 4, e quando o percentual de acesso ao fluxo de caixa for maior que o percentual de direitos de voto em posse dos cinco maiores acionistas controladores, conforme identificado pelo mesmo coeficiente, na regressão 6. Interpreta-se que esses resultados sinalizam que o excesso do poder de voto dos maiores investidores, o que possivelmente confere a eles uma maior autoridade na empresa, reduz o poder decisório dos conselheiros externos em substituir o principal executivo (*CEO*) da companhia.

Outras evidências que também estão alinhadas com esse argumento são apresentadas pelos coeficientes β_8 e β_9 , nas regressões 7 e 8, os quais apresentaram sinais negativos e estatisticamente significativos. Esses resultados sugerem que a presença do CEO no conselho de administração, seja como o presidente ou como um membro regular, tende a reduzir o poder de monitoramento dos conselheiros externos. Dessa maneira, identifica-se que, tanto excesso do poder de voto dos acionistas controladores, quanto a presença do CEO no conselho de administração tendem a apresentarem-se como fatores que reduzem a efetividade dos conselheiros externos em praticar o *turnover* do principal executivo nas empresas brasileiras. Nesse sentido, cabe ressaltar que, embora a emissão de duas classes de ações seja uma prática não permitida para as empresas que estão no segmento do novo mercado, é comum e crescente a participação do CEO no conselho de administração das empresas pertencentes a esse segmento especial de governança corporativa, seja ele assumindo a cadeira de presidente, seja uma cadeira regular, conforme ilustrado pelo gráfico 5²⁵.

²⁵ Conforme apresentado na seção 2 deste trabalho, a partir do ano de 2011, o CEO das empresas com ações listadas no novo mercado não pode assumir simultaneamente o cargo de *chairman*, embora haja uma carência de três anos para as empresas aderirem a essa norma. Por outro lado, não foram encontradas restrições ao fato de o CEO ter uma vaga regular no conselho de administração, mesmo que ele não assuma a presidência.

Gráfico 5 - Participação do CEO no conselho de administração nas empresas listadas no Novo Mercado



(*) Soma de (*Ceo_chairman*) representa a quantidade de empresas cujo CEO assume o cargo de presidente do conselho de administração (*Chairman*).

(*) Soma de (*Ceob*) representa a quantidade de empresas cujo CEO assume uma cadeira no conselho de administração

Fonte - Elaborado pelo autor da tese com os dados da pesquisa.

Em relação às variáveis de controle, os dados da tabela 18 mostram que um maior percentual de ações com direito a voto do maior acionista (*Cont1*) e uma maior participação dos credores por meio da dívida de curto prazo (*DivCp*) não afetaram a razão de probabilidade de *turnover* do CEO. Do mesmo modo, não foram verificadas relações estatisticamente significantes para as características das empresas, tais como a tangibilidade dos ativos (*Tang*) e a sua adesão ao índice de governança corporativa (*IGC*) da BM&FBOVESPA. Somente o tamanho da empresa (*LnAt*) apresentou sinal estatisticamente significativo na regressão 8, cujo sinal positivo sugere que empresas maiores têm maior razão de probabilidade de substituição do CEO.

Considera-se que os resultados apresentados partem da premissa de que a efetividade dos conselheiros externos, seja em aumentar o valor da empresa ou em substituir o CEO, não dependem do tamanho do conselho de administração. Para testar essa possibilidade, foram elaboradas as tabelas 19 e 20, as quais consideram diferentes subamostras divididas com base nas recomendações do IBGC para a quantidade total de membros no conselho de administração. Segundo esse órgão, as empresas brasileiras de capital aberto devem apresentar conselhos de administração com uma quantidade mínima de cinco e máxima de onze membros.

Tabela 19 - Quantidade total de membros do conselho de administração e a efetividade da independência dos conselheiros em aumentar o valor da empresa

<i>Q</i> de Tobin	<i>Amostra completa</i>		<i>QSize=1</i>		<i>QSize=2</i>		<i>QSize=3</i>	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Regressão								
β_0 – Intercepto	2,31***	2,29***	1,91***	1,83***	2,53***	2,59***	2,11**	2,08**
β_1 – Out	0,14	0,17	0,28	0,38*	0,24	0,19	0,15	0,14
β_2 – CEOdu	0,02		0,02		0,03		0,009	
β_3 – CEOb		0,02		0,08		-0,005		-0,03
β_4 – QSize = 1	-	-	-	-	-	-	-	-
β_5 – QSize = 2	0,06	0,05	-	-	-	-	-	-
β_6 – QSize = 3	0,07	0,06	-	-	-	-	-	-
β_7 – Cont1	-0,000	-0,000	-0,01	-0,001	-0,000	-0,000	0,0004	0,001
β_8 – Wedg1	-0,05**	-0,05**	-0,04	-0,03	-0,08***	-0,08***	-0,006	-0,006
β_9 – LnAt	-0,09***	-0,09***	-0,08**	-0,08**	-0,10***	-0,12***	-0,08	-0,08
β_{10} – IGC	0,18***	0,18***	0,25	0,24	0,20***	0,19***	0,17**	0,17**
β_{11} – DivB/At	-0,002*	-0,02*	0,001	0,001	-0,004*	-0,004*	0,002	0,002
β_{12} – Liquidez	0,04	0,04	1,79***	1,77***	0,04	0,07	0,008	0,08
β_{13} – ROA	0,01***	0,01***	0,002	0,002	0,02***	0,02***	0,01**	0,01**
β_{14} – State	-0,21*	-0,22*	0,84*	0,86*	-0,22	-0,22	-0,48***	-0,48***
β_{15} – Fam	-0,08*	-0,07*	-0,15**	-0,15**	-0,09*	-0,08	-0,009	-0,005
β_{16} – Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N	2699	2741	450	457	2062	2095	188	189
N grupos	407	407	96	99	354	354	40	40
Prob > chi2	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

(***), (**) e (*) representam os sinais de significância estatística a 1%, a 5% e a 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota - Apresentam-se, na tabela 19, os resultados das regressões que buscaram verificar se existe relação entre a quantidade total de membros no conselho de administração e a efetividade do percentual de conselheiros externos em aumentar o valor da empresa, mensurado pela *proxy Q* de Tobin. O tamanho do conselho de administração foi mensurado pela soma total de conselheiros, sejam internos ou externos, tendo esta variável sido dividida em três grupos, levando em conta as recomendações do IBGC. Segundo este órgão, o conselho de administração deve ter no mínimo cinco e no máximo onze membros. Dessa forma, optou-se por inserir uma variável multinomial (*QSize*) referente ao tamanho do conselho de administração, que assume o valor 1, se a quantidade total de conselheiros for menor que cinco; o valor 2, quando a quantidade for maior ou igual a cinco e menor ou igual a onze, conforme recomendação do IBGC, e valor 3, se for maior que onze a quantidade de conselheiros da empresa *i* no período *t*. As principais variáveis independentes de interesse são: (*Out*), que representa o percentual de membros externos em relação à quantidade total de diretores no conselho de administração; a variável binária (*CEOdu*) assume o valor (1), se o CEO também assume a presidência do conselho de administração e (0), caso contrário. Já a variável binária (*CEOb*) assume o valor (1) se o CEO for um membro do conselho de administração, mesmo que ele não seja o seu presidente (*CEOb*), e o valor (0), caso contrário. Como variáveis de controle utilizaram-se as seguintes: o percentual de ações com direito a voto do maior acionista controlador (*Cont1*); a razão entre o percentual de ações ordinárias e o percentual total de ações do maior acionista da empresa (*Wedg1*); o tamanho da empresa, calculado pelo logaritmo natural do valor total dos ativos (*LnAt*); a variável dicotômica (*IGC*), que assume valor (1) se a empresa tiver ações listadas no índice de governança corporativa da BM&FBOVESPA e (0), caso contrário; o percentual de endividamento bruto em relação ao ativo total (*DivB/At*); a liquidez das ações da empresa na bolsa de valores (*Liquidez*), segundo o indicador da *Economática*; a tangibilidade da firma (*Tang*), calculada pela razão entre o valor total de ativos imobilizados e a receita líquida anual da empresa; as variáveis relacionadas à natureza do controle acionário, tais como a estatal (*State*) e a familiar (*Fam*). A variável *Fam* assumiu valor 1 se há pelo menos uma pessoa física entre os seus cinco maiores investidores e se a empresa não seja de origem estatal. Por fim, acrescentou-se o conjunto de variáveis binárias (*Ano*) que se referem aos efeitos fixos do tempo. As regressões 1 e 2 levam em conta a amostra completa, e as demais regressões consideram as subamostras tendo como critério de divisão variável multinomial (*QSize*). O período analisado foi de 2000 a 2012, e as regressões foram estimadas utilizando-se o modelo de efeitos aleatórios com estimação robusta segundo o método de White (1980).

Identifica-se, na tabela 19, que o tamanho do conselho de administração não tem relação estatisticamente significativa com a variável *Q* de Tobin, conforme verificado pelos coeficientes β_5 e β_6 , nas regressões 1 e 2. Ao analisar, porém, as subamostras,

verifica-se que o tamanho do conselho de administração parece afetar a intensidade da relação entre o percentual de conselheiros externos e o valor da empresa. Essa afirmativa é constatada ao identificar que o coeficiente β_1 da variável (*Out*), na regressão 2, apresentou sinal positivo e estatisticamente significativo em sua relação com a variável dependente (*Q* de Tobin). Esse resultado sugere que a sensibilidade do valor da empresa em relação ao aumento da independência do conselho de administração é mais pronunciada em empresas com menor quantidade de membros no conselho de administração. Interpreta-se que tal evidência não significa que o aumento da independência do conselho não agregue valor às empresas com conselho de administração cuja quantidade seja maior que cinco membros, mas sugere que essa independência esteja sendo empregada em níveis subótimos nas empresas com quantidade inferiores a cinco conselheiros.

Cabe ressaltar que a relação entre o percentual de conselheiros externos e o *Q* de Tobin foi estatisticamente significativa apenas quando houve a inclusão da variável (*CEOb*) relacionada à presença do CEO no conselho de administração, conforme identificado na regressão 2. Embora a variável (*CEOb*) não seja estatisticamente significativa em todas as regressões analisadas, interpreta-se que a sua inclusão, em substituição à variável (*CEOdu*), que é relacionada à dualidade das funções de CEO e de *chairman* pela mesma pessoa, mostrou-se uma importante variável de controle que afeta a efetividade dos conselheiros externos em aumentar o *Q* de Tobin da empresa.

Enquanto a efetividade da independência do conselho de administração se mostrou sensível à quantidade total de membros e à inclusão do CEO no conselho de administração. O efeito da estrutura de propriedade também se mostrou sensível a essas características do conselho de administração. Identifica-se, pelos dados da tabela 19, que os efeitos negativos decorrentes da natureza familiar e do excesso do poder de voto do maior acionista sejam mitigados com o aumento na quantidade total de membros no conselho de administração. Essa afirmativa é constatada em duas etapas: a primeira é ao verificar que são negativos e estatisticamente significantes os parâmetros (*Fam*) e (*Wed1*), nas regressões 1 e 2, que utilizaram a amostra completa; a segunda é a constatação de que foi decrescente efeito negativo do coeficiente β_{15} , referente à variável (*Fam*), sobre o *Q* de Tobin, quando há o aumento na quantidade de membros no conselho de administração, conforme identificado na mudança de (*QSize=1*) para (*QSize=2*). Já o efeito negativo do coeficiente β_8 , referente à variável (*Wed1*) sobre o *Q* de Tobin, foi estatisticamente significativo apenas nas regressões 1, 2, 5 e 6, sugerindo

que excesso do poder de voto do maior acionista tem um menor valor para os acionistas, especialmente nas empresas cujo tamanho do conselho de administração atenda às recomendações do IBGC relacionadas ao tamanho do conselho de administração. Interpreta-se que tal constatação não significa, necessariamente, que as recomendações de boas práticas destroem valor para os acionistas, mas, possivelmente, representa que o maior acionista controlador seja capaz de compensar as possíveis perdas de benefícios privados de controle decorrentes da implantação de práticas consideradas mais adequadas de governança corporativa. A variável relacionada ao percentual de poder de voto do maior acionista não foi estatisticamente significativa em todas as regressões analisadas, possivelmente devido ao fato de que as variáveis (*Fam*) e (*Wed1*) também capturam tais efeitos.

Ainda, em relação à interação entre estrutura de propriedade e conselho de administração, verifica-se que, ao passo que as empresas privadas, tais como as empresas familiares, apresentam sinal negativo, estatisticamente significativa e decrescente à medida que se aumenta a quantidade total membros no conselho de administração, as empresas cujo maior acionista é o Estado seguiram tendências invertidas, especialmente quando se comparam as quantidades extremas de conselheiros, ou seja, ou muito baixo ou muito alto. Constata-se essa afirmativa ao verificar que o coeficiente β_{14} , referente à variável binária (*State*), foi negativa e estatisticamente significativa nas regressões 1 e 2, sugerindo que as empresas estatais têm menor *Q* de Tobin. No entanto, a relação negativa foi confirmada apenas para o grupo de empresas com quantidade total de conselheiros acima de 10 membros, conforme identificado nas regressões 7 e 8, ao passo que a natureza estatal tem relação positiva com o *Q* de Tobin para conselhos cuja quantidade de membros seja menor que cinco, conforme identificado nas regressões 3 e 4.

Considera-se que essa constatação levanta duas importantes questões. A primeira é relacionada aos possíveis efeitos adversos que as recomendações de boas práticas de governança corporativa exercem sobre o valor da empresa, dependendo da natureza do maior acionista da empresa. A segunda refere-se à incompreensão das razões que influenciam as empresas estatais a manterem elevadas quantidades de membros em seus conselhos de administração, uma vez que o aumento do valor da empresa não demonstrou ser a orientação principal.

A relação entre a adesão ao índice de governança corporativa (*IGC*) e o *Q* de Tobin da empresa foi positiva e estatisticamente significativa em todas as regressões,

com exceção para o grupo de empresas que tem menores quantidade de membros no conselho de administração ($QSize=1$), cuja relação positiva não foi estatisticamente significativa. Essa evidência sugere que o efeito positivo relacionado à implementação de práticas de governança corporativa consideradas superiores depende de o conselho de administração ser composto por uma quantidade maior que cinco membros, conforme as recomendações do IBGC.

Em relação às características das empresas, verifica-se, na tabela 19, que o tamanho da empresa ($LnAt$) e o seu endividamento ($DivB/At$) apresentaram relação negativa e estatisticamente significativa nas regressões 1 e 2, as quais levaram em conta toda a amostra estudada. No entanto, o efeito tamanho da empresa foi pronunciado apenas nos grupos de empresas que têm menor quantidade total de conselheiros, como verificado nas regressões 3, 4, 5 e 6. Já o efeito endividamento ($DivB/At$) foi pronunciado apenas no grupo de empresas que atende à recomendação do IBGC de que o conselho de administração deve ser composto por uma quantidade de membros que seja intermediária entre cinco a 11 membros. Estas evidências sugerem que os investidores valorizam menos as ações de empresas maiores que têm quantidades menores de membros no conselho de administração, ao passo que o endividamento tem relação negativa com o Q de Tobin apenas para o grupo de empresas com quantidade intermediária de conselheiros, porém, a magnitude deste efeito foi substancialmente baixa (-0,004), conforme identificado nas regressões 5 e 6. Já, em relação à variável rentabilidade (ROA), identifica-se que o seu efeito positivo sobre o Q de Tobin foi pronunciado em todas as regressões, com exceção nas regressões 3 e 4, as quais não foram estatisticamente significantes. Essa evidência indica que, nas empresas cujos conselhos de administração são compostos por uma quantidade inferior a cinco membros, a avaliação dos investidores tende a não apresentar sensibilidade à rentabilidade operacional da empresa, fato que é possivelmente decorrente dos riscos relacionados à qualidade da governança corporativa, ou relacionados a outros fatores. Observa-se que um possível fator seja a liquidez dos títulos das empresas em bolsa, conforme identificado pelo coeficiente β_{12} , referente à variável ($Liquidez$), a qual assumiu valor positivo e estatisticamente significativa apenas para o grupo de empresas com quantidade de conselheiros inferior a cinco, conforme identificado nas regressões 3 e 4. Essa evidência sugere que a maior liquidez das ações, possivelmente, é um mecanismo substituto ao atendimento à recomendação de uma quantidade maior de conselheiros, no objetivo de aumentar o Q de Tobin da empresa. Uma provável

explicação é que as empresas com ações mais líquidas em bolsa têm maiores chances de ser mais bem monitoradas pelos investidores, o que reduziria a importância da adoção de uma quantidade maior de conselheiros, pelo menos com a finalidade exercer a atividade de monitoramento, seja do CEO e/ou do acionista controlador.

Para verificar se o tamanho do conselho de administração exerce influência sobre a substituição do principal executivo da empresa (CEO), foi elaborada a tabela 20.

Tabela 20 - Quantidade total de membros do conselho de administração e efetividade dos conselheiros externos em substituir o principal executivo da empresa (CEO)

	<i>Amostra completa</i>		<i>QSize=1</i>		<i>QSize=2</i>		<i>QSize=3</i>	
Turnover-CEO	1	2	3	4	5	6	7	8
$\beta_1 - L_1$ -Q Tobin	-0,24*	-0,27**	-0,24	-0,09	-0,32*	-0,35**	2,81	2,94
$\beta_2 - Out$	3,05***	1,17	3,28	1,86	3,89***	2,29*	49,73**	39,42
$\beta_3 - CEOdu$	-0,70***	-	-1,66**	-	-0,83*	-	0,81	-
$\beta_4 - CEOb$	-	-1,03***	-	-1,66*	-	-0,87**	-	-1,13
$\beta_5 - QSize$	-	-	-	-	-	-	-	-
$\beta_6 - QSize = 2$	-0,77**	-0,46	-	-	-	-	-	-
$\beta_7 - QSize = 3$	-1,69***	-1,38**	-	-	-	-	-	-
$\beta_8 - Cont1$	-0,003	-0,002	-0,005	-0,003	0,006	0,005	-0,002	-0,04
$\beta_9 - DWed1$	0,10	0,06	-0,56	-0,12	-0,05	-0,12	0,56	1,02
$\beta_{10} - LnAt$	0,40*	0,42*	1,35	1,55	0,52**	0,50*	-1,10	-1,06
$\beta_{11} - IGC$	-0,08	-0,05	13,44	13,85	-0,56	-0,45	0,28	26,81
$\beta_{12} - DivCP$	0,000	-0,000	0,008	0,004	0,000	-0,001	-0,03	-0,03
$\beta_{13} - Tang$	0,01**	0,01**	0,04	0,03	0,01**	0,01**	-0,04	-0,02
$\beta_{14} - Fam$	-0,37	-0,39	-1,38	-1,52*	-0,49	-0,41	17,65	17,42
N	1402	1420	152	152	1080	1095	250	78
N grupos	191	192	26	26	160	161	38	12
Prob > chi2	0,000	0,000	0,038	0,044	0,000	0,000	0,109	0,101

(***), (**) e (*) representam os sinais de significância estatística a 1%, a 5% e a 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota - Apresentam-se, na tabela 20, os resultados das regressões que buscaram verificar se existe relação entre a quantidade total de membros no conselho de administração e a efetividade do percentual de conselheiros externos em substituir o principal executivo da empresa (CEO). A variável dependente *Turnover* assume valor (1), quando houve a mudança de pessoa que ocupa o cargo de CEO da empresa *i* no período *t* em relação ao período *t-1*. O tamanho do conselho de administração foi mensurado pela soma total de conselheiros, sejam internos ou externos, tendo esta variável sido dividida em três grupos, levando em conta as recomendações do IBGC. Segundo este órgão, o conselho de administração deve ter, no mínimo, cinco e, no máximo, 11 membros. Dessa forma, optou-se por inserir uma variável multinomial (*QSize*) referente ao tamanho do conselho de administração, que assume o valor 1, se a quantidade total de conselheiros for menor que cinco; o valor 2, quando a quantidade for maior ou igual a cinco e menor ou igual a 11, conforme recomendação do IBGC, e valor 3, se for maior que 11 a quantidade de conselheiros da empresa *i* no período *t*. As principais variáveis independentes de interesse são: (*Out*), que representa o percentual de membros externos em relação à quantidade total de diretores no conselho de administração; a variável binária (*CEOdu*) assume o valor (1), se o CEO também assume a presidência do conselho de administração e (0), caso contrário. Já a variável binária (*CEOob*) assume o valor (1), se o CEO for um membro do conselho de administração, mesmo que ele não seja o seu presidente (*CEOob*) e o valor (0) em caso contrário. Como variáveis de controle utilizaram-se as seguintes: o percentual de ações com direito a voto do maior acionista controlador (*Cont1*); a variável binária (*DWed1*) que assume o valor (1), se o maior acionista controlador apresenta diferença positiva entre o percentual de ações ordinárias e o percentual total de ações, respectivamente e (0) em caso contrário; o tamanho da empresa calculado pelo logaritmo natural do valor total dos ativos (*LnAt*); a variável dicotômica (*IGC*), que assume valor (1), se a empresa tiver ações listadas no índice de governança corporativa da BM&FBOVESPA e (0), caso contrário; o percentual de endividamento de curto prazo em relação ao percentual total de dívida da empresa (*DivCP*); a tangibilidade da firma (*Tang*) calculada pela razão entre o valor total de ativos imobilizados e a receita líquida anual da empresa; as variáveis relacionadas à natureza do controle acionário, tais como a estatal (*State*) e a familiar (*Fam*). A variável (*Fam*) assumiu valor 1 se há pelo menos uma pessoa física entre os cinco maiores investidores de uma empresa e se a empresa não for de origem estatal. As regressões 1 e 2 levam em conta a amostra completa e as demais regressões consideram as subamostras tendo como critério de divisão a variável multinomial (*QSize*). O período analisado foi de 2000 a 2012 e as regressões foram estimadas utilizando-se o modelo *Logit* com efeitos fixos, segundo a indicação do teste de Hausman.

Considera-se que as evidências encontradas na Tabela 20 contribuem para a compreensão dos dados já apresentados anteriormente. Por exemplo, a primeira evidência identificada refere-se à sensibilidade do *turnover* do CEO em relação a um pior desempenho financeiro (β_1), a qual foi estatisticamente significativa apenas para o grupo com quantidade total de conselheiros em conformidade com as recomendações do IBGC de que o conselho deve ser composto por, no mínimo, cinco e, no máximo, por 11 conselheiros ($QSize=2$). Esta relação também foi verificada nas regressões 1 e 2, as quais levaram em conta toda a amostra, porém, considera-se que essas regressões não apresentam os casos extremos relacionados à quantidade total de membros presentes no conselho de administração que as empresas podem adotar.

Nesse sentido, as evidências sugerem que o *turnover* do CEO em empresas com conselhos de administração com quantidade de membros considerada muito reduzida ou muito elevada é influenciado por fatores distintos ao desempenho financeiro da empresa, mensurado pela *proxy Q* de Tobin. Essas evidências sugerem que a recomendação sobre a quantidade ótima de conselheiros está consistente com o objetivo de aumentar a sensibilidade da substituição do CEO perante os piores níveis de desempenho financeiro da empresa.

Ao analisar a efetividade do percentual de conselheiros externos (*Out*) em substituir o CEO, verificou-se que há uma relação positiva e estatisticamente significativa, em todas as regressões, com exceção nas regressões 2, 3, e 4. Essas evidências sugerem que uma quantidade maior de conselheiros externos é efetiva em monitorar o CEO, desde que a quantidade total de conselheiros seja superior a cinco membros. Cabe ressaltar que, mesmo em casos em que a quantidade de conselheiros seja considerada elevada, a efetividade do percentual de conselheiros externos em substituir o CEO tende a ser ainda maior, conforme identificado nas regressões 7 e 8.

Em relação ao possível efeito que o acúmulo de funções assumidas pelo CEO, seja assumindo o cargo de presidente do conselho de administração (*CEOdu*) ou de uma cadeira regular, inclusive (*CEOb*), verifica-se que foi negativo e estatisticamente significativo em todas as regressões, conforme identificado por β_3 e β_4 , exceto nas regressões 7 e 8. Essas evidências confirmam a possível obediência indevida dos conselheiros externos ao CEO, conforme já identificado anteriormente, porém, sugere que esse efeito prejudicial à efetividade dos conselheiros em exercer o monitoramento do CEO seja decrescente quando há uma quantidade elevada de conselheiros, tal como

identificado na comparação de β_3 nas regressões 3, 5 e de β_4 nas regressões 4 e 6. Considera-se que tais resultados tornaram-se robustos ao verificar que os mesmos coeficientes não foram estatisticamente significantes nas regressões 7 e 8, realizadas para o grupo de empresas que têm quantidade de conselheiros superior a 11 membros.

Essas constatações sugerem que o atendimento à recomendação de que conselho de administração deve ter entre cinco e 11 membros pode, no melhor das hipóteses, mitigar o efeito negativo da obediência indevida que os conselheiros podem ter com o CEO, quando este também assume a posição de um conselheiro regular ou de presidente do conselho de administração. Além disso, essas evidências mostram que a recomendação de uma quantidade de conselheiros considerada ótima pode não ser efetiva, ao menos para exercer o papel de monitoramento do CEO, caso não seja levada em conta a existência da obediência indevida, a qual foi mais pronunciada em conselhos de administração com quantidade reduzida e intermediária de membros.

Cabe destacar que os coeficientes por β_6 e β_7 , nas regressões 1 e 2, sugerem que o aumento na quantidade de conselheiros reduz a razão de probabilidade de substituição do CEO. No entanto, considera-se que essa interpretação tem como premissa que a efetividade da independência do conselho de administração não é sensível a outros fatores, tais como a ocupação simultânea do CEO em cargo de conselheiro, ou a variação na quantidade total de membros do conselho de administração. Interpreta-se que essa premissa não foi atendida, conforme os resultados apresentados nas regressões que levam em conta as subamostras com base na variável (*QSize*) e, portanto, a interpretação da relação entre tamanho do conselho de administração e *Turnover* do CEO será enviesada quando o efeito obediência indevida não for considerado.

Em relação aos possíveis efeitos da estrutura de propriedade sobre a substituição do CEO, verifica-se que apenas a variável referente à natureza familiar do acionista controlador (*Fam*) foi estatisticamente significativa, porém, apenas na regressão 4. Essa evidência sugere que o efeito negativo da natureza familiar do maior investidor seja mais pronunciado em empresas cujos conselhos de administração sejam compostos por quantidade reduzida de membros (*QSize*=1). De forma similar aos resultados encontrados para a relação entre natureza familiar do acionista controlador e *Q* de Tobin, os efeitos negativos da característica familiar em impedir que o CEO seja substituído tendem a desaparecer com o aumento na quantidade total de conselheiros, *ceteris paribus*, conforme identificado pelo coeficiente β_{14} , nas regressões 5, 6, 7 e 8, o qual não apresentou significância estatística.

Já as variáveis relacionadas ao tamanho da empresa (*LnAt*) e à tangibilidade dos ativos (*Tang*) apresentaram relação positiva e estatisticamente significativa com o *turnover* do CEO nas regressões 1 e 2, porém, verifica-se que essa relação não foi consistente para os grupos que apresentam quantidades extremas de conselheiros, tal como identificado quando seja reduzida esta quantidade (regressões 3 e 4), ou quando seja considerada excessiva (regressões 7 e 8). Essas evidências sugerem que as empresas maiores e com mais ativos tangíveis têm maiores razões de probabilidade de substituição do CEO, desde que seja moderada a quantidade de membros presentes no conselho de administração.

Finalmente, verifica-se, por meio dos dados da tabela 20, que as variáveis relacionadas ao endividamento de curto prazo (*DivCp*) e à adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa (*IGC*) não têm relação estatisticamente significativa com o *turnover* do CEO em nenhuma das regressões, sugerindo que a quantidade de conselheiros não é relevante para explicar a natureza dessas relações, ou que, caso exista, já foi capturada por outras variáveis explicativas, tais como tamanho da empresa, tangibilidade dos ativos ou pelas características do conselho de administração, tais como o percentual de conselheiros externos, por exemplo.

4.4.2 Análise de robustez

Todos os resultados apresentados para as regressões até o momento partem do pressuposto de que é exógena a decisão de emitir duas classes de ações. No entanto, há poucas razões para acreditar em tal premissa, conforme já argumentado por Gompers, Ishii e Metrick (2010), no mercado dos Estados Unidos. Por isso, e no intuito de checar a robustez dos resultados já apresentados, recorreu-se ao modelo proposto por Heckman (1979), o qual busca mitigar o possível viés de autoseleção nos resultados decorrentes de amostras não selecionadas aleatoriamente, como pode ser o caso da seleção de empresas que optaram por ter ou não a emissão de duas classes de ações. Por isso, elaborou-se a regressão *probit* para verificar quais são os fatores de propensão relacionados com a decisão de emitir duas classes de ações, conforme apresentado na tabela 21.

Tabela 21 - Determinantes de emissão de duas classes de ações (*Dualclass*)

<i>DualClass</i>	1	2	3	4	5	6
β_0 – Intercepto	0,003	-0,06	-2,47***	0,80**	0,48	-2,06*
β_1 – Nome	0,41***	-	0,49***	0,48***	-	0,51***
β_2 – Cont1	0,008***	0,009***	-	0,007***	0,008***	-
β_3 – Cont5	-	-	0,03***	-	-	0,03***
β_4 – LnAt	0,02	0,03*	0,04**	-0,007	0,01	0,02
β_5 – DivAt	-0,006***	-0,006***	-0,006***	-0,008***	-0,009***	-0,008***
β_6 – ROA	-0,003	-0,004	-0,005	-0,005	-0,005	-0,004
β_7 – IGC	-1,33***	-1,29***	-1,14***	-1,12***	-1,09***	-0,92***
β_8 – Tang	0,01*	0,01***	0,009***	0,002*	0,002**	0,001
β_9 – Fam	-	0,01	-	-	0,25***	-
β_{10} – Setor	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
β_{11} – Nat	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
β_{12} – Ano	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
N	2997	2986	2997	2997	2986	2997
Pseudo R2	0,26	0,25	0,36	0,36	0,36	0,46
LR (Prob)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

(***), (**), (*) estatisticamente significativa a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelo autor da tese.

Nota - Na tabela 21 apresentam-se os resultados relacionados aos possíveis fatores que afetam a escolha pela utilização de ações sem direito a voto como instrumento de alavancagem de controle nas empresas brasileiras. Utilizou-se a métrica binária (*Dual*) como variável dependente e, como variáveis de controle, foram incluídas as seguintes: variável binária relacionada à existência ou não do nome do maior acionista controlador no nome da empresa (*Nome*), a natureza familiar da empresa que é definida pela variável (*Fam*), a qual assume valor (1), se um dos cinco maiores acionistas for uma pessoa física e (0), em caso contrário, percentual de ações com direito a voto do maior (*Cont1*) e dos cinco maiores acionistas (*Cont5*), tamanho da empresa (*LnAt*), endividamento bruto sobre o ativo total (*DivAt*), rentabilidade sobre o ativo total (*ROA*), variável dicotômica relacionada à adesão aos níveis de governança corporativa (*IGC*), tangibilidade dos ativos (*Tang*), e variáveis *dummies* relacionadas ao setor de atuação da empresa (*Setor*), à natureza do acionista controlador (*Nat*) e aos efeitos fixos do tempo (*Ano*). Conforme utilizado por Gompers *et al.* (2010), optou-se pelo método Probit, com a estimação robusta para estimar os parâmetros.

Os dados da tabela 21 mostram que as variáveis (*IGC*) e (*Nome*) são os principais determinantes de emissão de duas classes de ações no mercado brasileiro, tendo os seus coeficientes (β_7) e (β_1), negativo e positivo, respectivamente, apresentado maiores razões de probabilidade, sendo ambas estatisticamente significantes. O sinal negativo para a variável (*IGC*) já era esperado, uma vez que essa métrica leva em conta os incentivos à equalização dos direitos entre acionistas controladores e minoritários, especialmente no segmento do Novo Mercado, no qual as empresas têm a restrição de emitir apenas ações com direito a voto. Em relação à variável (*Nome*), os resultados da tabela 21 estão coerentes com aqueles apresentados por Gompers, Ishii e Metrick (2010), de que um instrumento poderoso para determinar a emissão de duas classes de ações é a existência do nome do maior acionista controlador no nome da empresa, o que representa o poder de participação pessoal nos negócios da empresa e que tende a ser um sinal que há um elevado valor de benefícios privados de controle. Resultados semelhantes já foram também encontrados, inicialmente, por DeAngelo e DeAngelo (1985) e em trabalhos mais recentes, tais como os de Smart e Zutter (2003) e de Smart, Thirumalai (2008), tendo estes sido realizados no mercado dos EUA. Já os resultados

apresentados pela variável (*Fam*) sugerem que as empresas cuja natureza do controle acionário seja familiar são mais propensas a terem emissão de duas classes de ações, independentemente da variável *proxy* utilizada. A variável (*Fam*) apresentou coeficiente β_9 positivo nas regressões 2 e 5, porém, foi estatisticamente significativa apenas na regressão 5.

Como outros determinantes, verifica-se que as variáveis (*Cont1*) e (*Cont5*) apresentaram sinais positivos e estatisticamente significantes com a razão de probabilidade de esses acionistas controladores praticarem a alavancagem do poder de voto por meio da emissão de ações preferenciais, o que é consistente com o efeito entrenchamento. Identificou-se que a mesma relação foi obtida para a variável (*Tang*), o que indica que empresas com maiores investimentos em ativos tangíveis são mais suscetíveis de adotarem duas classes de ações, possivelmente devido ao menor interesse de investir em ativos intangíveis, tais como em pesquisa e em desenvolvimento, por parte das empresas cujos acionistas controladores têm maior propensão ao entrenchamento. Já a variável (*DivAt*) apresentou sinal negativo e estatisticamente significativo, indicando que os acionistas controladores de empresas que têm maiores níveis de endividamento têm menores chances de utilizar o mecanismo de duas classes de ações para alavancar o poder de voto, possivelmente devido a restrições por parte dos bancos.

Por fim, verificou-se que a variável (*ROA*) não foi estatisticamente significativa em nenhuma das regressões, embora sugira relação negativa com a probabilidade de a empresa ter duas classes de ações. Ao incluir as variáveis de efeitos fixos relacionados ao setor da empresa, à natureza do acionista controlador e às variáveis *dummies* anuais, verifica-se que os resultados foram mantidos, com exceção da variável (*LnAt*), a qual tende a ter uma razão de probabilidade positiva. Deixou, porém, de ser estatisticamente significativo após a inclusão das variáveis de efeitos fixos em nível da empresa e em nível macroeconômico.

Destaca-se, ainda, que os resultados apresentados para a variável (*Nome*) sugerem que essa dicotomia seja, possivelmente, um instrumento para a emissão de duas classes de ações nas regressões de segundo estágio, as quais levam em conta as métricas de desempenho financeiro como variáveis dependentes. Há duas evidências que reforçam tal argumento. A primeira é relacionada à baixa correlação que (*Nome*) assume com as variáveis (*Q de Tobin*), (*ROA*) e ($\Delta Rec.$), que são (-0,02), (0,01) e (0,009), respectivamente. A segunda é a de que o coeficiente de correlação entre (*Nome*)

e (*Dual*) foi de (0,11), a qual foi estatisticamente significativa a 1%. Essas evidências sugerem adequação aos requerimentos para a validade do instrumento (*Nome*), o qual será utilizado nas regressões do segundo estágio do modelo de Heckman, conforme apresentado a seguir.

Os dados da tabela 22 também confirmam os efeitos positivo e negativo para as variáveis (*Out.*) e (*Dual*), respectivamente, em todas as regressões, com significância estatística, porém, apenas para as variáveis dependentes (*Q de Tobin*) e (ΔRec).

Verifica-se que, embora o coeficiente da variável (*Dual*) seja negativo e estatisticamente significativo em todas as regressões, o coeficiente (λ) de Heckman, o qual foi adicionado na regressão para testar o viés de autosseleção, apresentou sinal positivo e estatisticamente significativo em todas as regressões, o que indica que a regressão via MQO geraria parâmetros enviesados, sinalizando que o modelo de Heckman torna-se mais adequado para a interpretação do efeito da variável (*Dual*) sobre as métricas de desempenho financeiro.

Tabela 22 - Poder de controle dos acionistas controladores, presença de conselheiros outsiders e relação com as variáveis de desempenho financeiro

	<i>Q de Tobin</i>			ΔRec		
	1	2	3	1	2	3
β_0 – Intercepto	1,84*	1,73*	1,79***	-7,04*	-7,84*	-7,52*
β_1 – Out	0,42***	0,50*	0,49*	9,06**	10,32**	10,13*
β_2 – Dual	-0,70***	-0,56***	-0,62***	-28,49***	-27,24***	-27,85*
β_3 – Out*DW1		-0,17***			-1,47	
β_4 – Out*DW5			-0,10*			-0,80
β_5 – Lambda (λ)	0,23**	0,22**	0,23**	13,66***	13,54***	13,65*
β_6 – VC	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
β_7 – Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N	2782	2782	2782	2461	2461	2461
F (Prob)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

(***), (**), (*) estatisticamente significante a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota - No intuito de verificar se há endogeneidade decorrente da autosseleção da amostra na relação entre emissão de classes de ações e o desempenho financeiro da empresa, levou-se em conta o modelo de Heckman (1979) de dois estágios, o qual teve a regressão *probit* nº4 da tabela 4, no primeiro estágio. O modelo de Heckman inclui no segundo estágio o coeficiente Lambda (λ), o qual permite identificar se existe o efeito de autosseleção da amostra. Além do coeficiente Lambda, levaram-se em conta as principais variáveis independentes de interesse, tais como: (*Out*) que representa o percentual de membros externos em relação a quantidade total de diretores no conselho de administração; (*Dual*) que assume valor (1) se a empresa tem duas classes de ações; as variáveis binárias (*DWed1*) e (*DWed5*), as quais assumem valor (1), se o maior acionista controlador ou se o grupo dos cinco maiores acionistas apresentam diferença positiva entre o percentual de ações ordinárias e o percentual total de ações, respectivamente e (0), em caso contrário; e os termos de interação entre a variável (*Out*) com as variáveis (*DualClass*), (*Dwed1*), (*Dwed5*). Todas as regressões incluíram variáveis de controle, tais como tamanho da empresa (*LnAt*), endividamento (*DivbAt*), adesão às práticas diferenciadas de governança corporativa (*IGC*), tangibilidade dos ativos (*Tang*), natureza de acionista controlador (*Natu*), setor em que a empresa está inserida, conforme os critérios da Econômica (*Setor*), e efeitos fixos do tempo, representados por variáveis *dummies* anuais (*Ano*). As variáveis rentabilidade da empresa (*ROA*) e liquidez das ações em bolsa (*Liquidez*) foram adicionadas nas regressões que apresentaram a métrica (*Q de Tobin*) como variável dependente.

Uma possível explicação para o sinal positivo para a variável (λ) é que as características não observadas das empresas, bem como as informações privadas, que influenciam a decisão de ter duas classes de ações, são positivamente relacionadas com as métricas de desempenho financeiro. Cita-se, por exemplo, o elevado conhecimento dos acionistas controladores sobre os negócios da empresa, ou as características específicas da estrutura de propriedade, tais como a reputação do grupo familiar de controle, as quais são variáveis omitidas no primeiro estágio e que são, possivelmente, também relacionadas com as variáveis de valor e de desempenho financeiro. Uma segunda explicação seria a de que as empresas que têm duas classes de ações apresentam características que afetam, tanto a decisão de emitir ações sem direito a voto, quanto afetam positivamente o desempenho financeiro. No entanto, deve ser destacado que, mesmo após levar em conta o efeito positivo destas possíveis variáveis omitidas, por meio do coeficiente da variável (λ), foi dominante o efeito negativo da variável (*Dual*) sobre o desempenho financeiro das empresas que optaram por emitir duas classes de ações. Uma possível implicação do coeficiente positivo para a variável (λ) seria que, caso não fosse considerado o procedimento proposto por Heckman, o efeito da variável (*Dual*) tenderia a ser enviesado, sendo, nesse caso, superestimado, uma vez que o coeficiente iria incluir como negativos os possíveis efeitos positivos da variável (*Dual*) sobre o desempenho financeiro.

Por fim, verifica-se que, mesmo após controlar o viés de autosseleção, os resultados encontrados anteriormente foram mantidos. No entanto, verifica-se que acentuou o efeito negativo da variável (*Out*DW1*) sobre a métrica (*Q de Tobin*), bem como diminuiu a intensidade do efeito da variável (*Out*DW5*) sobre a mesma métrica de desempenho financeiro. Interpreta-se que esses resultados reforçam a conclusão de que o excesso de poder de voto do maior acionista controlador tende a ser um fator restritivo para que o conselheiro externo assuma a sua função de tomar decisões que aumentem o valor de mercado da empresa. Em outras palavras, os resultados sugerem que a chance de efetividade da presença de conselheiros externos é decrescente, quando a empresa tem duas classes de ações, quando é positivo o excesso de poder de voto do grupo de acionistas controlador e quando é positivo o excesso de poder de voto do maior acionista controlador nessa ordem.

4.5 Conclusões do capítulo

A principal conclusão deste capítulo foi a de que um maior percentual de conselheiros externos tem maiores chances de ser efetivo em aumentar o valor de mercado da empresa quando: 1- os acionistas controladores não utilizam um mecanismo de alavancagem do poder de voto, como a emissão de duas classes de ações; 2- se utilizam tal mecanismo, o excesso do poder de voto em posse do maior acionista seja igual a zero ou negativo; 3- quando o CEO da empresa não for, simultaneamente, o presidente do conselho de administração.

Interpretou-se que uma possível explicação para essas conclusões é o comportamento de obediência indevida que os conselheiros externos tendem adotar diante das duas principais figuras de autoridade, quer seja o acionista controlador, quer seja o CEO, quando este ocupa a posição de presidente do conselho de administração. Em outras palavras, esses resultados sugerem que o efeito entrincheiramento do acionista controlador acontece, tanto diretamente, via prática de alavancagem do poder de voto, quanto indiretamente, via enfraquecimento do poder decisório dos membros externos do conselho de administração.

Assim como destacado por Gompers, Ishii e Metrick (2010), a relação negativa entre a estrutura de propriedade e o valor da empresa, uma vez identificada, não quer dizer que algum agente esteja agindo irracionalmente, mas, sim, que o proprietário de uma empresa privada pode, racionalmente, preferir sacrificar o valor de sua empresa em ordem de manter os benefícios privados de controle, sendo a emissão de duas classes de ações uma ferramenta poderosa para atender tal objetivo. Do mesmo modo, a ineficácia da presença de um maior percentual de conselheiros externos também não quer dizer que tais membros estejam agindo de forma irracional, mas, possivelmente, tais conselheiros estão adotando o comportamento de lealdade. Esse fenômeno é fundamentado na teoria da psicologia social desenvolvida por Milgram (1963, 1974) e adaptada ao contexto da governança corporativa por Morck (2008).

Por fim, interpretou-se que este trabalho apresentou evidências relacionadas a um possível novo custo de agência no mercado brasileiro que, segundo Morck (2008), a reforma da governança corporativa deve considerar. Argumenta-se que o fenômeno da lealdade indevida tende a constituir um desafio maior para a reforma da governança corporativa, uma vez que a efetividade do conselho de administração não dependeria apenas do percentual de membros externos, mas também da obediência ou lealdade

indevida que permitiria efetivar as preferências do(s) acionista(s) controlador(es), tais como a opção de realizar a substituição do aumento do valor da empresa pelos benefícios não pecuniários decorrentes do entrincheiramento. Essa inferência também está coerente com uma das principais conclusões de Villalonga e Amit (2009), em estudo realizado no mercado dos EUA, que é a de que a presença de conselheiros externos pode acentuar a desproporcionalidade de uma ação um voto, em vez de mitigá-la, como a teoria da agência propõe.

Como possível limitação deste estudo, cita-se a não utilização de outras *proxies* para a desproporcionalidade de uma ação um voto, tais como o acordo de acionistas e a estrutura indireta de controle. Como sugestão para trabalhos futuros, considera-se que seria interessante identificar em quais condições os conselheiros externos têm maiores chances de anular o possível efeito negativo sobre o valor da empresa provocado pela presença de uma autoridade legitimada, seja a do maior acionista controlador, seja a do seu principal executivo, o CEO, quando este assume, simultaneamente, o cargo de presidente do conselho de administração.

5 MECANISMOS DE ALAVANCAGEM DO PODER DE VOTO, EFETIVIDADE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E O DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS²⁶

RESUMO

Verificaram-se, neste trabalho, a relação entre os mecanismos de alavancagem do poder de voto e a efetividade do conselho de administração em aumentar o desempenho financeiro das empresas brasileiras. A principal evidência sugere que o acordo de acionistas é uma estratégia substituta à emissão de duas classes de ações para alavancar o poder de voto e manter o entrenchamento dos acionistas controladores, os quais são capazes de utilizar tais mecanismos para reduzir a efetividade dos conselheiros externos em aumentar o desempenho financeiro das empresas. Esses resultados tornaram-se mais consistentes ao constatar-se que a prática do acordo de acionistas tende a ser adotada quando não há emissão de duas classes de ações e que o acordo entre os investidores tem relação negativa com a substituição do CEO, relação negativa com a efetividade dos conselheiros externos em substituir o CEO e relação positiva com a sensibilidade dos investimentos da empresa ao seu fluxo de caixa, em vez de sensibilidade às oportunidades de investimento. Interpretou-se que esses resultados não rejeitam a existência de um novo custo de agência no mercado acionário brasileiro, relacionado ao excesso de alinhamento entre os investidores ou conselheiros externos e os acionistas controladores das empresas brasileiras.

Palavras chave - alavancagem do poder de voto, acordo de acionistas, emissão de duas classes de ações, conselho de administração, desempenho financeiro da empresa.

ABSTRACT

In this paper we investigate the relationship between the devices to leverage the voting power and the board of directors' effectiveness to increase the financial performance of Brazilian companies. The main evidence suggests that the shareholders' agreement is a substitute strategy to dual class shares issuance in order to leverage the voting power and to keep the entrenchment of controlling shareholders, which are able to use such mechanisms to reduce the effectiveness of outside directors to increase the firms' financial performance. These results became more consistent when we observe that the practice of the shareholders agreement tends to be adopted when there is no dual class shares issuance. Also, the shareholders agreement has a negative relationship with the CEO turnover, a negative relationship with the outside directors' effectiveness to replace the CEO, and a positive relationship with the investments sensitivity to cash flow, rather than sensitivity to investment opportunities. We interpreted that these results do not reject the existence of a new agency cost in the Brazilian equity market, related to

²⁶ Esse capítulo foi parcialmente publicado no congresso IBGC de Governança Corporativa (2014), tendo sido classificado em 1º lugar no prêmio IBGC Itaú Academia, cuja referência é a seguinte:

ANDRADE, L. P. ; BRESSAN, A. A. ; IQUIAPAZA, R. A. . Mecanismos de Alavancagem do Poder de Voto, Efetividade do Conselho de Administração e o Desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras. In: Prêmio IBGC Itaú Academia no 15º Congresso IBGC de Governança Corporativa, 2014, São Paulo. Prêmio IBGC Itaú Academia, 2014. v. 1. p. 1-22.

excessive alignment between investors or outside directors and controlling shareholders of Brazilian companies.

Keywords - voting power, shareholders' agreement, dual class shares, board of directors, firm's financial performance.

5.1 Introdução

Os acionistas controladores que preferem a prática do entrincheiramento podem utilizar diferentes estratégias para alavancar o poder de voto e, conseqüentemente, efetivar o *trade off* entre extrair benefícios privados de controle ou beneficiarem-se do incremento do valor da empresa. A reforma da governança corporativa no mercado brasileiro, ocorrida no início da década de 2000, limitou a emissão de duas classes de ações, especialmente no segmento do novo mercado. Porém, há poucas evidências, na literatura nacional, sobre governança corporativa que verifiquem a possibilidade da utilização de outra estratégia que permita a alavancagem do poder de voto quando não há emissão de ações sem direito a voto. Enquanto há um elevado número de pesquisas sobre as causas e implicações dos mecanismos de alavancagem de controle acionário, tais como a emissão de classes de ações, verifica-se que ainda há poucas evidências sobre as possíveis implicações do Acordo de Acionistas (AA) para a qualidade da governança corporativa no Brasil²⁷.

Do ponto de vista teórico, verifica-se que há relativamente poucas teorias que tratem especificamente do acordo de acionistas e, conseqüentemente, da sua relação com o desempenho financeiro das empresas. Embora ainda seja um tema relativamente pouco explorado, o acordo de acionistas já foi ressaltado por Bergerman (1928), o qual argumenta que a prática de privar alguns acionistas do direito de voto, como quando há acordo entre acionistas ou quando há emissão de ações sem direito a voto, assume um caso importante a ser estudado. Em trabalhos mais recentes, Zwiebel (1995), Bennedsen e Wolfenzon (2000), Khanna e Palepu (2000), Morck, Wolfenzon e Yeung (2005), Khanna e Yafeh (2007) e Fan, Wei e Xu (2011) argumentam que a literatura ainda carece de mais pesquisas para compreender os custos e os benefícios advindos a partir da adoção de práticas que desviam o princípio de uma ação um voto.

²⁷ A expressão *Acordo de Acionistas* é encontrado na literatura sobre governança corporativa para representar a coalizão formal entre os investidores de uma empresa.

Do ponto de vista empírico, encontraram-se poucas evidências na literatura internacional. Gianfrate (2007) concluiu que, no mercado italiano, o acordo de acionistas é utilizado para proteger os acionistas controladores de aquisições hostis e para permitir o entrincheiramento da gestão das empresas. Já no mercado norte-americano, Villalonga e Amit (2009) verificaram que a prática do acordo de acionistas não é a principal fonte para alavancar o poder de voto e constataram uma frequência reduzida na adoção de tal prática nas empresas.

No mercado brasileiro, também não há um consenso nas principais conclusões dos diferentes trabalhos encontrados. Carvalhal (2012) encontrou evidências de que são positivos os efeitos do acordo de acionistas sobre o desempenho financeiro das empresas. Esse autor utilizou uma base de dados relativa ao período de 1995 a 2009 e suas principais conclusões sugerem que a relação positiva com o valor da empresa pode ser justificada em decorrência de o acordo de acionistas constituir uma alternativa para mitigar os conflitos de interesses entre os investidores. Por outro lado, Gorga e Gelman (2012) compararam os dados coletados nos anos de 2007 e 2012 para argumentar que a prática do acordo de acionistas pode ter implicações negativas sobre a qualidade da governança corporativa praticada na empresa, especialmente no enfraquecimento do poder decisório dos membros do conselho de administração, uma vez que, segundo essas autoras, é comum existirem, no acordo de acionistas, cláusulas que garantem a vinculação do voto dos membros do conselho à decisão prévia dos acionistas que os elegeram²⁸. A relação entre acordo de acionista e o processo decisório no conselho de administração também foi foco de uma matéria do jornal *Valor Econômico* publicada em 6/11/2014. Essa matéria destaca o dilema que o acordo de acionistas oferece aos conselheiros nas empresas brasileiras, relacionado a qual deve ser o foco das decisões dos conselheiros, se voltadas à maximização do valor da empresa ou se ao interesse dos acionistas praticantes do acordo que o elegeram, já que esses focos nem sempre são convergentes. Outra evidência encontrada por Gorga e Gelman (2012) é a de que a prática do acordo de acionistas seja crescente nas empresas listadas em um dos segmentos especiais de governança corporativa no Brasil, tal como já identificado por Gorga (2009). Já Theiss e Beuren (2014) contribuem com essa literatura ao identificarem que o grupo de empresas que têm acordo de acionistas apresenta uma

²⁸ Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/3768946/caso-usiminas-expoe-dilema-de-conselho>. Acesso em 6 nov. 2014.

maior remuneração dos seus executivos, quando comparado com o grupo de empresas familiares ou com o grupo de empresas controladas por sociedades anônimas.

Visando contribuir com os trabalhos encontrados na literatura, no presente estudo, buscou-se verificar se existe relação entre as estratégias de alavancagem do poder de voto, tais como a emissão de duas classes de ações e o acordo de acionistas, e a efetividade do conselho de administração em aumentar o desempenho financeiro das empresas brasileiras. Para tanto, utilizou-se um banco de dados de 3.057 observações, coletadas entre os anos de 2000 a 2012, e aplicaram-se diferentes métodos estatísticos, regressões de dados em painel, modelos de regressão do tipo *logit* e *probit*, bem como o modelo de Heckman, para a correção do possível viés de autosseleção da amostra. As principais evidências encontradas foram as de que, tanto a emissão de duas classes de ações, quanto a prática do acordo de acionistas têm relação negativa com o desempenho financeiro das empresas brasileiras e que essas duas estratégias tendem a ser substitutas no objetivo de alavancar o poder de voto dos acionistas controladores, quando eles têm preferência pelo entrincheiramento. Além disso, verificou-se que esses dois mecanismos estão relacionados com uma redução na efetividade dos conselheiros externos em aumentar o valor da empresa. Considera-se que foram robustos esses resultados, os quais permitiram destacar três possíveis contribuições deste trabalho.

A primeira está relacionada à identificação de estratégias de alavancagem do poder de voto, quando não há emissão de duas classes de ações. Argumenta-se que esse resultado seja uma evidência de que o poder de voto a todas as ações tende a aumentar o desempenho da empresa, porém, verifica-se que os acionistas controladores são capazes de utilizar estratégias que compensem uma possível perda de controle decorrente da concessão do poder de voto a todas as ações, caso o objetivo seja a prática do entrincheiramento. Neste estudo, verificou-se que existem pelo menos duas estratégias alternativas: a primeira, pela prática do acordo de acionistas e, a segunda, pela influência negativa que tal acordo exerce na efetividade dos conselheiros externos em aumentar o valor da empresa. Considera-se que essas evidências contrariam os argumentos de que o acordo de acionistas seja uma prática que agregue valor às empresas brasileiras e que são alinhadas com os argumentos defendidos por Gorga e Gelman (2012). Esses resultados reforçam as evidências em favor da prática do entrincheiramento, tal como já identificado por Gianfrate (2007) no mercado italiano.

A segunda contribuição está relacionada à identificação das possíveis razões da relação negativa entre o acordo de acionistas, a efetividade dos conselheiros externos e

o desempenho financeiro das empresas. Verificou-se que uma possível explicação está relacionada ao fato de o acordo de acionistas reduzir a probabilidade do *turnover* do CEO, bem como diminuir a probabilidade de um maior percentual de conselheiros externos monitorar o principal executivo. Argumenta-se que esses resultados estão alinhados com as evidências encontradas por Theiss e Beuren (2014), que verificaram que há uma maior remuneração aos executivos das empresas brasileiras que têm acordo de acionistas, o que reforça a hipótese do entrincheiramento dos gestores. A segunda explicação possível relaciona-se à evidência de que, tanto o acordo de acionistas, quanto a emissão de duas classes de ações estão positivamente associados com a sensibilidade do investimento da empresa em relação ao seu fluxo de caixa, o que indica que esses mecanismos tendem a aumentar as restrições financeiras das empresas, indicando que tais estratégias têm poder destrutivo na qualidade da governança corporativa no Brasil. Argumenta-se que uma melhor qualidade da governança corporativa tenderia a diminuir a sensibilidade dos investimentos da empresa ao seu fluxo de caixa, ao passo que essa sensibilidade aumentaria diante das suas oportunidades de investimento, tal como desenvolvido por McLean et al. (2012).

A terceira contribuição está relacionada à identificação de resultados relacionados a um possível novo custo de agência no mercado brasileiro, o qual está associado com o excesso de alinhamento, em detrimento do conflito de interesses, como desenvolvido pela teoria da agência. Verificou-se que o excesso de alinhamento de interesses entre o acionista controlador, os acionistas participantes do acordo de investidores e os conselheiros externos dessas empresas constituem evidências de que a dissidência, em vez do alinhamento de interesses, poderia estar associada com melhores práticas de governança corporativa e, possivelmente, com o aumento do desempenho financeiro das empresas. Considera-se que tal constatação seja consistente com o trabalho teórico desenvolvido por Morck (2008).

5.2 Revisão de literatura

5.2.1 A emissão de duas classes de ações e os seus possíveis efeitos sobre o desempenho financeiro da empresa

As evidências de que são negativos os efeitos da emissão de duas classes de ações sobre o desempenho financeiro das empresas são encontradas em diferentes trabalhos na literatura, tais como os de Claessens, Djankov e Lang (2000), na Ásia; de

Laeven e Levin (2008) e de Maury e Pajuste (2011), na Europa e de Villalonga e Amit (2009) e Gompers, Ishii e Metrick (2010), nos Estados Unidos. No Brasil, as evidências de que a emissão de ações preferenciais tem relação negativa com o desempenho financeiro foram encontradas por Silva e Subrahmanyam (2007). Por outro lado, o argumento de que não há apenas efeitos negativos é defendido por Burkart e Lee (2008) e Bennedsen e Nielsen (2010). Bennedsen e Nielsen (2010), por exemplo, encontraram a diminuição da expropriação como uma vantagem da emissão de duas classes de ações. Essas evidências são consistentes com os argumentos de Burkart e Lee (2008) de que ainda não há um consenso sobre se a obrigação de concessão dos votos a todas as ações iria aumentar a qualidade de governança corporativa, especialmente em mercados que dependem do ativismo dos proprietários.

5.2.2 O acordo de acionistas e os seus possíveis efeitos sobre o desempenho financeiro da empresa

Alguns estudos teóricos sobre o tema, tais como os desenvolvidos por Zwiebel (1995) e Bennedsen e Wolfenzon (2000), destacam que o acordo de acionistas representa um caso interessante para estudo porque ele permite entender como os grupos controladores são formados quando há múltiplos grandes investidores. Identifica-se que há uma ambiguidade, na literatura teórica, em apontar quais são os efeitos do acordo de acionistas sobre o desempenho financeiro da empresa. De acordo com Bergerman (1928), a coalizão entre os acionistas são divididas entre quatro principais classes, que são: 1- o acordo que não inclui os acionistas minoritários; 2- o acordo que envolve o controle minoritário incidentalmente em atendimento aos interesses da sociedade; 3- o acordo que é usado para efetuar propósitos ilegais; 4- os acordos que representam diretamente os direitos dos acionistas minoritários.

Já, em relação às evidências empíricas, encontrou-se um número relativamente baixo de pesquisas que abordam o tema *acordo de acionistas*, tanto na literatura internacional, como os de Gianfrate (2007), Chemla (2007) e Villalonga e Amit (2009), quanto na literatura nacional, como os de Carvalhal (2012) e Gorga e Gelman (2012).

Verificou-se que são poucas e inconclusivas as evidências empíricas em relação às causas do acordo de acionistas e os seus possíveis efeitos sobre o desempenho financeiro da empresa. No mercado italiano, Gianfrate (2007) constatou que aproximadamente um terço das companhias listadas tem coalizões dos grandes acionistas, os quais, conjuntamente, têm o controle acionário dessas empresas. O autor

destacou que as coalizões são explícitas por meio de contratos e que as suas evidências sugerem que o acordo de acionistas tem como objetivos, tanto protegê-los de aquisições hostis, quanto permitir o entrenchamento da gestão destas empresas. No mesmo mercado, Baglioni e Colombo (2013) identificaram que a prática do acordo de acionistas está positivamente associada com uma maior representatividade dos acionistas participantes do acordo no conselho de administração e com uma maior quantidade total de conselheiros. Esses autores identificaram, ainda, que o acordo de acionistas aumenta a probabilidade de um maior número de comitês executivos, sugerindo que, segundo os autores, os comitês executivos sejam os canais pelos quais acontece a coordenação dos acionistas participantes do acordo.

Já as evidências apresentadas por Chemla *et al.* (2007), que estudaram o contrato de uma *joint venture*, demonstraram que o acordo de acionistas tem importante função para evitar a renegociação entre os agentes, a qual foi denominada de risco moral dinâmico. Segundo os autores, suas evidências sugerem que diferentes cláusulas contratuais permitem maior eficiência *ex ante* dos investimentos na empresa, as quais podem limitar a renegociação. Para os autores, a principal evidência é que, quando as partes não são capazes de renegociar o contrato, as cláusulas incluídas em contratos de acordo entre os acionistas podem ser utilizadas para limitar a renegociação e para manter os incentivos das partes em adotar as melhores decisões de investimentos *ex ante*.

No mercado norte-americano, as evidências apresentadas por Villalonga e Amit (2009) sugerem que o acordo de acionistas não é a principal fonte de separação entre acesso ao controle e aos fluxos de caixa nas empresas familiares, e que os seus efeitos no valor da empresa tendem a ser positivos nos Estados Unidos²⁹.

No mercado brasileiro, Gorga (2009) e Gorga e Gelman (2012) identificaram que mais da metade das empresas com ações listadas em um dos níveis diferenciados de governança corporativa e não com um único acionista controlador tem acordo de acionistas. Segundo os resultados apresentados por essas autoras, os contratos de acordo de acionistas envolvem compra e venda das ações, direito de voto e exercício de controle, preferência para aquisição das ações e indicação dos assuntos cujo voto dos

²⁹ Villalonga e Amit (2009) constataram que os efeitos dos mecanismos de alavancagem de controle dependem do mecanismo utilizado e que a emissão de duas classes de ações e a representação desproporcional no conselho de administração têm impactos negativos, enquanto a utilização de estruturas piramidais e o acordo de acionistas têm efeitos opostos.

membros do conselho de administração de acordo é vinculado à aprovação prévia dos membros que constituem acordo de acionistas. A principal conclusão de Gorga e Gelman (2012) é a de que a prática do acordo de acionistas está esvaziando o poder decisório dos conselheiros, pois os acordos estão operando como um instrumento de anulação do dever de independência nas funções do conselho de administração.

Já os resultados apresentados por Carvalhal (2012) sugerem que o tamanho e a adesão ao segmento do Novo Mercado têm efeito positivo e significativo na probabilidade de a empresa ter acordo de acionistas. Além disso, esse autor concluiu que a prática do acordo de acionistas assume importante função para mitigar os conflitos de interesses entre os acionistas e que, por essa razão, está positivamente associado com o valor das empresas no mercado brasileiro.

Os trabalhos de Gorga (2009, 2012) e Carvalhal (2012) são considerados pioneiros no mercado brasileiro, porém as principais conclusões desses autores ressaltam aspectos negativos e positivos do acordo de acionistas.

Já o trabalho desenvolvido por Theiss e Beuren (2014) apresenta evidências de que as empresas que têm acordo de acionistas definem maiores remunerações aos seus executivos, quando comparados com o grupo de empresas familiares ou com o grupo de empresas controladas por empresas de capital aberto. Interpreta-se que tais evidências encontradas sinalizam que a literatura empírica ainda carece de novos trabalhos no mercado brasileiro.

5.2.3 A efetividade dos conselheiros externos em aumentar o desempenho financeiro das empresas

Verifica-se que, mesmo no mercado americano, as evidências são inconclusivas ao definirem se existe e qual é a relação entre percentual de membros externos no conselho e o desempenho financeiro da empresa. Bhagat e Black (1999) identificaram que é negativa essa relação e sugerem que existe uma quantidade ótima para o percentual de *outsiders*, a qual permite maximizar o valor da empresa. Resultados similares também foram encontrados por Harris e Haviv (2008). Já Anderson e Reeb (2004) constataram que os diretores independentes assumem o importante papel de aumentar o desempenho financeiro da empresa e, por isso, de compensar os conflitos de agência que surgem por empresas sob controle familiar nos EUA.

No mercado brasileiro, os trabalhos oferecem também evidências inconclusivas. Silveira (2002), Andrade *et al.* (2009) e Gondrige, Clemente e Espejo (2012) não

encontraram relação estatisticamente significativa entre o percentual de conselheiros externos e o desempenho financeiro da empresa. Já Silveira (2004) encontrou relação positiva e robusta no período de 1998 a 2002. Por outro lado, relação negativa foi encontrada por Mendes-Da-Silva (2010) para o período de 1997 a 2007. Apesar de utilizarem diferentes metodologias e diferentes bases de dados, argumenta-se que esses trabalhos partiram da premissa de que a atuação dos conselheiros externos é independente da prática dos mecanismos de alavancagem de controle acionário como, por exemplo, a emissão de duas classes de ações e o acordo de acionistas, os quais podem ser adotados pelos acionistas controladores. Por isso, busca-se contribuir com os trabalhos realizados no Brasil ao propor o relaxamento dessa premissa, a qual pode ter diferentes implicações sobre a efetividade do conselho de administração que ainda não foram encontradas no contexto do mercado brasileiro.

Para Morck (2008), a literatura acadêmica sobre finanças tem falhado em identificar um *link* consistente entre a independência do conselho de administração e o desempenho financeiro da empresa, pois uma possível razão é encontrada na literatura sobre psicologia social. Morck (2008) fundamentou-se nos trabalhos desenvolvidos por Milgram (1963, 1974) para argumentar que essa relação pode ser explicada por aspectos comportamentais que envolvem o processo decisório no conselho de administração. Uma das principais conclusões a partir dos trabalhos desenvolvidos por Milgram (1963, 1974) é a de que o indivíduo tende a demonstrar uma habilidade nata para adotar um comportamento que seja de obediência à autoridade.

De acordo com Morck (2008), a constatação da teoria da psicologia social reflete um problema de agência que deve ser levado em conta em uma reforma da governança corporativa, seja para mitigar os conflitos de agência entre acionistas e gestores, seja para mitigar os conflitos entre acionistas controladores e minoritários. O autor exemplifica citando que a lealdade indevida dos membros de um conselho de administração ao CEO da companhia é um fator relevante que justificaria os escândalos que envolveram a governança corporativa de empresas americanas no início da década de 2000, pois os conselheiros tinham o poder para questionar e exigir respostas, no intuito de impedir os escândalos. Eles acabaram, porém, por sacrificar as suas carreiras em razão da lealdade e da obediência à autoridade do CEO. Ainda, segundo o mesmo autor, é raro que um conselheiro seja considerado independente, pois os conselheiros externos tendem a ser selecionados pelo CEO, levando em conta laços de amizade e, por

tal motivo, tendem a se comportar com lealdade, confiança e dever ao CEO da companhia.

Nos EUA, Morck, Shleifer e Vishny (1989) mostraram que o principal diretor executivo (CEO) que, simultaneamente, ocupa a função de presidente do conselho de administração (*chairman*) tem menores chances de ser substituído após uma pior performance. Os autores interpretaram esse resultado como uma evidência de que os conselheiros externos avaliam o desempenho do CEO, porém, tendem a obedecer à autoridade rival, que é representada pela dualidade nos cargos de CEO e *chairman*. Além disso, os autores concluíram que as aquisições hostis agem como um mecanismo alternativo para substituir o CEO, em caso de desempenho ruim, quando os conselheiros externos não o fazem. Já em trabalho mais recente, os resultados apresentados por Sur Lavina e Magnan (2013) sugerem que a composição do conselho de administração difere entre as empresas no mercado americano, devido às preferências das diferentes estruturas de propriedade. Segundo Sur, Lavina e Magnan (2013), essa evidência sugere que a influência dos acionistas sobre o conselho de administração será consistente com os objetivos e as estratégias dos acionistas.

Na Índia, Jameson, Prevost e Puthenpurackal (2014) verificaram que a atuação dos conselheiros independentes não é efetiva em mitigar a relação negativa que a presença de acionistas controladores, os quais são constituídos por grupos familiares, exerce sobre o desempenho financeiro das empresas. Esses autores destacam que os seus resultados contrariam as evidências apresentadas por Anderson e Reeb (2004) no mercado americano e sugerem que a falta de proteção legal aos investidores naquele país esteja associada à ineficácia da independência do conselho de administração.

Destaca-se que os trabalhos citados não tiveram como propósito verificar a efetividade dos conselheiros externos das empresas cujos acionistas controladores utilizam estratégias de alavancagem do poder de voto, tais como a emissão de duas classes de ações e/ou o acordo de acionistas.

5.3 Metodologia

5.3.1 Amostra e coleta de dados

A amostra considerou um período de 13 anos, compreendido entre 2000 a 2012. Foram consideradas como observações válidas aquelas de empresas que apresentaram

as informações suficientes para atender ao objetivo proposto neste trabalho. A justificativa para a escolha desse período foi considerar o maior número de dados possível após as principais alterações no ambiente legal e institucional, como a criação do Novo Mercado, ocorridas no início da década de 2000. Para compor o grupo de empresas estudado, optou-se por excluir as instituições pertencentes ao setor financeiro. Tal restrição é justificada, uma vez que tais instituições apresentam contas diferenciadas em seus demonstrativos e características peculiares que impedem a comparação com outros setores. Com a finalidade de evitar efeitos inflacionários, os valores foram corrigidos pelo IGP na data base de 31 de dezembro de 2012.

A fonte utilizada para a coleta de dados referentes aos indicadores financeiros foi a Economática, ao passo que, para coletar as informações referentes à estrutura de propriedade e ao conselho de administração, recorreu-se ao *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Após o levantamento dos dados, foram excluídas as empresas que não apresentaram as informações necessárias para a realização da pesquisa. Assim, com o objetivo de obter maior base de dados, foi constituído um painel desbalanceado de dados em que a quantidade de observações por empresa variou de um a 13 períodos. Finalmente, o painel de dados foi composto por um total de 462 empresas, das quais se obtiveram 3.057 observações.

5.3.2 Desenvolvimento do modelo empírico e definição das variáveis

Para o desenvolvimento do principal modelo empírico deste trabalho, optou-se por utilizar os trabalhos desenvolvidos por Morck (2008), Villalonga e Amit (2009), Carvalhal (2012) e Gorga e Gelman (2012). Assim, no intuito de identificar se a emissão de duas classes de ações e o acordo de acionistas têm relação com a efetividade dos membros externos do conselho de administração em aumentar o desempenho financeiro das empresas, desenvolveu-se o seguinte modelo empírico descrito pela equação 3.1:

$$Desemp_{it} = \beta_0 + \beta_1 Dual_{it} + \beta_2 AA_{it} + \beta_3 Out_{it} + \beta_4 Out_{it} * Dual_{it} + \beta_5 Out_{it} * AA_{it} + \beta_6 Z_{it} + u_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \quad (\text{Eq.3.1})$$

em que *Desemp* representa as métricas de desempenho financeiro da empresa *i* no período *t*; (*Dual*) é uma variável *dummy* que assume valor (1) se a empresa *i* tem emissão de duas classes de ações no período *t* e (0), caso contrário; (*AA*) é uma variável

dummy que assume valor (1), se a empresa i tem acordo de acionistas no período t e (0) em caso contrário; (*Out*) é uma variável que representa o percentual de membros externos no conselho de administração; as variáveis (*Out*Dual*) e (*Out*AA*) são os termos de interação entre o percentual de conselheiros externos e os mecanismos de alavancagem do poder de voto; Z_{it} representa um conjunto de variáveis exógenas, tais como as características observáveis das empresas e $u_i; \eta_t; \varepsilon_{it}$ são a heterogeneidade não observada e invariante no tempo, efeitos fixos do tempo e termo de erro aleatório, respectivamente.

Como destacado por Carvalho (2012), se a decisão da empresa de realizar o acordo de acionistas está correlacionada com o seu desempenho financeiro, a variável dicotômica AA será correlacionada com o termo de erro da equação (3.1) e a regressão via MQO irá apresentar resultados enviesados. Por essa razão, optou-se por aceitar que a decisão da empresa de manter acordo de acionista é determinada conforme a equação (2).

$$AA_{it}^* = \beta Z_{it} + e_{it} \quad (\text{Eq. 3.2})$$

$$AA_{it} = 1 \text{ se } AA_{it}^* > 0; \text{ e } AA_{it} = 0 \text{ se } AA_{it}^* \leq 0$$

em que AA_{it}^* é uma variável latente não observada; Z_{it} é um conjunto de variáveis relacionadas às características observáveis da empresa que podem afetar a decisão de ter acordo de acionistas e a variável e_{it} representa o termo de erro aleatório. A correlação entre AA_{it} e ε_{it} na equação (3.1) irá aumentar quando (a) uma ou mais variáveis consideradas exógenas Z_{it} na equação (3.2) afetarem o desempenho financeiro da empresa. No entanto, essas variáveis não estão incluídas como regressões na equação (1) ou (b) os termos de erro ε_{it} da equação (3.1) e e_{it} da equação (3.2) são correlacionados. Em ambos os casos, a estimação dos parâmetros via MQO será enviesada. De modo similar ao que foi utilizado por Campa e Kedia (2002) e Carvalho (2012), optou-se por utilizar diferentes métodos de estimação para reduzir os problemas decorrentes da endogeneidade nas equações (3.1) e (3.2), tais como a estimação via dados em painel e o modelo de autosseleção que leva em conta o procedimento de dois estágios, desenvolvido por Heckman (1979)³⁰.

³⁰ Ver fundamentação para a escolha do modelo de Heckman (1979) no Apêndice C.

Do mesmo modo, considera-se a equação (3.3) para estimar a possível relação entre a emissão de duas classes de ações e o desempenho financeiro das empresas ser afetado pelo viés de autosseleção.

$$Dual_{it}^* = \beta Z_{it} + e_{it} \quad (\text{Eq. 3.3})$$

$$Dual_{it} = 1 \text{ se } Dual_{it}^* > 0 ; \text{ e } Dual_{it} = 0, \text{ se } Dual_{it}^* \leq 0$$

No intuito de encontrar possíveis razões para os resultados da relação entre os mecanismos de alavancagem do poder de voto e o desempenho financeiro da empresa, optou-se por estimar dois novos modelos empíricos. O primeiro refere-se à probabilidade, tanto de a emissão de duas classes de ações, quanto de o acordo de acionistas exercerem influência sobre o percentual de membros externos do conselho de administração em praticar o *turnover* do principal executivo da empresa (*CEO*) conforme modelo empírico desenvolvido na equação (3.4).

$$\begin{aligned} Turnover_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Desemp_{it-1} + \beta_2 Dual_{it} + \beta_3 AA_{it} + \beta_4 Out_{it} + \beta_5 Out * Dual_{it} + \beta_6 Out * AA_{it} + \dots \\ & \dots + \beta_7 Z_{it} + u_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (\text{Eq. 3.4})$$

Um segundo modelo empírico que visa encontrar a possível razão para os resultados estimados pela equação 3.1 foi desenvolvido com base nos argumentos apresentados por McLean et al. (2012), de que uma maior sensibilidade dos investimentos da empresa ao fluxo de caixa está associado com maiores restrições financeiras, ao passo que uma maior sensibilidade dos investimentos às oportunidades de crescimento tende a estar associada com maior proteção aos investidores e, conseqüentemente, com as melhores práticas de governança corporativa.

$$\begin{aligned} I_{it} = & \beta_0 + \beta_1 FC_{it-1} + \beta_2 PB_{it-1} + \beta_3 (FC * Dual)_{it-1} + \beta_4 (FC * AA)_{it-1} + \beta_5 (PB * Dual)_{it-1} + \dots \\ & \dots + \beta_6 (PB * AA)_{it-1} + \beta_7 Z_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (\text{Eq. 3.5})$$

em que I_{it} representa os gastos relacionados ao investimento realizado pela empresa i no período t e os coeficientes β_1 , β_3 e β_4 representam a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa (FC) das empresas em relação à presença ou não dos mecanismos de alavancagem do poder de voto, tais como a emissão de duas classes de ações ($Dual$) e a

prática do acordo de acionistas (*AA*). Já os coeficientes β_2 , β_4 e β_6 representam a sensibilidade do investimento às oportunidades de investimento (*PB*) das empresas, em que (*PB*) se refere à métrica *Price to Book*, em relação à presença ou não dos mecanismos de alavancagem do poder de voto analisados neste trabalho. Ressalta-se que há a defasagem de um período para as variáveis independentes, a qual tem como objetivo identificar a sensibilidade do investimento da empresa *i* no período *t*, em relação ao seu fluxo de caixa (*FC*) e às suas oportunidades de investimentos (*PB*), ambos no período *t-1*.

Como destacado por Kuo e Hung (2012), em trabalho desenvolvido em Taiwan no período de 2001 a 2008, a sensibilidade dos investimentos ao fluxo de caixa da empresa pode se justificar não apenas ao subinvestimento decorrente das restrições financeiras, mas também do sobreinvestimento devido à ineficiência na alocação dos recursos ou à ocorrência do fenômeno *empire-building* por parte dos gestores. Outros trabalhos que fundamentam essas possíveis causas da sensibilidade dos investimentos ao fluxo de caixa das empresas são desenvolvidos por Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) e por Brown e Peterson (2009).

A descrição de todas as variáveis utilizadas neste capítulo é apresentada no quadro 3.

Quadro 3 - Definição das variáveis – capítulo 5

Definição	Variável	Medida
Desempenho financeiro	<i>Q</i> de Tobin	$[(\text{Ativo total} - \text{patrimônio líquido}) + (\text{valor de mercado das ações})]/\text{Ativo total}$
	<i>PB</i>	<i>Price to Book</i> , calculado pela razão: Valor de mercado das ações/Valor contábil do ativo total
	<i>ROA</i>	$(\text{Resultado operacional}/\text{Ativo total}) \times 100$
	<i>ROE</i>	$(\text{Resultado líquido}/\text{Patrimônio Líquido}) \times 100$
	<i>Ebit/Sales</i>	Resultado operacional/Vendas líquidas
Estrutura de Propriedade	<i>AA</i>	Variável binária igual a (1), se existe acordo de acionistas e (0), caso contrário
	<i>Dual</i>	Variável binária igual a (1), se existe emissão de duas classes de ações e (0), caso contrário
	<i>Cont</i>	Percentual de ações ordinárias ou de controle (<i>Cont</i>) em posse do maior acionista (<i>Cont1</i>) e dos cinco maiores acionistas controladores (<i>Cont5</i>).
	<i>Tot</i>	Percentual do total de ações ordinárias e preferenciais (<i>Tot</i>) em posse do maior acionista (<i>Tot1</i>) e dos cinco maiores acionistas controladores (<i>Tot5</i>)
	<i>Wedge</i>	Razão entre o percentual de ações ordinárias e o percentual do total de ações em posse do maior acionista (<i>Wedge1</i>) e dos cinco maiores acionistas controladores (<i>Wedge5</i>). Para o cálculo destas variáveis levou-se em conta a seguinte fórmula: $Wedge = [(Cont/Tot)-1]$
	<i>Large</i>	Variável binária igual a (1), se há a presença de um investidor institucional, tal como banco ou fundo de pensão, entre os cinco maiores investidores da companhia e (0), caso contrário

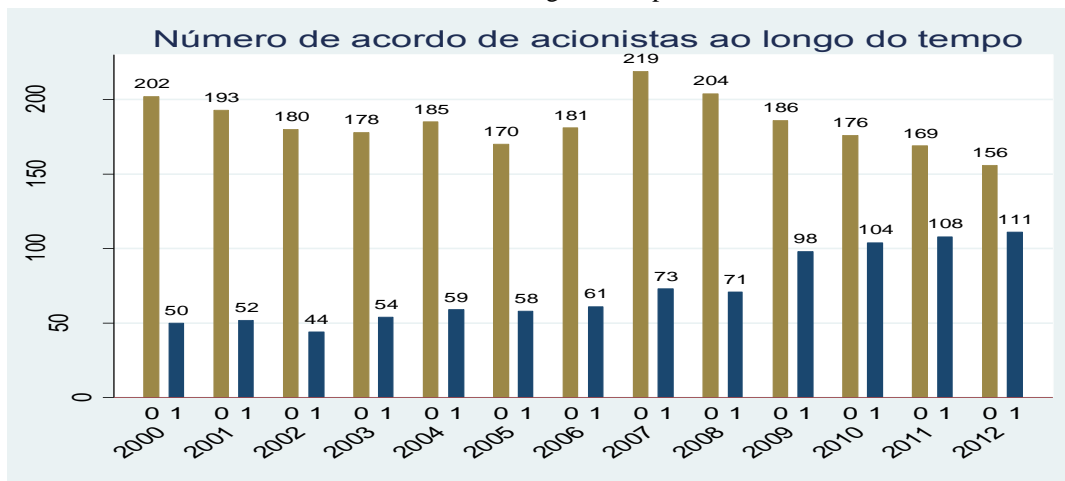
Definição	Variável	Medida
Estrutura de Propriedade	<i>Vot4</i>	Percentual de ações ordinárias em posse do grupo controlador, com exceção das ações em posse do maior acionista, (<i>Cont5-Cont1</i>)
	<i>Tot4</i>	Percentual de direitos de fluxo de caixa em posse do grupo controlador, com exceção das ações em posse do maior acionista, (<i>Tot5-Tot1</i>)
	<i>Pyr</i>	Variável binária igual a (1) se existir estrutura indireta de controle da empresa, tal como em uma estrutura piramidal e (0), caso contrário
Conselho de Administração	<i>Out</i>	Razão entre a quantidade de conselheiros não executivos e a quantidade total de membros do conselho de administração
	<i>CEOdu</i>	Variável binária igual a (1), se há a dualidade de funções desempenhadas pela mesma pessoa, tais como a de CEO e a de <i>Chairman</i> e (0), caso contrário
	<i>CEOb</i>	Variável binária igual a (1), se o CEO também for um membro do conselho de administração, independente se for o <i>chairman</i> ou não, e (0), caso contrário
GC	<i>IGC;</i> <i>Nível 1;</i> <i>Nível 2;</i> <i>NM</i>	Variáveis binárias iguais a (1), se a empresa está listada no Índice de Governança Corporativa (<i>IGC</i>), no Nível 1, no Nível 2 ou no Novo Mercado e (0), caso contrário
<i>Turnover</i>	<i>Turnover</i>	Variável binária igual a (1), se houve a substituição do CEO de uma empresa <i>i</i> no período <i>t</i> , em relação à <i>t-1</i> e (0), caso contrário
Tamanho	<i>LnAt</i>	Logaritmo neperiano do ativo total
Tangibilidade	<i>Tang</i>	Razão entre o valor do ativo imobilizado e do ativo total da empresa
Endividamento	<i>ExAt</i>	$[(\text{Ativo total} - \text{patrimônio líquido})/\text{Ativo total}] \times 100$
	<i>DivAt</i>	$[(\text{Dívida total})/\text{Ativo total}] \times 100$
	<i>DivCP</i>	$[(\text{Dívida de curto prazo})/\text{Dívida total}] \times 100$
Investimento	<i>Capesale</i>	$[\text{Capex}_{it}/\text{Receita}_{it-1}]$
	<i>Capeat</i>	$[\text{Capex}_{it}/\text{Ativo}_{it-1}]$
Crescimento	$\Delta \text{Rec.}$	Variação da receita líquida da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> em relação a <i>t-1</i>
	ΔAsset	Variação do ativo total da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> em relação a <i>t-1</i>
Natureza	<i>Nat</i>	Conjunto de variáveis binárias iguais a (1), se a natureza do principal investidor for classificada em uma das seguintes classificações: “privada”, “nacional holding”, “estrangeira”, “estrangeira holding”, “Estatal” ou “Estatal holding” e (0), caso contrário
Setor	<i>Ind</i>	Conjunto de variáveis binárias iguais a (1), para a indústria específica em que a empresa está inclusa. Optou-se por adotar a classificação setorial da Economatica

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

5.4 Análise dos resultados

O gráfico 6 mostra que, após o início das alterações no ambiente legal e institucional brasileiro, houve o aumento na quantidade de acordo de acionistas durante todo período analisado, que foi de 50 casos no ano 2000 para 111 no ano 2012.

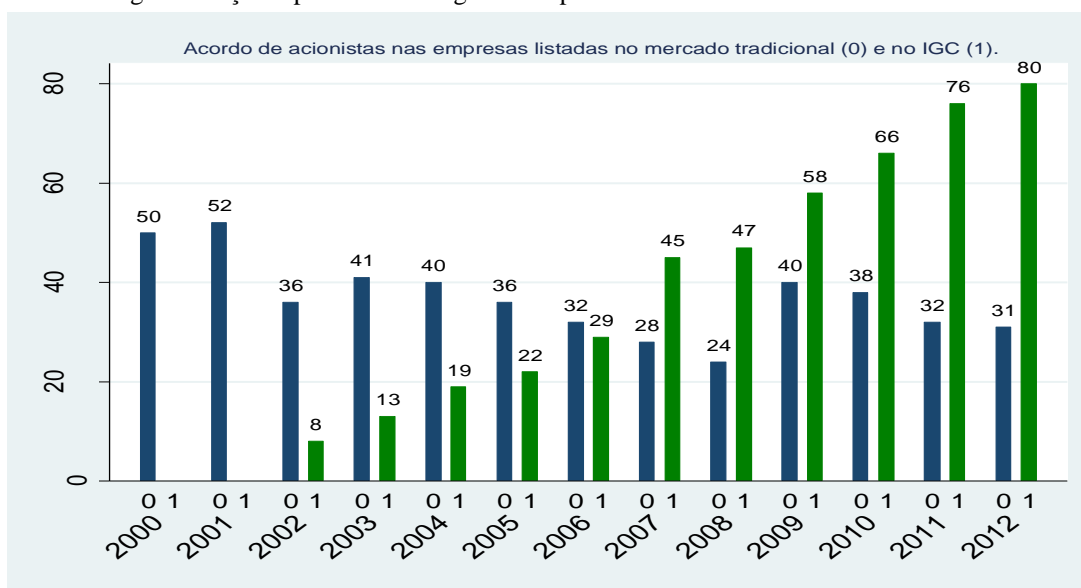
Gráfico 6 - Número de acordos de acionistas ao longo do tempo



Fonte – Elaborado pelo autor da tese com os dados da pesquisa

No entanto, a análise do gráfico 7 indica que o aumento de acordo de votos foi pronunciado apenas nos níveis diferenciados de governança corporativa, tais como o nível 1, o nível 2 ou o Novo Mercado. Por outro lado, verifica-se que o número de acordo de votos é decrescente nas empresas do mercado tradicional, ao longo do período analisado. Essas evidências sugerem que, em ambientes mais restritos em relação às práticas de alavancagem de controle acionário, o acordo de acionistas tende a ser um mecanismo comumente utilizado, possivelmente em substituição a um ou mais instrumentos que são permitidos no mercado tradicional, do(s) qual(is) os acionistas controladores decidiram abdicar, após a listagem em um dos níveis diferenciados de governança corporativa.

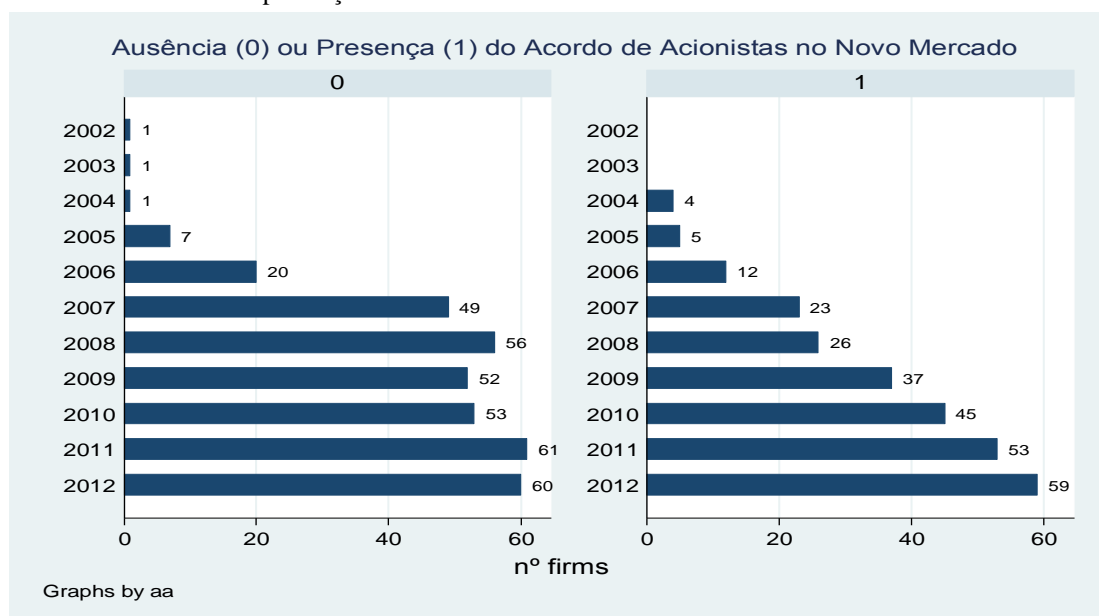
Gráfico 7 - Número de acordo de acionistas no mercado tradicional e nos segmentos diferenciados de governança corporativa ao longo do tempo



Fonte – Elaborado pelo autor da tese com os dados da pesquisa.

Já, no gráfico 8, apresentam-se as evidências de que, nas empresas que aderem ao segmento do novo mercado, é crescente a quantidade de acionistas controladores que optam pela adoção da prática do acordo de acionistas. Verificou-se que, para as empresas que têm ações listadas no Novo Mercado, enquanto a quantidade das que não têm acordo de acionistas aumentou 22%, no período de 2007 a 2012, a quantidade de empresas cujos acionistas controladores optaram por tal prática aumentou 63%, no mesmo período.

Gráfico 8 - Ausência ou presença do acordo de acionistas no Novo Mercado



Fonte – Elaborado pelo autor da tese com os dados da pesquisa.

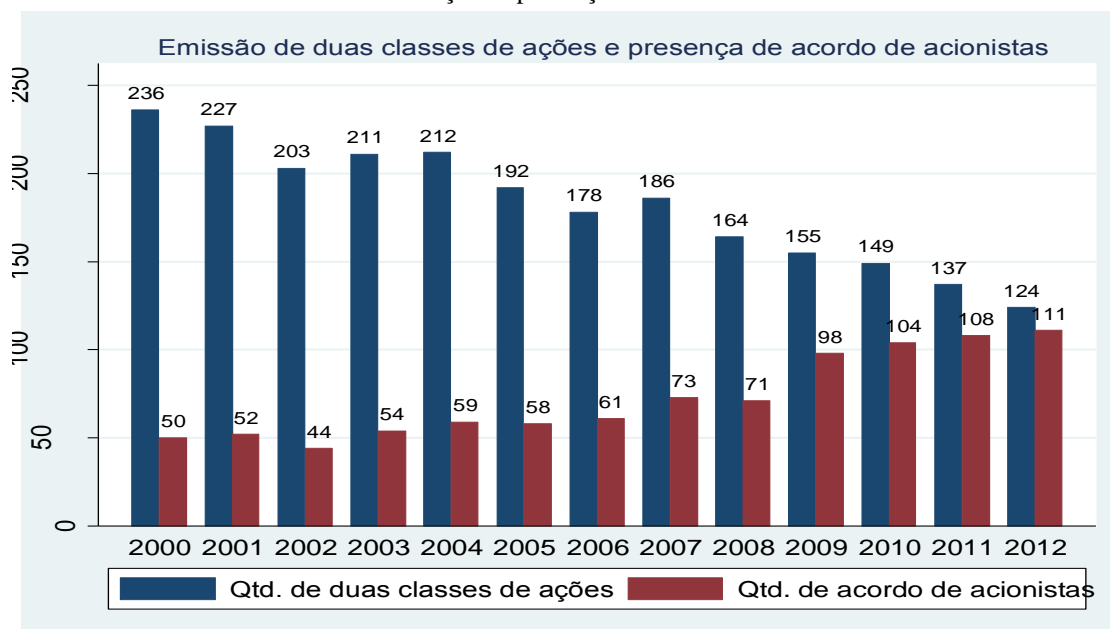
A análise conjunta dos gráficos 6, 7 e 8 sugere que, após as alterações no ambiente institucional brasileiro, ocorridas no início da década de 2000, os acionistas controladores estão utilizando em maior escala a prática do acordo de acionistas, especialmente nos casos em que maiores níveis de governança corporativa são implementados no âmbito da empresa, especialmente, no Novo Mercado. No entanto, esses dados ainda não são suficientes para esclarecer quais são os motivos os quais influenciam os acionistas controladores a escolherem ambientes mais restritos de governança corporativa para adotar o acordo de acionistas. A quantidade de empresas que pratica o acordo de acionistas no mercado tradicional diminuiu de 50 casos, em 2000, para 31, no ano de 2012, ao passo que a quantidade de empresas listadas no IGC,

que também tem acordo de acionistas, aumentou de oito casos, em 2002, para 80, em 2012 (conforme verificado no gráfico 6).

Embora tenha sido verificado que a quantidade de empresas que pratica o acordo de acionistas tenha aumentado a partir do início da década de 2000, argumenta-se, nesta tese, que uma provável explicação para tal fenômeno é o efeito de substituição entre os mecanismos de aumento de controle possivelmente praticado pelo acionista controlador. O gráfico 9 oferece evidências que permitem suporte a esse argumento, pois se verifica que, enquanto a quantidade de empresas que têm emissão de duas classes de ações foi decrescente ao longo dos anos, a quantidade de empresas que praticam o acordo de acionistas foi crescente no mesmo período.

Uma possível explicação para essas tendências invertidas é que, tanto a nova legislação das S.A., quanto as exigências de adesão ao novo mercado restringem a emissão de duas classes de ações, porém, não há restrições em relação à prática do acordo de acionistas. A evidência do aumento significativo do número de empresas que adotam a prática do acordo de acionistas está coerente com as evidências encontradas por Gorga e Gelman (2012) em um período menor de análise.

Gráfico 9 - Emissão de duas classes de ações e presença de acordo de acionistas



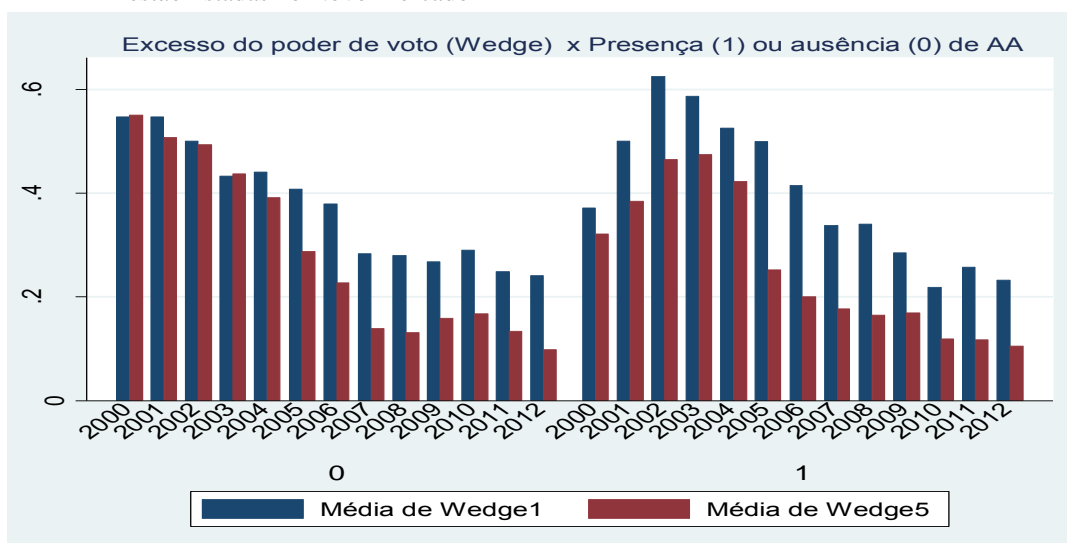
Fonte – Elaborado pelo autor da tese com os dados da pesquisa.

As evidências apresentadas sugerem que a alavancagem do poder de voto decorrente da emissão de duas classes de ações, possivelmente, seja substituída pelas

práticas do acordo de acionistas. No intuito de verificar a consistência desse argumento, recorreu-se à elaboração do gráfico 10.

A análise do gráfico 10 indica que o maior acionista controlador, ou o grupo dos maiores acionistas controladores, tem maior média de alavancagem do poder de voto (*Wedge*) quando há acordo de acionistas na empresa, em comparação ao grupo de empresas em que não existe uma coalizão formal entre os maiores investidores.

Gráfico 10 - Excesso do poder de voto (*Wedge*) e acordo de acionistas (*AA*) para as empresas que não estão listadas no Novo Mercado



Fonte – Elaborado pelo autor da tese com os dados da pesquisa.

A análise apresentada para o gráfico 10 sugere que, nas empresas em que é possível a emissão de duas classes de ações, tais como as empresas não listadas no Novo Mercado, o acordo de acionistas tende a elevar o valor da alavancagem do poder de voto para o maior (*Wedge1*) e os cinco maiores acionistas controladores (*Wedge5*), conforme ilustrado na legenda (1) do gráfico 10, a qual representa as médias para o grupo de empresas que têm acordo de acionistas. No entanto, essa análise não é permitida para o grupo de empresas com ações listadas no Novo Mercado, as quais emitem apenas ações ordinárias.

Já a análise dos dados da tabela 23 indica que a correlação entre as variáveis (*Dual*) e (*AA*) foi de (-0,13) e a correlação entre (*AA*) e a variável (*NM*) foi de (0,14), as quais foram estatisticamente significantes a 1%. Essas evidências sugerem que, enquanto a prática do acordo de acionistas pode ser um possível mecanismo de alavancagem do poder de voto, ela está positivamente associada com as práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas do segmento do Novo Mercado. No

entanto, argumenta-se que ainda é desconhecida a possível razão pela qual os acionistas controladores optam pelo acordo de acionistas, quando há a restrição da emissão de duas classes de ações no mercado brasileiro.

Os dados da matriz de correlação reportada na tabela 23 sugerem, ainda, que as variáveis (*Vot4*), (*Tot4*) sejam candidatas para serem utilizadas como instrumentos da variável dicotômica relacionada ao acordo de acionistas (*AA*). O procedimento de incluir as variáveis (*Vot4*) e (*Tot4*) como possíveis instrumentos fundamentou-se no trabalho desenvolvido por Carvalhal (2012). Em adição a esses instrumentos, optou-se por inserir, nesta tese, um possível novo instrumento para explicar por que as empresas decidem praticar o acordo de acionistas, definido pela variável (*DLarg*), que representa a participação de um investidor institucional, como um banco ou um fundo de investimento, entre os cinco maiores investidores da companhia. De acordo com a matriz de correlação, a variável (*DLarg*) está associada com a variável acordo de acionistas (*AA*) e não está correlacionada com as variáveis de desempenho financeiro, tais como o *Q* de Tobin e (*ROA*), o que sugere que (*DLarg*) pode ser utilizado como um novo instrumento para a variável (*AA*).

Tabela 23- Matriz de correlação entre os possíveis instrumentos de (*AA*) e as métricas de desempenho financeiro

Correlação	<i>Q de Tobin</i>	<i>ROA</i>	<i>AA</i>	<i>VOT4</i>	<i>TOT4</i>	<i>DLarg</i>
<i>Q de Tobin</i>	1					
<i>ROA</i>	0,311***	1				
<i>AA</i>	0,124***	0,042**	1			
<i>VOT4</i>	-0,014	0,012	0,215***	1		
<i>TOT4</i>	-0,001	-0,040**	0,271***	0,636***	1	
<i>DLarg</i>	-0,004	0,004	0,152***	0,166***	0,256***	1

(***), (**), (*) estatisticamente significante a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte - Dados da pesquisa.

Nota - Esta tabela visa apresentar fundamentos para a escolha dos possíveis instrumentos da variável dicotômica (*AA*), relacionada à presença do acordo de acionistas. A variável dicotômica (*DLarge*) assume o valor (1), quando há a presença de uma instituição financeira, tal como banco ou fundo de investimento, entre os cinco maiores investidores da companhia e (0) em caso contrário. As variáveis (*Vot4*) e (*Tot4*) representam, respectivamente, o percentual de direitos de voto e os direitos de fluxos de caixa em posse dos cinco maiores acionistas, com exceção das ações em posse do maior acionista da empresa. Como métricas de desempenho financeiro foram utilizados o *Q* e Tobin e o desempenho operacional dos ativos (*ROA*).

Já, na tabela 24, mostram-se os resultados dos testes univariados, levando-se em conta a dicotomia da variável (*AA*) como critério para a divisão dos grupos analisados.

Em relação à estrutura de propriedade, verifica-se que o maior acionista controlador tem menor concentração de ações votantes, porém maior alavancagem do poder de voto, mesmo quando há acordo de acionistas. Os dados da tabela 24 mostram

que as empresas que têm acordo de acionistas têm menor concentração de controle em posse do maior (*Cont1*) e dos cinco maiores acionistas (*Cont5*), menor percentual de propriedade para o maior acionista controlador (*Prop1*) e, conseqüentemente, maior excesso do poder de voto (*Wedge1*) em posse do maior acionista controlador. Destaca-se que somente as variáveis (*Prop5*) e (*Wedge5*) apresentaram resultados que não foram estatisticamente significantes na comparação de médias e medianas entre os grupos analisados. Esses resultados sugerem que a diferença na concentração de controle das ações ordinárias e na alavancagem do poder de voto é mais pronunciada quando se leva em conta o controle do maior acionista controlador, tal como obtido pelas variáveis (*Cont1* e *Wedge1*). Em outras palavras, esses resultados indicam que o maior acionista controlador tende a diminuir o seu percentual de controle (*Cont1*) quando há acordo de acionistas, porém há indícios de que tal prática está associada com uma maior alavancagem do controle (*Wedge1*). Por outro lado, não foram encontradas diferenças significativas para o percentual de propriedade e de excesso do poder de voto para os cinco maiores acionistas controladores entre os grupos analisados, tais como verificado nas variáveis (*Prop5*) e (*Wedge5*). Já, quando se analisou o percentual de controle para as empresas listadas no Novo Mercado, verificou-se que os resultados apontam que as empresas listadas têm menor concentração de controle (*Cont1nm*) e (*Cont5nm*) quando há acordo de acionistas, embora essa relação não tenha sido significativa apenas para a comparação de medianas da variável (*Cont1nm*).

Os resultados apresentados sugerem que, embora o acionista controlador opte por praticar o acordo de acionistas, ele tende a aumentar a sua alavancagem do poder de voto nessa operação, o que sugere um maior risco de expropriação, inclusive em relação aos demais investidores participantes do acordo.

Tabela 24 - Comparação de médias e de medianas

Variável	AA	N	Media	p-valor	Mediana	p-valor
Cont1	0	2100	56,64	0,000	54,94	0,000
	1	911	42,61		37,78	
Cont5	0	2105	82,68	0,005	89,70	0,000
	1	913	80,09		83,83	
Prop1	0	2092	47,01	0,000	44,09	0,000
	1	905	35,52		31,08	
Prop5	0	2105	68,77	0,628	72,11	0,659
	1	913	69,18		71,10	
Wedge1*	0	1532	0,52	0,000	0,30	0,169
	1	553	0,59		0,40	
Wedge5*	0	1532	0,40	0,133	0,19	0,602
	1	553	0,37		0,21	
Cont1(NM)	0	354	36,17	0,196	31,27	0,723
	1	262	34,13		31,02	

Variável	AA	N	Media	p-valor	Mediana	p-valor
Cont5(NM)	0	357	59,77	0,000	63,42	0,003
	1	264	66,30		67,80	
Out(%)	0	1939	0,82	0,000	0,83	0,000
	1	865	0,90		0,92	
Eleit(%)	0	990	0,76	0,001	0,88	0,379
	1	363	0,82		0,87	
TCA	0	1939	6,64	0,000	6	0,000
	1	865	8,01		8	
Q Tobin	0	2105	1,26	0,000	1,06	0,000
	1	913	1,48		1,15	
P/B	0	2105	0,67	0,000	0,48	0,001
	1	913	0,83		0,54	
Payout (II>0)	0	1468	0,43	0,000	0,29	0,001
	1	721	0,37		0,24	
ROE	0	2102	5,55	0,013	8,5	0,007
	1	907	8,07		9,6	
ROA	0	2105	7,74	0,036	7,58	0,045
	1	913	8,45		7,78	
MEBIT	0	2102	12,41	0,258	11,8	0,119
	1	907	13,28		12,30	
LnAt	0	2105	14,31	0,000	14,30	0,000
	1	913	15,00		15,02	
Ex/AT	0	2105	54,92	0,000	54,90	0,000
	1	913	58,55		60,60	
Div/AT	0	2015	24,36	0,000	24,10	0,000
	1	913	29,38		30,50	
DivCP	0	2005	46,11	0,000	40,1	0,000
	1	882	37,31		31,8	
ΔRec.	0	1722	3,87	0,052	5,32	0,026
	1	786	5,80		6,71	
ΔAT	0	1722	3,78	0,310	2,33	0,230
	1	786	4,50		3,20	
Capex/Sales	0	1722	0,004	0,460	-0,003	0,001
	1	785	0,013		0,0005	
Capex/Assets	0	1722	0,007	0,173	-0,001	0,004
	1	785	0,001		0,0002	

*Para a comparação de médias e medianas das variáveis “Wedge1” e “Wedge5” consideraram-se apenas as empresas que possuem duas classes de ações.

Fonte - Dados da pesquisa.

Em relação às características do conselho de administração, os dados da tabela 24 mostram que o acordo de acionistas pode ser um fator que aumenta a quantidade de membros, tais como conselheiros externos indicados, porém, pelos acionistas controladores. Essa interpretação é fundamentada ao verificar-se que o grupo de empresas cujos principais investidores têm contratos de acordo de acionistas tem maior Tamanho do Conselho de Administração (*TCA*), maior percentual de membros externos (*Out*), porém com maior número de membros eleitos pelos acionistas controladores (*Eleit*). Esses resultados foram estatisticamente significantes, exceto para a comparação de medianas para a variável (*Eleit*), embora o resultado sugira a mesma interpretação. Essas evidências são indícios de que, quando há acordo de acionistas, os mesmos

tendem a eleger novos membros ao conselho de administração. No entanto, os resultados não apontam se essa prática tende a mitigar o conflito de agência entre os acionistas participantes do acordo, uma vez que terão maior representatividade nas decisões do conselho, ou se pode aumentar o conflito de agência entre acionistas controladores participantes do acordo e acionistas minoritários que não participam do contrato. Considera-se que tais possibilidades geram diferentes implicações na efetividade das práticas de governança corporativa implementadas no âmbito da empresa, especialmente no papel desempenhado pelos conselheiros.

Quando se verificou a diferença de médias e medianas para as variáveis de desempenho financeiro, os dados indicam que as empresas que têm acordo de acionistas têm os preços de suas ações mais valorizadas. As comparações de média e de mediana para as variáveis (*Q de Tobin*) e (*P/B*) foram estatisticamente significativas ao apontarem que o acordo de acionista pode estar associado a um aumento no valor da empresa no Brasil, como também já foi verificado por Carvalhal (2012). Por outro lado, embora as diferenças nos valores apresentados pelas métricas contábeis (*Roa*) (*Roe*) e (*Mebit*) sugiram a mesma interpretação, as estatísticas não foram significantes.

Em relação à variável (*Payout*), as evidências apontam que há um menor pagamento de dividendos para o grupo de empresas que tem acordo de acionistas. Por isso, essa evidência sugere que a distribuição dos resultados não é a principal estratégia utilizada por esse grupo de empresas, no intuito de mitigar os eventuais conflitos de agência entre os acionistas controladores e acionistas minoritários que não fazem parte do acordo de acionistas. Entende-se que esses resultados somam e são coerentes com as evidências encontradas por Carvalhal (2012) que, embora não tenha utilizado a variável (*Payout*) em seu estudo, verificou que 57% das empresas que têm acordo de acionistas têm restrições no pagamento de dividendos, o que, segundo esse autor, a restrição na política de dividendos confirma os argumentos de que o ambiente de proteção legal aos investidores seja frágil, pois os acionistas controladores são capazes de reter os fundos em vez de distribuí-los aos demais acionistas³¹. Outra evidência que oferece suporte a esses argumentos é o valor da mediana para a variável (*Payout*) (=0,22) nas empresas

³¹ Carvalhal (2012) desenvolveu um índice de qualidade do acordo de acionistas com 24 questões binárias, no qual uma delas é relacionada à política de dividendos e essa questão busca verificar se o contrato de acordo entre acionistas inclui restrição no pagamento de dividendos. Assim, espera-se que as evidências apresentadas neste trabalho somem àquelas encontradas por Carvalhal (2012) ao incluir a variável (*Payout*) no estudo.

que praticam o acordo de acionistas. Conforme destacado por Carvalho (2012), no Brasil, as empresas que têm acordo de acionistas têm a autonomia de pagar um percentual menor de dividendos, quando comparadas com o mínimo de 25% constituído pela lei, desde que esteja estabelecido formalmente no acordo entre os acionistas. Interpreta-se que essa característica legal pode ser desfavorável aos acionistas minoritários que não estão incluídos no acordo de acionistas, bem como pode limitar o acesso a investidores externos em potencial, conforme já argumentado por La Porta *et al.* (2000).

Já, em relação às características individuais das empresas, verificou-se que a dicotomia (AA) permite verificar diferenças significativas entre os grupos analisados. Isso porque se verifica, na tabela 24, que o grupo de empresas que tem acordo de acionistas apresenta maior tamanho (LnA), maior acesso à dívida (Ex/At) e (Div/B), menor proporção do endividamento no curto prazo ($DivCp$) e maiores oportunidades de crescimento ($\Delta Rec.$).

Enquanto que, na tabela 24, se considera a comparação das observações classificadas pela dicotomia da variável (AA), os seus dados não permitem separar a comparação de médias antes e após a adoção do acordo de acionistas. A explicação é que há empresas que não alteraram o seu *status* em relação à realização do acordo de acionistas, ou seja, não apresentaram acordo ou tinham o acordo de investidores durante todo o período observado. Por essa razão, a construção da tabela 25 objetivou verificar se há diferenças de médias e de medianas nas principais variáveis estudadas neste capítulo, levando em conta a decisão da empresa de praticar o acordo de acionistas. Assim, na tabela 25, consideraram-se todos os casos observados em que a empresa não apresentava acordo de acionista em um período t , mas houve a prática do acordo de acionistas em uma data posterior $t + n$, tendo em vista o período analisado. Desse modo, verificou-se que 73 empresas que não tinham acordo de acionistas alteraram a decisão em favor da adoção dessa prática, ou seja, 15,8% do total de empresas (73/462). As observações relacionadas às variáveis dessas empresas foram utilizadas para a elaboração da tabela 25.

Os dados da tabela 25 indicam que são diferentes as características das empresas antes e após a decisão de praticarem o acordo de acionistas.

Tabela 25 - Comparação de médias e de medianas

Variável	AA	N	Media	p-valor	Mediana	p-valor
Cont1	0	366	51,82	0,008	52,29	0,004
	1	344	46,59		46,13	
Cont5	0	366	80,68	0,226	84,29	0,534
	1	345	82,35		85,35	
Prop1	0	366	42,60	0,001	34,58	0,003
	1	342	36,82		30,97	
Prop5	0	366	63,98	0,075	66,78	0,177
	1	345	66,96		63,07	
Wedge1*	0	284	0,59	0,064	0,37	0,114
	1	236	0,73		0,71	
Wedge5*	0	284	0,51	0,194	0,23	0,883
	1	236	0,45		0,32	
Size	0	342	7,21	0,000	7	0,000
	1	339	8,43		8	
Out	0	342	0,86	0,000	0,88	0,000
	1	339	0,90		0,92	
Elect	0	222	0,77	0,253	0,83	0,78
	1	120	0,80		0,83	
Q de Tobin	0	366	1,30	0,450	1,13	0,44
	1	345	1,34		1,15	
ROA	0	366	8,72	0,104	8,50	0,079
	1	345	7,80		7,61	
Mebit	0	365	16,01	0,009	13,4	0,040
	1	344	12,79		11,3	
ML	0	365	9,02	0,093	6,2	0,293
	1	344	6,06		6,25	
Δ Rec	0	302	7,12	0,739	6,76	0,524
	1	333	6,57		6,12	
Kd	0	346	41,17	0,000	24,8	0,000
	1	341	29,59		18,8	
Payout	0	309	0,50	0,002	0,39	0,005
	1	269	0,41		0,30	
WExAt	0	366	57,45	0,000	58	0,000
	1	345	62,06		62,4	
DivBAAt	0	366	28,31	0,008	28,7	0,001
	1	345	32,40		32,9	
DivCpDt	0	361	36,26	0,001	30,3	0,003
	1	339	30,83		26,1	
LnA	0	366	14,98	0,009	15,03	0,001
	1	345	15,27		15,38	

Fonte - Dados da pesquisa.

Nota - A tabela 25 considera a comparação de médias e de medianas das empresas agrupadas pela ausência (0) ou presença (1) de acordo de acionistas. No entanto, para compor a amostra estudada, considerou-se apenas o grupo de as empresas que alteraram o seu *status* de ausência de acordo de acionistas (0) para presença (1) ao longo do período de 2000 a 2012. Este procedimento permite verificar se há diferença nas características das empresas antes e após a decisão de praticarem o acordo de acionistas. As variáveis analisadas foram: o percentual de voto do maior e dos cinco maiores acionistas (*Cont1*) e (*Cont5*), bem como os respectivos percentuais de propriedade (*Prop1*) (*Prop5*), a razão entre o poder de voto e o percentual de propriedade do maior e dos cinco maiores investidores (*Wedge1*) (*Wedge5*) quando há emissão de duas classes de ações, o endividamento (*DivAt*), a rentabilidade operacional (*ROA*) e o tamanho da empresa (*LnAt*)

A primeira diferença é em relação à estrutura de propriedade, que permite ao maior acionista controlador aumentar a sua alavancagem do poder de voto. Essa

afirmativa é sustentada ao verificar as variáveis relacionadas ao percentual do poder de voto do maior acionista (*Cont1*), percentual de propriedade desse investidor (*Prop1*) e, conseqüentemente, do excesso do poder de voto (*Wedge1*). As diferenças de médias e de medianas dessas variáveis foram estatisticamente significantes e sugerem que o acordo de acionistas esteja associado com uma menor concentração acionária do maior acionista, porém tal prática permite que o maior investidor alavanque o seu poder de voto e, conseqüentemente, aumente a quantidade de ações sob o seu controle, ainda que elas não lhes sejam de fato. Uma possível explicação para essa evidência é que o maior acionista irá abdicar de parte do seu capital votante até o limiar que permite, ao mesmo tempo, a manutenção de seus benefícios privados de controle. Esta explicação torna-se mais robusta ao verificar a comparação de médias para as variáveis (*Cont5*), (*Prop5*) e (*Wedge5*), ou seja, após a empresa adotar o acordo de acionistas, não há evidências em favor de uma maior dispersão do capital votante dos cinco maiores investidores, possivelmente porque os investidores que fazem o acordo com o acionista controlador compram mais ações preferenciais do que ações com direito a voto. Esse raciocínio encontra fundamento ao verificar que é menor a média do percentual de propriedade dos cinco maiores investidores (*Prop5*) após a realização do acordo, porém essa diferença não foi estatisticamente significativa na comparação de medianas.

A segunda diferença nas empresas, antes e após a realização do acordo de acionistas, está associada com as características do conselho de administração. Verifica-se que, após o acordo de acionistas, tornam-se maiores as médias e as medianas das variáveis relacionadas à quantidade total de conselheiros (*Size*) e ao percentual de membros externos (*Out*), as quais foram estatisticamente significantes. Por outro lado, não foi verificada diferença significativa para o percentual de membros eleitos pelo acionista controlador (*Elect*). Essas evidências sugerem que a empresa que pratica o acordo de acionistas tende a aumentar a quantidade de conselheiros, especialmente aumentando a participação de diretores externos à empresa, porém há a tendência de existir o mesmo percentual de conselheiros indicados pelo acionista controlador, antes e após a adoção do acordo de investidores.

A próxima diferença diz respeito ao valor de mercado das ações e ao desempenho financeiro das empresas. Os dados da tabela 25 mostram que são poucas as evidências de que, após o acordo de acionistas, as empresas se tornam mais rentáveis ou com ações mais valorizadas no mercado. Pelo contrário, as variáveis Rentabilidade Operacional dos Ativos (*ROA*), margem operacional (*Mebit*) e margem líquida (*ML*),

apresentarem médias e medianas estatisticamente significantes e inferiores após a adoção do acordo de acionistas, em comparação com os valores encontrados para essas variáveis, antes de tal prática para o mesmo conjunto de empresas. Já as variáveis Q de Tobin e variação da receita (ΔRec) não apresentaram diferenças estatisticamente significantes.

Em relação ao volume, à maturidade e ao custo da dívida, identifica-se que os valores médios e medianos após a realização do acordo de acionistas sugerem que, com o acordo, as empresas têm um maior endividamento, especialmente o de longo prazo, e menor custo da dívida. Essa afirmação se sustenta ao verificar as variáveis relacionadas ao volume do endividamento, tais como a participação do exigível total sobre os ativos (Ex/At) e o endividamento bruto sobre o ativo total ($DivB/At$), à maturidade da dívida, como o endividamento de curto prazo em relação à dívida total ($DivCp$) e ao custo da dívida, mensurado pela variável (Kd). Todas estas variáveis apresentarem testes estatisticamente significantes em apontar que, nas empresas em que houve a decisão de fazer o acordo de acionistas, após a adoção dessa prática, elas passaram a ter um maior endividamento, maior dívida de longo prazo e menor custo da dívida. Essas evidências sugerem que o acordo de acionistas esteja associado com um menor conflito de agência entre acionistas e credores, embora essa análise se fundamente apenas em uma comparação de médias. Outra evidência que fortalece o argumento de que o acordo de acionistas pode mitigar o possível conflito de interesses entre acionistas e credores é constatada ao verificar-se que a distribuição de dividendos ($Payout$) foi estatisticamente significativa após a adoção da prática do acordo, em comparação com os valores encontrados antes da adoção no período observado. Essas evidências sugerem que, embora o acordo de acionistas aparentemente esteja associado com a diminuição do conflito de agência entre acionistas e credores, o mesmo parece exacerbar o conflito de agência entre acionistas participantes do acordo e acionistas minoritários não participantes.

Por fim, verifica-se que, após a adoção do acordo de acionistas, os valores médios e medianos da variável tamanho da empresa (LnA) foram superiores em relação às observações do mesmo grupo de empresas, porém comparado com o período anterior à realização do acordo de acionistas. Essas diferenças no valor total dos ativos foram estatisticamente significantes e sugerem uma nova possível explicação para que o acordo de acionistas diminua o conflito de interesses entre acionistas e credores, devido à garantia real dos ativos.

Cabe ressaltar que, dentre as 73 empresas que decidiram adotar o acordo de acionistas, 17 delas também migraram para o Novo Mercado e outras nove já listaram ações nesse segmento especial de governança corporativa. As 47 empresas restantes alteraram o *status* de AA=0 para AA=1, porém não migraram para o segmento do Novo Mercado durante o período observado.

5.4.1 Análise das regressões

Na tabela 26 apresenta-se a análise dos determinantes da adesão do acordo de acionistas.

Tabela 26 - Determinantes do acordo de acionistas (AA)

Variável – AA	1	2	3
β_0 – Interc.	-4,13***	-4,54***	-4,28***
β_1 – Cont1	-0,001	-	-0,006***
β_2 – Tot1	-0,004**	-	-
β_3 – Wedge1	-	0,08*	-
β_4 – Vot4	0,006**	0,01***	0,002
β_5 – Tot4	0,01***	0,01***	0,01**
β_6 – Large	0,13**	0,15**	0,14**
β_7 – Dual	-0,21***	-0,31***	-
β_8 – Pyr	0,25***	0,19**	0,24***
β_9 – NM	-	-	0,13*
β_{10} – LnAt	0,21***	0,22***	0,21***
β_{11} – Div/AT	0,003**	0,003*	0,003**
β_{12} – ROA	0,001	0,001	0,001
β_{13} – Setor	Sim	Sim	Sim
β_{14} – Natu	Sim	Sim	Sim
β_{15} – Ano	Sim	Sim	Sim
N (obs)	2997	2997	2997
Prob(Chi2)	0,000	0,000	0,000
Pseudo R2	0,18	0,18	0,18

(***), (**) e (*) representam os sinais de significância estatística a 1%, a 5% e a 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota - Regressão *probit* com estimação robusta, segundo o método de White (1980). Optou-se por adotar esse método de estimação, pois a regressão *probit* é utilizada no segundo passo do modelo de Heckman no controle do viés de autoseleção da amostra. Os resultados do segundo passo são apresentados na regressão 6 da tabela 27. As regressões de 1 a 3 mostram diferentes conjuntos de variáveis independentes. Utilizou-se como referência o trabalho desenvolvido por Carvalho (2012), para selecionar as possíveis variáveis instrumentais (*Vot4*) e (*Tot4*) para a decisão da empresa possuir ou não o acordo de acionistas, as quais representam, respectivamente, o percentual de direitos de voto e os direitos de fluxos de caixa em posse do grupo controlador, com exceção das ações em posse do maior acionista.

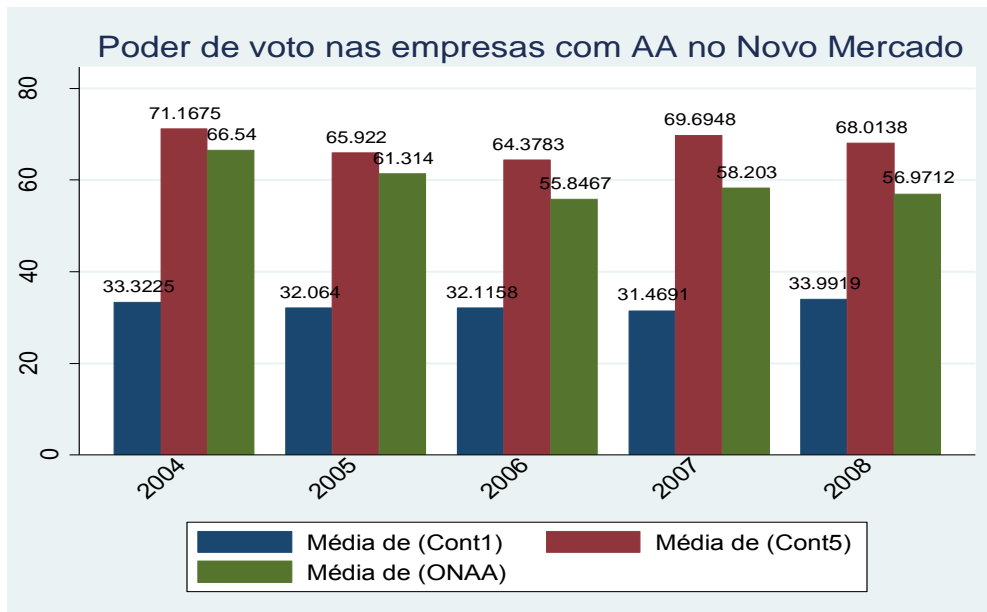
Os principais determinantes identificados, os quais ainda não foram encontrados para as empresas brasileiras, foram: 1- emissão de duas classes de ações (*Dual*), a qual apresentou relação negativa com a razão de probabilidade de a empresa manter acordo de acionistas, o que sugere o efeito substituição entre os mecanismos de alavancagem de controle; 2- a presença de um investidor institucional, definida pela variável (*Large*), tal

como uma instituição financeira, representada por um banco ou por um fundo de pensão, tendo sido identificado que é provável que esses investidores formalizem acordos entre acionistas nas empresas brasileiras, conforme identificado nas regressões 1, 2 e 3, e (3) a variável binária relacionada à presença ou não da estrutura piramidal de controle (*Pyr*), a qual assumiu valor positivo e estatisticamente significativa nas três regressões, o que sugere que o acordo de acionistas seja um mecanismo complementar à estrutura indireta de controle nas empresas brasileiras. Uma possível interpretação a partir dos resultados apresentados é a de que os grupos empresariais, o que inclui a participação de investidores institucionais, tendem a escolher o acordo de acionistas para efetivarem as suas participações na estrutura de propriedade das empresas brasileiras. No entanto, cabe destacar que o acordo de acionistas tem maior razão de probabilidade de existir nas empresas que emitem apenas ações ordinárias.

Um novo resultado encontrado está relacionado ao fato de que foi possível identificar que o excesso de poder de voto do maior acionista controlador (*Wedge1*) apresentou relação positiva com a razão de probabilidade de a empresa manter acordo de acionistas, o que sugere que, embora a relação negativa entre o percentual de voto do maior acionista (*Cont1*) tende a ser seja negativamente relacionado com a decisão de ter acordo de acionistas, o seu excesso de poder de voto, quando há a emissão de duas classes de ações, pode ser uma fonte de conflitos de agência mesmo entre os participantes do acordo. A relação negativa encontrada para variável (*Tot1*) na regressão 1 também representa que um maior percentual de direitos de fluxo de caixa em posse do maior investidor está negativamente associado com a sua decisão de praticar acordo de acionistas, o que também confirma a interpretação anterior. Outra evidência encontrada que confirma esses resultados foi a de que, em média, o maior acionista controlador tende a ter mais da metade do total de ações com direito a voto pertencente ao grupo de investidores praticantes do acordo de acionistas, conforme demonstrado no gráfico 11.

As evidências apresentadas no gráfico 11 sinalizam que o maior acionista controlador tende a abrir mão de parte do percentual de voto quando decide praticar o acordo de acionistas, porém ele tende a manter a maioria do percentual de controle ou, ainda, um maior excesso de poder de voto com a prática do acordo de acionistas caso haja a emissão de duas classes de ações.

Gráfico 11 - Poder de voto nas empresas listadas no Novo Mercado que têm acordo de acionistas (AA)



Fonte – Elaborado pelo autor da tese com os dados da pesquisa.

A análise do gráfico 11 mostra que, nas empresas do Novo Mercado que têm acordo de acionistas, o maior acionista controlador tem, em média, um percentual ligeiramente maior que 50% das ações com direito a voto pertencentes ao grupo de investidores participantes do acordo. Verifica-se essa evidência em todos os anos observados. Esse resultado sugere que é possível existirem dois tipos de conflitos de agência nas empresas com acordo de acionistas e que são listadas no Novo Mercado, tais como: 1- entre os próprios investidores praticantes do acordo de acionistas, uma vez que o maior investidor tende a ter a maioria do poder de voto em relação ao total de ações ordinárias do grupo controlador praticante do acordo. Conforme já destacado por Zwiebel (1995), o possível conflito de interesses entre os acionistas controladores se justifica pela busca de maior acesso aos benefícios privados de controle, o que permite argumentar que tais benefícios podem ser divisíveis e que, possivelmente, o acionista controlador tenha maior chance de assumir os direitos residuais não previstos no acordo de acionistas, e 2- entre os acionistas participantes do acordo e os demais acionistas que não participam da coalizão formal.

Outros determinantes encontrados na tabela 26 foram similares aos já identificados por Carvalho (2012), tais como o tamanho da empresa ($LnAr$), o qual apresentou relação positiva com a decisão de ter acordo de acionistas, e a decisão de listagem das ações no Novo Mercado (NM), a qual também apresentou sinal positivo. A relação positiva entre rentabilidade (Roa) e a decisão de ter acordo de acionistas também foi positiva, porém não foi estatisticamente significativa. Já as variáveis ($Vot4$) e

(*Tot4*) também apresentaram resultados consistentes com aqueles já apresentados por Carvalho (2012) e sugerem que um maior percentual de ações em posse do grupo controlador, com exceção das ações em posse do maior acionista, tende a ser positivamente relacionado com o acordo de acionistas, o que é consistente com o sinal negativo encontrado para a variável (*Cont1*)³².

Em relação aos possíveis determinantes da emissão de duas classes de ações nas empresas brasileiras, os resultados foram apresentados no Capítulo 4, na Seção 4.4.2, na tabela 21.

Tabela 21 - Determinantes de emissão de duas classes de ações (*Dual*)

Variável: <i>Dual</i>	1	2	3	4
β_0 – Intercepto	0,003	-2,47***	0,80**	-2,06***
β_1 – Nome	0,41***	0,49***	0,48***	0,51***
β_2 – Cont1	0,008***	-	0,007***	-
β_3 – Cont5	-	0,03***	-	0,03***
β_4 – LnAt	0,02	0,04**	-0,007	0,02
β_5 – DivAt	-0,006***	-0,006***	-0,008***	-0,008***
β_6 – ROA	-0,003	-0,005	-0,005	-0,004
β_7 – IGC	-1,33***	-1,14***	-1,12***	-0,92***
β_8 – Tang	0,01***	0,009***	0,002**	0,001
β_9 – Setor	Não	Não	Sim	Sim
β_{10} – Nat	Não	Não	Sim	Sim
β_{11} – Ano	Não	Não	Sim	Sim
N	2997	2997	2997	2997
Pseudo R2	0,26	0,36	0,36	0,46
LR (Prob)	0,000	0,000	0,000	0,000

(***), (**) e (*) representam os sinais de significância estatística a 1%, a 5% e a 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota - Na tabela 21 apresentam-se os resultados relacionados aos possíveis fatores que afetam a escolha pela utilização de ações sem direito a voto como instrumento de alavancagem de controle nas empresas brasileiras. Utilizou-se a métrica binária (*Dual*) como variável dependente e, como variáveis de controle, foram incluídas as seguintes: variável binária relacionada à existência ou não do nome do maior acionista controlador no nome da empresa (*Nome*), percentual de ações com direito a voto do maior (*Cont1*) e dos cinco maiores acionistas (*Cont5*), tamanho da empresa (*LnAt*), endividamento (*DivAt*), rentabilidade sobre o ativo (*ROA*), adesão aos níveis de governança corporativa (*IGC*), tangibilidade dos ativos (*Tang*), e variáveis *dummies* relacionadas ao setor de atuação da empresa (*Setor*), à natureza do acionista controlador (*Nat*) e aos efeitos fixos do tempo (*Ano*). Conforme utilizado por Gompers *et al.* (2010), optou-se pelo método Probit, com a estimação robusta para estimar os parâmetros.

Os resultados mostram que as variáveis relacionadas à adesão a um dos níveis diferenciados de governança corporativa (*IGC*) e à existência ou não do nome do maior acionista controlador na razão social da empresa (*Nome*) são os principais

³² A relação positiva entre a variável (*Cont1*) e a probabilidade de a empresa praticar o acordo de acionistas foi encontrada por Carvalho (2012) e, possivelmente, as diferenças entre os critérios metodológicos adotados sejam as causas da divergência de resultados. Por exemplo, Carvalho (2012) considerou o período de 1995 a 2009 e, na presente pesquisa, analisou uma amostra no período de 2000 a 2012.

determinantes de emissão de duas classes de ações no mercado brasileiro, tendo os seus coeficientes (β_7) e (β_1), negativo e positivo, respectivamente, apresentado maiores razões de probabilidades, sendo ambas estatisticamente significantes. O sinal negativo para a variável (*IGC*) já era esperado, uma vez que essa variável leva em conta os incentivos à equalização dos direitos entre acionistas controladores e minoritários, especialmente no segmento do Novo Mercado, no qual as empresas têm a restrição de emitir apenas ações com direito a voto. Em relação à variável (*Nome*), os resultados da tabela 21 estão coerentes com aqueles apresentados por Gompers, Ishii e Metrick (2010) de que um instrumento poderoso para determinar a emissão de duas classes de ações é a existência do nome do maior acionista controlador no nome da empresa, o que representa o poder de participação pessoal nos negócios da empresa e que tende a ser um sinal de que há um elevado valor de benefícios privados de controle. Resultados semelhantes já foram também encontrados, inicialmente, por DeAngelo e DeAngelo (1985) e, em trabalhos mais recentes, como os de Smart e Zutter (2003) e de Smart, Thirumalai e Zutter (2008), tendo estes sido realizados no mercado dos EUA.

Como outros determinantes, verifica-se que as variáveis (*Cont1*) e (*Cont5*) apresentaram sinais positivos e estatisticamente significantes com a decisão desses acionistas controladores de praticarem a alavancagem do poder de voto por meio da emissão de ações preferenciais, o que é consistente com o efeito entrincheiramento. Identificou-se que a mesma relação foi obtida para a variável (*Tang*), o que indica que empresas com maiores investimentos em ativos tangíveis são mais suscetíveis de adotarem duas classes de ações, possivelmente devido ao menor interesse de investir em ativos intangíveis, tais como em pesquisa e em desenvolvimento, por parte das empresas cujos acionistas controladores têm maior propensão ao entrincheiramento. Já a variável (*DivAt*) apresentou sinal negativo e estatisticamente significativo, indicando que os acionistas controladores de empresas que têm maiores níveis de endividamento têm menores chances de utilizar o mecanismo de duas classes de ações para alavancar o poder de voto, possivelmente devido a restrições por parte dos bancos. Por fim, verificou-se que a variável (*ROA*) não foi estatisticamente significativa em nenhuma das regressões, embora sugira relação negativa com a probabilidade de a empresa ter duas classes de ações. Ao incluir as variáveis de efeitos fixos relacionados ao setor da empresa, à natureza do acionista controlador e aos efeitos fixos do tempo, verifica-se que os resultados foram mantidos, com exceção da variável (*LnAt*), a qual tende a ter

probabilidade positiva, porém deixou de ser estatisticamente significativa após a inclusão das variáveis de efeitos fixos em nível da empresa e em nível macroeconômico.

Após identificar os possíveis determinantes da decisão das empresas de manter acordo de acionistas, bem como de emitir duas classes de ações, esses resultados foram utilizados no segundo passo do modelo de Heckman, para verificar o possível efeito desses mecanismos de alavancagem do poder de voto sobre o desempenho financeiro das empresas. Os resultados são apresentados na tabela 27, cujos dados mostram que as variáveis binárias emissão de duas classes de ações (*Dual*) e acordo de acionistas (*AA*) apresentam viés de autosseleção da amostra. Essas evidências são constatadas ao verificar a significância estatística dos parâmetros β_8 e β_9 , ambos para a variável (*Lambda*), nas regressões 5 e 6, respectivamente.

Tabela 27 - Acordo de acionistas, emissão de duas classes de ações, percentual de conselheiros externos e valor da empresa

Variável: <i>Q</i> de Tobin	RE				Modelo de Heckman	
	1	2	3	4	5	6
β_1 – Out	0,14	0,41***	0,20**	0,21*	0,35***	0,48***
β_2 – AA	0,06**				0,06**	-0,43***
β_3 – Dual	-0,34***				-0,58***	-0,22***
β_4 – Out*AA		0,06***				
β_5 – Out*Dual		-0,003***				
β_6 – AA*Dual			-0,02			
β_7 – Out*AA*Dual				-0,03		
β_8 – Lambda (Dual)					0,16**	
β_9 – Lambda (AA)						0,33***
β_{10} – VC	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N (obs)	2788	2788	2788	2788	2782	2788
N (grupos)	409	409	409	409	-	-
R2	-	-	-	-	-	-
Wald test	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

(***), (**) e (*) representam os sinais de significância estatística a 1%, a 5% e a 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota - Nesta tabela apresentam-se os resultados da relação entre o percentual de conselheiros externos, a emissão de duas classes de ações, o acordo de acionistas e o valor de mercado da empresa *Q* de Tobin. Os resultados foram gerados a partir da estimação via modelo de efeitos aleatórios (regressões de 1 a 4). A escolha pelo modelo de efeitos aleatórios levou em conta os testes desenvolvidos por Schaffer e Stillman (2010). Em ambos os métodos de estimação foi utilizado o método de estimação robusta, segundo o método de White (1980). Em seguida, aplicou-se o modelo de Heckman, de duas etapas, o qual levou em conta, na regressão 5, a variável instrumental para a emissão de duas classes de ações (*Dual*), a variável (*Nome*), conforme também utilizado por Gompers, Ishii e Metrick (2010); já, na regressão 6, seguiu-se o trabalho de Carvalho (2012) para utilizar as variáveis (*Vot4*) e (*Tot4*) como possíveis instrumentos da variável acordo de acionistas (*AA*). Como variáveis de controle (*VC*), levaram-se em conta o tamanho da empresa (*LnAt*), o percentual de voto do maior acionista (*Cont1*), o endividamento (*DivAt*), a rentabilidade operacional (*ROA*), a liquidez das ações (*liquidez*) e os conjuntos de variáveis binárias relacionados ao setor da empresa, ao tipo de acionista controlador e aos efeitos fixos do tempo. Embora não divulgados, os principais resultados foram similares quando se utilizaram outros conjuntos de variáveis de controle, ou a métrica (*P/B*), como variável dependente.

Verifica-se, na tabela 27, que o coeficiente β_3 da variável (*Dual*) exerce influência negativa sobre a variável Q de Tobin, independentemente do modelo de estimação utilizado. Em relação à variável acordo de acionistas (*AA*), esta apresentou significância estatística, porém com sinais diferentes, conforme o modelo estimado. O sinal negativo da influência dessa variável sobre o Q de Tobin foi encontrado após levar em conta o possível viés de autosseleção, tal como proposto pelo modelo de Heckman, conforme apresentado na regressão 6. Interpreta-se que o coeficiente β_9 da variável (*Lambda*) na regressão 6, o qual apresentou sinal positivo e estatisticamente significativo, sugere que as regressões que não levam em conta o viés de autosseleção tendem a superestimar o efeito da variável relacionada ao acordo de acionistas (*AA*) sobre o Q de Tobin, tal como identificado nas regressões 1 e 5. Mesmo após levar em conta os possíveis efeitos positivos do acordo de acionistas, o efeito negativo identificado por β_2 na regressão 6 tende a ser maior que o efeito positivo identificado pelo coeficiente β_9 , também na regressão 6. Esses resultados indicam que o acordo de acionistas tende a ser um mecanismo de alavancagem do poder de voto quando os acionistas controladores preferem adotar a prática do entrincheiramento. A influência negativa do acordo de acionistas sobre a variável Q de Tobin contraria os resultados apresentados por Carvalho (2012), o qual encontrou relação positiva entre as variáveis *AA* e *Price to Book*.

De forma análoga à análise do efeito do acordo de acionistas sobre o Q de Tobin, o coeficiente β_8 da variável *Lambda* referente à emissão de duas classes de ações (*Dual*), na regressão 5, foi positivo e estatisticamente significativo, representando que também há o viés de autosseleção na decisão de emitir duas classes de ações, o qual tende a ser superestimado, caso esse viés não seja considerado. Assim, identifica-se que, mesmo após levar em conta os possíveis efeitos positivos que a emissão de duas classes de ações exerça sobre o Q de Tobin, os quais estão relacionados com variáveis não observadas, o seu efeito final sobre a variável dependente tende a ser negativo, conforme identificado por β_3 na regressão 5.

Já, para a variável relacionada ao percentual de membros externos no conselho de administração (*Out*), o seu coeficiente apresentou sinal positivo e estatisticamente significativo em todas as regressões. Quando se levou em conta a variável de interação entre as métricas (*Dual*) e (*Out*), o seu coeficiente, representado por β_5 , apresentou sinal negativo e estatisticamente significativo, conforme identificado na regressão 2. Vale ressaltar que, após levar em conta essa variável de interação, a sensibilidade da

influência do percentual de conselheiros externos sobre o valor da empresa aumentou substancialmente, o que reforça os argumentos de que um maior percentual de conselheiros externos tende a ser mais efetivo quando os acionistas controladores não praticam a alavancagem do poder de voto por meio da emissão de duas classes de ações. Essa interpretação é obtida ao verificar que a influência positiva da variável (*Out*) se torna maior quando se levam em conta as interações entre (*Out*AA*) e (*Out*Dual*), tal como identificado pelos coeficientes β_4 e β_5 , na regressão 2. Interpreta-se que o conjunto dessas evidências não rejeita a hipótese de que, tanto a emissão de duas classes de ações, quanto o acordo de acionistas tendem a enfraquecer o poder decisório dos conselheiros externos. Alternativamente, argumenta-se que os conselheiros externos tenderiam a uma obediência indevida aos acionistas controladores que utilizam mecanismos de alavancagem do poder de voto para praticarem o entrincheiramento.

Como análise de robustez, estimou-se a equação 3.2 com a métrica contábil (*ROA*) como variável dependente, em vez da variável *Q* de Tobin, e os resultados foram economicamente semelhantes, uma vez que se obteve maior semelhança nos sinais dos coeficientes, porém com menor significância estatística. Além da variável (*ROA*), foram utilizadas diferentes métricas contábeis, tais como a margem operacional em relação às vendas líquidas (*Ebit/Sales*) e o crescimento das vendas ($\Delta Rec.$), e os resultados foram similares aos apresentados para a variável (*ROA*)³³. Para verificar a consistência do resultado que o efeito negativo da variável relacionada ao acordo de acionistas exerce sobre o valor de mercado e o desempenho financeiro da empresa, foram estimadas as regressões que levam em conta o modelo de variáveis instrumentais de dois estágios (MQ2E), conforme são apresentadas no apêndice B (tabela 45). Os resultados da tabela 45 também sugerem que é negativa a relação entre acordo de acionistas e o valor de mercado/desempenho financeiro da empresa, e os resultados gerados sem considerar a endogeneidade nessa relação podem ser considerados viesados e inconsistentes.

Em relação aos dados da tabela 28, eles mostram que existe relação entre os mecanismos de alavancagem do poder de voto e a substituição do principal executivo da empresa (*CEO*). O sinal positivo do coeficiente β_1 , o qual foi significativo em todas as

³³ Conforme apresentada no apêndice B (tabela 44), estimaram-se as regressões da tabela 27 com a métrica contábil (*ROA*) como variável dependente, e os resultados foram economicamente semelhantes, uma vez que se obteve maior semelhança nos sinais dos coeficientes, porém com menor significância estatística. Do mesmo modo, os resultados dessas regressões, porém utilizando o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), também estão no apêndice B (tabela 43) desta tese.

regressões, indica que um maior percentual de conselheiros externos está associado com maior razão de probabilidade de substituição do CEO, e essa variável mostra ser o principal determinante de *turnover* nas empresas brasileiras, mesmo após controlar efeito negativo e estatisticamente significativo da variável Q de Tobin, com a defasagem de um período, conforme identificado pelo coeficiente β_0 , em todas as regressões. No entanto, a probabilidade do percentual de conselheiros externos em substituir o CEO torna-se negativa em empresas que mantêm acordo de acionistas, ou quando o CEO participa do conselho de administração, seja presidindo o conselho de administração (*Chairman*), seja ocupando qualquer um dos assentos (*Ceob*). Essas evidências foram confirmadas ao verificar que os coeficientes β_4 , β_6 , β_7 e β_8 foram negativos e estatisticamente significantes em todas as regressões realizadas.

Tabela 28 - Determinantes da substituição do principal executivo da empresa (CEO)

Turnover-CEO	1	2	3	4	5	6	7
β_0 - L1.Q de Tobin	-0,29**	-0,27*	-0,30**	-0,28*	-0,30**	-0,28*	-0,30**
β_1 - Out	3,81***	3,17***	3,92*	3,39***	1,86**	3,23***	1,72*
β_2 - AA	-0,42*	-0,36	-	-	-	-	-
β_3 - Dual	-0,32	-0,38	-	-	-	-	-
β_4 - Out*AA	-	-	-0,53**	-0,45*	-0,47*	-	-
β_5 - Out*Dual	-	-	-0,001	-0,00	-0,001	-	-
β_6 - Out*AA*Dual	-	-	-	-	-	-0,44*	-0,45*
β_7 - Out*CEOdu	-	-0,75**	-	-0,73**	-	-0,74**	-
β_8 - Out*CEOb	-	-	-	-	-1,21***	-	-1,22***
β_9 - Cont1	-0,000	0,001	-0,001	-0,000	0,000	0,000	0,001
β_{10} - LnAt	0,26	0,25	0,29	0,28	0,33*	0,27	0,31*
β_{11} - IGC	-0,13	-0,24	-0,09	-0,20	-0,14	-0,21	-0,16
β_{12} - DivCP	0,000	0,000	0,000	0,000	-0,000	0,000	0,000
N	1424	1406	1424	1406	1424	1406	1424
N. grupos	193	192	193	192	193	192	193

(***), (**) e (*) representam os sinais de significância estatística a 1%, a 5% e a 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota - Apresentam-se, na tabela 28, os resultados das regressões *Logit* para identificar os possíveis determinantes da substituição do principal executivo da empresa (CEO). Para tanto, as regressões foram estimadas utilizando-se o modelo de efeitos fixos. A escolha pelo modelo de efeitos fixos levou em conta o teste de Hausman.

Enquanto as variáveis (*Dual*) e (*AA*) tendem a apresentar relação negativa com o *turnover* do CEO, verifica-se que apenas a variável (*AA*) foi estatisticamente significativa, conforme demonstrado pelo coeficiente β_2 , na regressão 1. Uma possível explicação para a não significância estatística do coeficiente β_2 , da variável (*AA*) na regressão 2 pode ser a inclusão da variável de interação (*Out*CEOdu*) no modelo de regressão 2, pois a possível preferência pelo entrincheiramento dos acionistas controladores pareceu ser efetivada via enfraquecimento do poder decisório dos conselheiros externos, especialmente quando o CEO participa do conselho de

administração, seja como o presidente (*chairman*), seja quando ele ocupa qualquer um dos assentos (*CEOb*).

Os dados da tabela 28 mostram, ainda, que um maior percentual de poder de voto em posse do maior acionista controlador não está relacionado com a substituição do principal executivo, o que sugere que o *turnover* seja praticado por influência de outros mecanismos, especialmente por meio do maior percentual de conselheiros externos, mas com a condição de não existir acordo entre acionistas, e/ou de o CEO não participar do conselho de administração. Em relação às variáveis de controle, verificou-se que apenas o tamanho da empresa (*LnAt*) tende a ser um possível fator que afeta positivamente a substituição do CEO nas empresas brasileiras, conforme identificado pelo coeficiente β_{10} , nas regressões 5 e 7, o qual foi estaticamente significativo. Já o coeficiente das variáveis (*IGC*) não apresentou significância estatística, sinalizando que as outras práticas de governança corporativa incluídas nos níveis diferenciados não afetam o *turnover*, talvez pelo fato de o poder decisório estar concentrado nos agentes, tais como os conselheiros e acionistas controladores. Por fim, identificou-se que o coeficiente da variável (*DivCP*) também não foi estatisticamente significativo, o que sugere que a participação do capital de terceiros, via endividamento de curto prazo, não seja um determinante de substituição do CEO nas empresas brasileiras.

Já os dados da tabela 29 permitem verificar a sensibilidade do investimento da empresa ao fluxo de caixa e às oportunidades de investimento, após levar em conta as variáveis binárias acordo de acionistas (*AA*) e emissão de duas classes de ações (*Dual*).

Verifica-se, na tabela 29, que os investimentos em empresas que têm acordo de acionistas estão positivamente relacionados com uma maior dependência do fluxo de caixa da empresa, o que sugere que a prática do acordo de acionistas tende a aumentar as restrições financeiras. Esse resultado foi estatisticamente significativo para o parâmetro β_4 na regressão 1. Por outro lado, as empresas que não têm acordo de acionistas tendem a apresentar maior sensibilidade do investimento às oportunidades de investimento mensuradas pela variável (*Price to Book*), conforme identificado pelo coeficiente β_2 , em vez de sensibilidade ao fluxo de caixa, o qual apresentou relação negativa e estatisticamente significativa.

Tabela 29 - Acordo de acionistas, emissão de duas classes de ações e sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa e às oportunidades de investimento da empresa

Variável - Capex/Sales _t	1	2	3	4
$\beta_1 - L1.Capex/Sales$	0,15***	0,15***	0,16***	0,15***
$\beta_2 - CF_{t-1}$ (ebit/sales)	-0,28***	-0,10**	-0,10**	-0,08*
$\beta_3 - P/B_{t-1}$	0,03***	0,04***	0,03***	0,03***
$\beta_4 - (CF*Dual)_{t-1}$	0,27***			
$\beta_5 - (P/B*Dual)_{t-1}$	-0,00			
$\beta_6 - (CF*AA)_{t-1}$		0,15*		
$\beta_7 - (P/B*AA)_{t-1}$		-0,03***		
$\beta_8 - (CF*AA*Dual)_{t-1}$			0,11	
$\beta_9 - (P/B*AA*Dual)_{t-1}$			-0,01	
$\beta_{10} - (CF*AA*NM)_{t-1}$				0,27
$\beta_{11} - (P/B*AA*NM)_{t-1}$				-0,05**
$\beta_{12} - VC$	Sim	Sim	Sim	Sim
N (obs)	2065	2072	2091	2072
R2	0,14	0,13	0,13	0,13
Wald test	0,000	0,000	0,000	0,000

(***), (**) e (*) representam os sinais de significância estatística a 1%, a 5% e a 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota - Na tabela 29 apresentam-se os resultados da equação 3.5, a qual propõe identificar se as diferentes estratégias de alavancagem do poder de voto, tais como a emissão de duas classes de ações (*Dual*) e o acordo de acionistas (*AA*) afetam a sensibilidade do investimento (*Capex/Sales*) ao fluxo de caixa (*CF*) e às oportunidades de investimento das empresas (*Price to book*, *P/B*). Optou-se seguir a metodologia utilizada por McLean et al. (2012), os quais aplicaram o método do MQO. Utilizou-se o procedimento de estimação robusta de White (1980). Como variáveis de controle (*VC*) foram utilizados o tamanho da empresa (*LnAt*), o endividamento (*DivAt*) e os conjuntos de variáveis binárias, indicando a natureza do acionista controlador (*Natu*), o setor em que a empresa está inserida (*Setor*) e os efeitos fixos do tempo.

Interpreta-se que esses resultados não descartam os argumentos de que, no Brasil, a prática da emissão de duas classes de ações está associada com as restrições financeiras nas empresas cujos acionistas optam por adotar esse mecanismo de alavancagem do poder de voto. Outra possível explicação é que, nas empresas nas quais há emissão de duas classes de ações, há uma menor acurácia da precificação das ações em relação às oportunidades de investimento delas, o que aumentaria a probabilidade de os fluxos de caixa apresentarem um maior poder informacional. Essas explicações estão coerentes com os argumentos apresentados por Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) e Almeida e Campello (2002), os quais argumentam que a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa tende a aumentar diante das restrições de acesso a financiamento em mercados de capitais imperfeitos.

Quando se levou em conta a prática do acordo de acionistas (*AA*), tal como identificado na regressão 2, verificou-se que se torna mais robusto o argumento de que esse acordo tende a ser um mecanismo substituto da emissão de duas classes, em ordem de alavancar o poder de voto dos acionistas controladores. Essa inferência se deve ao fato de que o acordo de acionistas apresentou resultados semelhantes àqueles

encontrados para a variável de duas classes de ações, sendo também um fator que está positivamente associado com as restrições financeiras das empresas, devido à maior sensibilidade dos investimentos ao fluxo de caixa, em vez de serem sensíveis às oportunidades de investimento. Nas regressões 3 e 4, a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa para as empresas que mantêm acordo de acionistas e emissão de duas classes de ações, bem como para as empresas que mantêm acordo de acionistas e estão no Novo Mercado também foi positiva, porém sem significância estatística como observado nos parâmetros β_8 , e β_{10} .

Já os resultados obtidos a partir dos parâmetros β_7 , e β_{11} , os quais foram estatisticamente significantes, indicam que a sensibilidade dos investimentos às oportunidades de investimento em empresas que mantêm acordo de acionistas tendem a ser negativas ($\beta_7 = -0,03$), especialmente para as empresas que mantêm tal acordo e estão inseridas no Novo Mercado ($\beta_{11} = -0,05$). Interpreta-se que esses resultados sugerem que a adoção do acordo de acionistas seja uma possível estratégia que os acionistas controladores utilizam para praticarem o entrenchamento, especialmente no segmento do Novo Mercado, no qual não é possível a emissão de duas classes de ações. Como análise de robustez, testaram-se as regressões apresentadas na tabela 29, utilizando a métrica (*Capex/Ativo*) como variável dependente e, embora não reportados, os principais resultados foram mantidos.

5.5 Conclusões do capítulo

Objetivou-se, neste trabalho, verificar se existe relação entre os mecanismos de alavancagem do poder de voto e a efetividade dos membros externos do conselho de administração em aumentar o desempenho financeiro nas empresas brasileiras. A principal conclusão foi a de que o acordo de acionistas é um mecanismo substituto à emissão de classes de ações, a qual tende a ser utilizada quando há a concessão do poder de voto a todos os acionistas. Além disso, verificou-se que ambos os mecanismos são negativamente associados com o desempenho financeiro das empresas brasileiras. Essa conclusão foi reforçada após verificar que o acordo de acionistas está negativamente associado, tanto com o *turnover* do CEO, quanto com a influência negativa da efetividade dos conselheiros externos em monitorar o principal executivo da empresa. Além disso, a formalização do acordo entre os acionistas está positivamente associada com restrições financeiras nas empresas, as quais tendem a exacerbar os custos de

agência decorrentes da dependência do fluxo de caixa para a realização dos investimentos nas empresas que adotam tal prática. Considera-se que essas conclusões estejam alinhadas com os principais argumentos defendidos por Morck (2008) e por Gorga e Gelman (2012).

Infere-se, a partir dessas principais evidências que, embora o mecanismo de duas classes de ações esteja seguindo uma tendência de desuso ao longo dos anos, um novo custo de agência tem surgido, possivelmente, em decorrência do excesso de alinhamento de interesses entre os acionistas controladores, os conselheiros externos e o principal executivo da empresa (*CEO*), em vez da dissidência, a qual é defendida pela teoria da agência. O possível excesso de alinhamento identificado refere-se, tanto aos participantes do acordo de acionistas, quanto aos conselheiros externos, os quais tendem a ser ineficazes em aumentar o valor da empresa e em monitorar o CEO, quando os acionistas controladores utilizam diferentes mecanismos de alavancagem do poder de voto, tais como a emissão de duas classes de ações ou o acordo de acionistas. Considera-se que a identificação desse possível novo custo de agência, relacionado à obediência indevida à autoridade, conforme destacado por Morck (2008), sugere que a dissidência entre o acionista controlador e os agentes externos, tais como investidores e conselheiros, possa ser um aspecto que agregue valor à qualidade da governança corporativa no Brasil, especialmente nas empresas em que o acionista controlador seja capaz de adotar mecanismos substitutos de alavancagem do poder de voto, os quais constituem os possíveis canais que permitem a prática do entrincheiramento.

Sugere-se que futuros trabalhos explorem possíveis novos mecanismos de alavancagem do poder de voto, especialmente quando há a concessão do direito de voto a todas as ações, tal como é verificado nas empresas pertencentes ao Novo Mercado. Além disso, recomenda-se que futuros estudos explorem a possível relação entre a independência do conselho de administração e a sensibilidade dos investimentos da empresa ao seu fluxo de caixa e/ou as suas oportunidades de investimento no mercado brasileiro.

6 RELAÇÃO ENTRE OS MECANISMOS DE ALAVANCAGEM DO PODER DE VOTO E A EFETIVIDADE DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS EM AUMENTAR O VALOR DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

RESUMO

A presença de investidores institucionais, tais como bancos e/ou fundos de pensão, no capital acionário das empresas tem sido apontada como uma possível solução para o desenvolvimento da governança corporativa. No entanto, considera-se que ainda há poucas e inconclusivas evidências que apontem se esses investidores são resistentes em alocarem seus recursos na empresa cujo acionista controlador pratica a alavancagem do poder de voto, e quais são as possíveis implicações desses investimentos no valor das empresas em mercados com baixa proteção legal aos investidores. Por isso, objetivou-se, neste capítulo, verificar se existe relação entre os mecanismos de alavancagem do poder de voto e a efetividade dos investidores institucionais, tais como bancos e fundos de pensão, mitigarem os conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários no mercado brasileiro. Para tanto, utilizaram-se testes univariados e modelos de dados em painel para um período amostral entre 2000 a 2012. As evidências sinalizaram que o excesso do poder de voto do maior acionista está positivamente associado com a presença de investidores institucionais no capital acionário e não há indícios de que tais investidores aumentem a probabilidade de substituição do CEO ou que aumentem o valor da empresa ou o seu desempenho financeiro. No entanto, há evidências de que a presença de investidores institucionais está associada com um maior endividamento, maior endividamento de longo prazo e com menor custo da dívida da empresa. Esses resultados sugerem que o acionista controlador seja capaz de praticar o entrincheiramento, seja com os recursos provenientes do capital acionário, seja com os recursos do capital de terceiros, que tende a ser aumentado quando há a presença de investidores institucionais, tais como bancos ou fundos de pensão. Interpretou-se que essas evidências sugerem que a presença de investidores institucionais mitiga os conflitos de agência entre acionistas e credores, porém atua como outra possível fonte de alavancagem do poder de voto do acionista controlador, o que acentua o conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários.

Palavras-chave: investidor institucional, alavancagem do poder de voto, desempenho financeiro, valor da empresa.

ABSTRACT

The presence of institutional investors, such as banks and/or pension funds, on the firm's ownership structure has been appointed as a possible solution to develop the corporate governance at the firm level. However, we still know little whether these investors are resistant to allocate their resources in firms whose controlling shareholders are able to leverage their voting power, and what are the possible implications from these investments on the firm value in the markets with poor legal protection, as in the Brazilian stock market. Thus, this study aims to identify whether there is a relationship between leverage mechanisms of voting power and the institutional investors' effectiveness in mitigate the agency conflicts between controlling and minority shareholders in the Brazilian market. To this end, we take into account a panel with 3057 observations collected for the period between 2000 and 2012, and we used

univariate tests and panel data models. The main evidence suggest that the excess of the voting power owned by the largest shareholder is positively associated with the presence of institutional investors in the firm's ownership structure and there is no evidence that these investors increase firm value, nor its financial performance. In addition, we find no evidence that these investors improve the probability of CEO turnover. On the other hand, there is evidence that the presence of institutional investors is associated with a higher debt, higher long-term debt and lower cost of debt. These results suggest that the controlling shareholder is able to practice entrenchment, either with capital provided by equity or debt, which tends to be increased when there is the presence of institutional investors such as banks or funds pension. This evidence suggests that the presence of institutional investors mitigate the agency conflicts between shareholders and creditors, however, acting as another possible indirect source of the voting power of the controlling shareholder, which accentuates the agency conflict between controlling and minority shareholders in the Brazilian stock market.

Keywords: institutional investors, leverage of the voting power, firm's financial performance, firm's value.

6.1 Introdução

A presença de investidores institucionais é apontada como uma possível solução para melhorar a qualidade da governança corporativa praticada no âmbito da empresa. No entanto, ainda são inconclusivas as evidências sobre a efetividade desses investidores em mitigar o principal conflito de agência em mercados com elevada concentração acionária, como acontece entre o acionista controlador e os acionistas minoritários, no mercado brasileiro³⁴. Por isso, objetiva-se, neste capítulo, verificar se existe relação entre os mecanismos de alavancagem do poder de voto e a efetividade dos investidores institucionais, tais como fundos de pensão ou bancos, mitigarem os conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários no mercado brasileiro.

Do ponto de vista teórico, na literatura encontram-se diferentes perspectivas sobre a importância da participação de grandes investidores no capital acionário das empresas. Grossman e Hart (1980), por exemplo, destacam que a presença de um grande investidor pode ser uma solução para resolver o problema relacionado ao *free-rider* que é encontrado em empresas com estruturas dispersas de propriedade. Essa visão também é compartilhada por Jensen e Meckling (1976), já que estes autores argumentam que a presença de um grande investidor é suficiente para garantir o monitoramento do CEO em favor de todos os acionistas. Já Shleifer e Vishny (1986) argumentam que, mesmo na presença de um grande investidor, o baixo monitoramento irá continuar, pois esse investidor tem incentivos para proteger apenas os direitos de suas ações, cujo esforço será reduzido com maior proteção legal aos investidores. Nesse sentido, os argumentos de Jensen e Meckling (1976) e de Grossman e Hart (1980) parecem admitir a premissa de que existe uma forte proteção legal no país. Embora estas perspectivas teóricas apontem custos e benefícios da presença de um grande investidor no capital acionário de uma empresa, considera-se que ainda não há uma teoria que explique por que os investidores institucionais, tais como bancos ou fundos de pensão, abrem mão da diversificação para alocarem os seus recursos nas empresas que têm estruturas concentradas de controle e com alto risco de expropriação aos acionistas minoritários.

³⁴ Diferentes trabalhos têm destacado a importância dos investidores institucionais para a efetividade da governança corporativa nas empresas, tais como os de Parrino, Sias e Starks(2003), Gillan e Starcks (2003), Ferreira e Matos (2008), McCahery, Sautner e Starks (2010), Chung e Zhang (2011), Aggarwal et al. (2011) e Iliev et al. (2015).

Do ponto de vista empírico, as evidências que sugerem uma relação positiva entre a presença de investidores institucionais e o seu ativismo em monitorar as decisões do acionista controlador e/ou do CEO contra o risco de expropriação aos acionistas minoritários parecem depender do nível de proteção legal no âmbito do país. Essa afirmação é fundamentada nas evidências encontradas por Li et al. (2006), em estudo realizado em 45 países. Além disso, o ativismo de investidores institucionais parece depender também da influência de investidores estrangeiros, especialmente oriundos de países com forte proteção legal, conforme constatado por Aggarwal et al. (2011), em pesquisa realizada em 23 países. As evidências e os argumentos em favor do ativismo de investidores institucionais também são encontrados em trabalhos como os de Parrino et al. (2003), Gillan e Starcks (2003), Ferreira e Matos (2008), McCahery, Sautner e Starks (2010), Chung e Zhang (2011) e Iliev et al. (2015). Cabe ressaltar que, em mercados onde predominam a presença de bancos como os principais investidores institucionais, as evidências apontam custos e benefícios de tal estrutura. Como exemplo, cita-se o trabalho de Morck, Nakamura e Shivdasani (2000), realizado no mercado japonês, o qual constatou que o valor da empresa tende a aumentar linearmente com a participação de investidores não financeiros no capital da empresa. A razão apontada pelos autores é a de que os bancos têm objetivos distintos para a maximização do valor da empresa, quando comparados com os interesses dos demais acionistas.

Já, em mercados nos quais são altos os riscos de expropriação do acionista controlador aos acionistas minoritários, considera-se que as evidências empíricas ainda não são suficientes para explicar se os investidores institucionais são efetivos em praticar o ativismo. Mesmo nesses mercados, a literatura aponta que os investidores institucionais escolhem empresas com melhores práticas de governança corporativa para alocar os seus recursos, conforme identificado por Giannetti e Simonov (2006), no mercado sueco, e por Leuz, Lins e Warnock (2009), em 29 países de economias emergentes.

No mercado brasileiro, Punsulvo, Kayo e Barros (2007) encontraram relação negativa entre a presença dos fundos de pensão no capital acionário das empresas e a qualidade da governança avaliada por um índice amplo. Os autores interpretaram que esse resultado sugere que existe uma relação de substituição entre a participação dos fundos de pensão e qualidade da governança corporativa medida por um índice amplo. As evidências encontradas por Punsulvo, Kayo e Barros (2007) contrastam com os resultados encontrados por Chung e Zhang (2011), em estudo realizado no mercado dos

EUA, no qual verificaram que a efetividade dos investidores institucionais depende de uma qualidade melhor de governança corporativa praticada pela empresa, o que sugere que sejam complementares a presença de investidores institucionais e a qualidade da governança corporativa no âmbito da empresa.

Embora exista uma tendência de maior participação dos investidores institucionais no capital acionário das empresas, constata-se que ainda é predominante no mercado brasileiro a presença de investidores institucionais domésticos, sejam fundos ou bancos de natureza pública ou privada. Essa afirmação é sustentada a partir das evidências de Lazzarini (2010), que sugerem que existe uma espécie de *small world* entre os proprietários das empresas brasileiras de capital aberto, em estudo realizado durante o período de 1995 a 2003. Segundo Lazzarini (2010), esses proprietários são grupos de negócios e o próprio governo, por meio de fundos públicos de pensão e empresas estatais.

No presente capítulo, após levar em conta um painel desbalanceado de dados construído para o período de 2000 a 2012, com as informações das empresas brasileiras, considera-se que são quatro as possíveis contribuições deste estudo. A primeira refere-se às evidências encontradas de que a presença de investidores institucionais é mais pronunciada nas empresas que praticam pelo menos um mecanismo de alavancagem do poder de voto, seja a emissão de duas classes de ações, seja a estrutura piramidal de controle, seja o acordo de acionistas. A segunda foi ao verificar se a presença do investidor institucional aumenta o valor para os acionistas, quando foi constatado que não existe uma relação estatisticamente significativa com a métrica Q de Tobin. Por outro lado, as evidências foram consistentes em indicar que as empresas investidas por pelo menos um investidor institucional tendem a apresentar um pior desempenho financeiro, mensurado pelo ROA . A terceira possível contribuição consiste em demonstrar possíveis razões para que o investidor institucional não seja efetivo em aumentar o valor/desempenho financeiro da empresa. As evidências não indicaram relação estatisticamente significativa entre a presença de investidores institucionais e o *turnover* do CEO. Interpreta-se que essas evidências não rejeitam os possíveis argumentos de que a presença de investidores institucionais no mercado brasileiro não seja efetiva em evitar que o maior acionista da empresa pratique o entrincheiramento e, conseqüentemente, proteja-se de uma possível tomada hostil de aquisição do controle. As evidências não rejeitam ainda a possível hipótese de que o acionista controlador dedique esforços para escolher o investidor institucional que deveria apresentar maiores

chances de monitorá-lo. Por fim, a quarta contribuição refere-se à tentativa de verificar quais são os possíveis benefícios para a empresa quando há a presença de investidores institucionais em sua composição acionária. Nesse sentido, verificou-se que há evidências de que a presença de investidores institucionais está associada com um maior endividamento geral, com maior endividamento de longo prazo e com um menor custo da dívida. Interpretou-se que esses resultados são inconsistentes com os argumentos de que a presença do investidor institucional, tal como uma instituição financeira, possa mitigar o conflito de agência entre acionista controlador e minoritário. Uma possível explicação é que o acionista controlador seja capaz de praticar o entrenchamento, seja com os recursos provenientes do capital acionário, seja com os recursos do capital de terceiros, que tende a ser aumentado com a presença de investidores institucionais. Considera-se que essas evidências não foram registradas na literatura sobre o tema.

Interpreta-se que os resultados alcançados neste capítulo contribuem para o alcance do objetivo geral desta tese, por demonstrarem que: 1- o acionista controlador é capaz de alavancar o seu poder de voto, inclusive via participação de investidores institucionais, o que garante a ele maior poder de negociação *ex post*, mesmo em casos em que há acordo de acionistas; 2- que os benefícios privados de controle sejam divisíveis entre o acionista controlador e os investidores institucionais, os quais, no caso, acentuariam o conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários.

O restante deste capítulo está estruturado da seguinte forma: na seção seguinte, apresentam-se a descrição da amostra, a definição das variáveis e o desenvolvimento dos modelos empíricos de pesquisa. Em seguida, apresentam-se a análise dos dados e as principais conclusões do estudo.

6.2 Metodologia

6.2.1 Amostra e coleta de dados

Da mesma forma como descrito nos capítulos anteriores, a amostra considerou um período de 13 anos, compreendido entre 2000 a 2012. Foram consideradas como observações válidas aquelas de empresas que apresentaram as informações suficientes para atender ao objetivo proposto neste trabalho. A justificativa para a escolha desse período foi considerar o maior número de dados possível após as principais alterações no ambiente legal e institucional, como a criação do Novo Mercado, ocorridas no início

da década de 2000. Para compor o grupo de empresas estudado, optou-se por excluir as instituições pertencentes ao setor financeiro. Essa restrição é justificada, uma vez que tais instituições apresentam contas diferenciadas em seus demonstrativos e características peculiares que impedem a comparação com outros setores. Com a finalidade de evitar efeitos inflacionários, os valores foram corrigidos pelo IGP na data base de 31 de dezembro de 2012.

A fonte utilizada para a coleta de dados referentes aos indicadores financeiros foi a Economática, ao passo que, para coletar as informações referentes à estrutura de propriedade e ao conselho de administração, recorreu-se ao *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Após o levantamento dos dados, foram excluídas as empresas que não apresentaram as informações necessárias para a realização da pesquisa. Assim, com o objetivo de obter maior base de dados, foi constituído um painel desbalanceado de dados em que a quantidade de observações por empresa variou de 1 a 13 períodos. Finalmente, o painel de dados foi composto por um total de 462 empresas, das quais se obtiveram 3.057 observações.

6.2.2 Desenvolvimento do modelo empírico e definição das variáveis

A classificação ampla de investidor institucional abrange qualquer tipo de investidor que não seja uma pessoa física. No entanto, conforme destacado por Aggarwal et al. (2011) e por Chung e Zhang (2011), os investidores institucionais, tais como bancos, companhias de seguro e fundos de pensão, têm fortes responsabilidades fiduciárias que os caracterizam como mais prováveis em melhorar a governança corporativa de uma empresa. Assim, para identificar as empresas que têm investidores institucionais no mercado brasileiro, leva-se em conta a variável *dummy* (*DLarg*) que assume o valor (1) se, pelo menos, um dos maiores acionistas da empresa for claramente denominado como um banco ou um fundo de investimento, de natureza pública ou privada, e assume o valor (0) em caso contrário.

Para a fundamentação do primeiro modelo empírico testado neste capítulo, levaram-se em conta os trabalhos elaborados por Giannetti e Simonov (2006), Li et al. (2006) e Leuz, Lins e Warnock (2009) os quais argumentam que os investidores institucionais escolhem as empresas com menores riscos de expropriação dos acionistas minoritários para alocar os seus recursos.

$$DLarg_{it} = \beta_0 + \beta_1 Cont1_{it} + \beta_2 Wedg1_{it} + \beta_3 AA_{it} + \beta_4 Pyr_{it} + \beta_5 Z_{it} + u_i + \eta_t + \varepsilon_{it}$$

(Eq. 4.1)

em que as variáveis (*Cont1*), (*Wedg1*), (*AA*) e (*Pyr*) se referem, respectivamente, à concentração acionária e ao excesso do poder de voto do maior acionista e à existência do acordo de acionistas e da estrutura piramidal de controle. Considera-se que essas sejam as principais variáveis independentes de interesse, as quais visam verificar se o risco de expropriação dos acionistas minoritários é um aspecto relevante que explica a presença dos investidores institucionais nas empresas brasileiras. Busca-se testar, por meio da equação (4.1), a validade da hipótese 1 de pesquisa.

Hipótese 1 - *A prática dos mecanismos de alavancagem do poder de voto do acionista controlador no mercado brasileiro está negativamente associada com a participação de investidores institucionais, tais como bancos e fundos de pensão, no capital acionário das empresas brasileiras.*

Para a fundamentação do segundo modelo empírico testado neste capítulo, levaram-se em conta os trabalhos desenvolvidos por Parrino, Sias e Starks (2003) e DeFond e Hung (2004), Giannetti e Simonov (2006), Li et al. (2006), Leuz, Lins e Warnock (2009), Aggarwal et al. (2011), Chung e Zhang (2011) e Iliev et al. (2015), os quais argumentam que a presença de investidores institucionais exerce influência positiva nas atividades de monitoramento dos *insiders* e, conseqüentemente, com um melhor desempenho financeiro das empresas e com maior chance de substituir o CEO conforme descrito nas equações (4.2) e (4.3), respectivamente.

$$Desemp_{it} = \beta_0 + \beta_1 DLarg_{it} + \beta_2 EP_{it} + \beta_3 EP * DLarg_{it} + \beta_4 Out_{it} + \beta_5 Out_{it} * DLarg_{it} + \dots + \beta_6 Z_{it} + u_i + \eta_t + \varepsilon_{it}$$

(Eq. 4.2)

$$Turnover_{it} = \beta_0 + \beta_1 Desemp_{it-1} + \beta_2 DLarg_{it} + \beta_3 EP_{it} + \beta_4 EP * DLarg_{it} + \beta_5 Out_{it} + \beta_6 Out * DLarg_{it} + \dots + \beta_7 Z_{it} + u_i + \eta_t + \varepsilon_{it}$$

(Eq. 4.3)

em que as variáveis dependentes $Desemp_{it}$ e $Turnover_{it}$ representam, respectivamente, as métricas de desempenho financeiro da empresa i no período t , e $Turnover$ representa a variável binária que assume o valor (1), se houve a substituição do CEO de uma empresa i no período t , em relação a $t-1$, e (0), caso contrário.

Destaca-se que, nas equações (4.2) e (4.3), as principais variáveis independentes são, em grande parte, as mesmas. Assim, ($DLarg$) é uma variável *dummy* que assume valor (1), se a empresa i tem em sua composição acionária pelo menos um investidor institucional no ano t e (0) em caso contrário; (EP) é um conjunto de variáveis relacionadas à estrutura de propriedade da empresa, especialmente à sua concentração acionária, tais como o percentual de voto do maior e dos cinco maiores acionistas ($Cont1$) e ($Cont5$), respectivamente, o excesso do poder de voto desses acionistas ($Wedg1$) e ($Wedg5$), ou a natureza familiar do acionista controlador (Fam). A variável (Out) representa o percentual de membros externos no conselho de administração e a variável ($Out*DLarg$) representa o termo de interação entre o percentual de conselheiros externos e a presença de investidores institucionais. O objetivo de incluir as variáveis relacionadas ao conselho de administração visa separar os possíveis efeitos que a presença de investidores externos exercem sobre as variáveis dependentes destacadas nas equações (4.1) e (4.2), seja diretamente ou via independência dos conselheiros.

Na equação (4.3) há o acréscimo da variável relacionada ao desempenho financeiro com a defasagem de um período ($Desemp_{t-1}$), a qual visa verificar a sensibilidade do *turnover* do CEO, diante de um possível pior desempenho financeiro da empresa.

O desenvolvimento das equações (4.2) e (4.3) visa realizar o teste das hipóteses 2 e 3, descritas a seguir.

Hipótese 2: *A participação de investidores institucionais, tais como bancos e fundos de pensão, no capital acionário das empresas brasileiras, está positivamente associada com o valor/desempenho financeiro destas.*

Hipótese 3: *A participação de investidores institucionais, tais como bancos e fundos de pensão, no capital acionário das empresas brasileiras, está positivamente associada com a substituição do principal executivo (CEO) da empresa.*

Finalmente, a fundamentação do quarto modelo empírico testado, o qual se divide em três equações, levou em conta a possibilidade de a presença do investidor institucional ser relevante para mitigar o possível conflito de agência entre acionistas e credores no mercado brasileiro. Por isso, as variáveis dependentes utilizadas referem-se ao volume da dívida, a maturidade e ao custo da dívida nas empresas brasileiras, conforme desenvolvido nas equações (4.4), (4.5) e (4.6).

$$\begin{aligned} DivB/At_{it} &= \beta_0 + \beta_1 DLarg_{it} + \beta_2 EP_{it} + \beta_3 EP * DLarg_{it} + \beta_4 Out_{it} + \beta_5 Out_{it} * DLarg_{it} + \dots \\ &\dots + \beta_6 Z_{it} + u_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad \text{(Eq. 4.4)}$$

$$\begin{aligned} DivCP/DT_{it} &= \beta_0 + \beta_1 DLarg_{it} + \beta_2 EP_{it} + \beta_3 EP * DLarg_{it} + \beta_4 Out_{it} + \beta_5 Out_{it} * DLarg_{it} + \dots \\ &\dots + \beta_6 Z_{it} + u_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad \text{(Eq. 4.5)}$$

$$\begin{aligned} Kd_{it} &= \beta_0 + \beta_1 DLarg_{it} + \beta_2 EP_{it} + \beta_3 EP * DLarg_{it} + \beta_4 Out_{it} + \beta_5 Out_{it} * DLarg_{it} + \dots \\ &\dots + \beta_6 Z_{it} + u_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad \text{(Eq. 4.6)}$$

Nas equações (4.4), (4.5) e (4.6), as variáveis dependentes são, respectivamente, o volume da dívida que é mensurado pelo percentual do endividamento em relação ao valor total dos ativos ($DivB/At$), a maturidade do endividamento calculada pela concentração da dívida de curto prazo em relação à dívida total da empresa ($DivCP/Dt$) e ao custo total da dívida (Kd), calculado pela razão entre despesas financeiras e o valor da dívida da empresa i no período t . Do mesmo modo que nas equações (4.2) e (4.3), o objetivo de incluir as variáveis relacionadas ao conselho de administração é separar os possíveis efeitos que a presença de investidores externos exerce sobre as variáveis dependentes destacadas nas equações (4.4), (4.5) e (4.6), seja diretamente, seja via independência dos conselheiros.

Em relação às demais variáveis de controle, as quais são inseridas nas equações (4.4), (4.5) e (4.6), elas são representadas pelo vetor Z_{it} , que é um conjunto de variáveis exógenas, tais como as características observáveis das empresas, e $u_i; \eta_t; \varepsilon_{it}$ são a heterogeneidade não observada e invariante no tempo, efeitos fixos do tempo e termo de erro aleatório, respectivamente.

A elaboração desses modelos empíricos levou em conta as evidências encontradas por Paligorova e Xu (2012), em estudo realizado nos países que compõem

o G-7. Esses autores verificaram que a dívida pode ser utilizada como um mecanismo adicional, utilizada pelos acionistas controladores, para acentuar os problemas de expropriação aos acionistas minoritários. Resultados semelhantes também foram encontrados no leste da Ásia e na Europa ocidental por Faccio, Lang e Young (2010) e na China por Liu e Tian (2012). No mercado brasileiro, Mendes-Da-Silva, Famá e Martelanc (2007) e Fernandes Júnior e Barros (2010) encontraram relação positiva entre concentração de votos do acionista controlador e volume do endividamento. Essas evidências estão coerentes com as descobertas por Faccio, Lang e Young (2010), Paligorova e Xu (2012) e por Liu e Tian (2012), e sugerem que, no Brasil, o aumento da dívida seja influenciado pela concentração de propriedade, e o aumento pode ser devido a duas justificativas: 1- a relação entre estrutura de propriedade e o endividamento pode ser classificada como complementar no papel de monitoramento dos gestores; e 2- o endividamento pode ser utilizado como fonte adicional de recursos nas mãos dos acionistas controladores e, segundo destacaram Faccio, Lang e Young (2010) e Liu e Tian (2012), acentua os conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários. Cabe destacar que essas possíveis explicações contrariam os argumentos desenvolvidos por Jensen e Meckling (1976) e Jensen (1986). O desenvolvimento das equações (4.4), (4.5) e (4.6) visa contribuir com essa breve literatura ao verificar se a presença de investidores institucionais seja um aspecto relevante em explicar o possível conflito de agência entre acionistas e credores e, possivelmente, entre acionistas controladores e minoritários.

Assim, a formulação das equações (4.4), (4.5) e (4.6) objetiva analisar a validade da hipótese 4, conforme descrito a seguir.

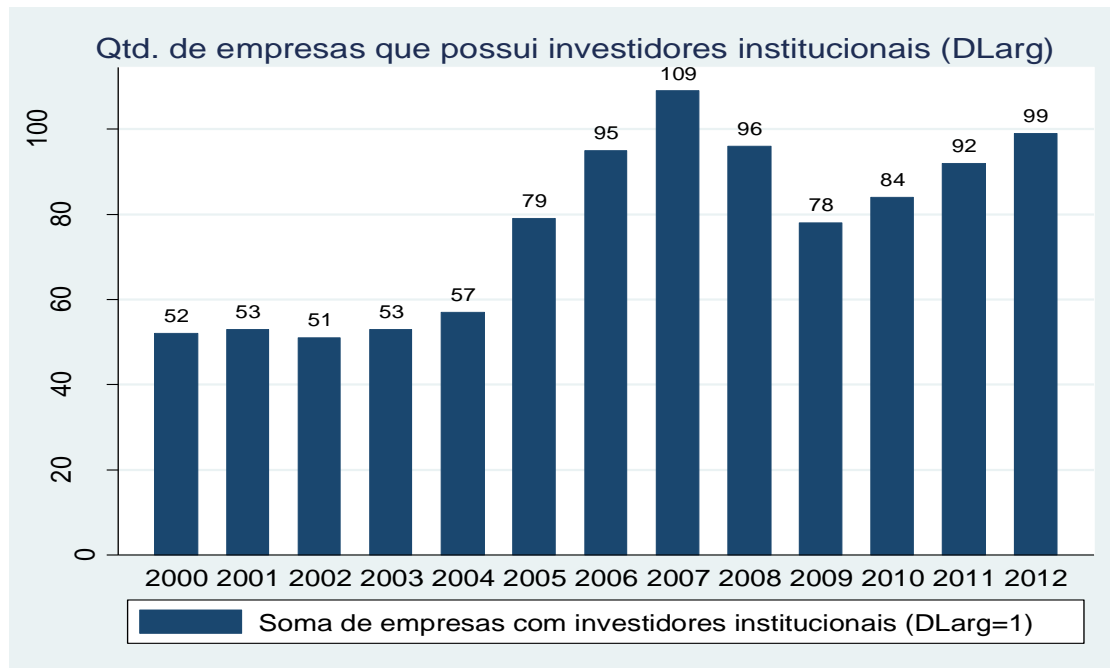
Hipótese 4: *A participação de investidores institucionais, tais como bancos e fundos de pensão, no capital acionário das empresas brasileiras, está positivamente associada com um menor risco de expropriação dos acionistas aos credores.*

6.3 Resultados

Os dados apresentados no gráfico 12 mostram que a quantidade de empresas investidas por instituições financeiras aumentou substancialmente no período de 2000 a 2012. O acréscimo dessa quantidade foi de 90,3%, durante todo o período analisado. No entanto, o ano de 2007 registrou a maior quantidade de empresas investidas (109 empresas),

representando um aumento de 109,6% em relação ao ano de 2000. Verifica-se, ainda, que a tendência de aumento na quantidade de empresas investidas se iniciou no ano de 2005, o que, possivelmente, é explicado pela redução da taxa básica de juros da economia brasileira, a SELIC, conforme já identificado no gráfico 1 da seção 2.2.

Gráfico 12 - Quantidade de empresas investidas por investidores institucionais no período de 2000 a 2012

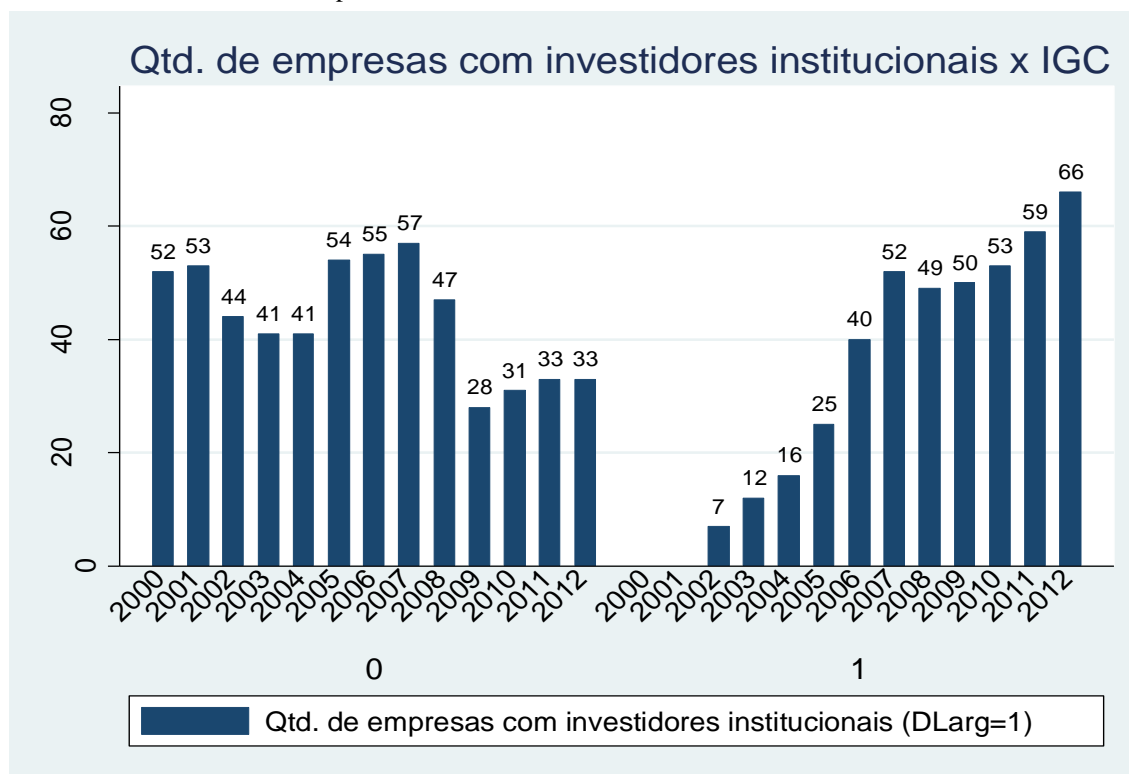


Fonte - Elaborado pelo autor da tese com os dados da pesquisa.

Verifica-se, no gráfico 12, que foi apenas em 2008 e em 2009 que a quantidade total de empresas investidas por investidores institucionais foi decrescente. Uma possível explicação para a redução nesse período é o fato de ter ocorrido a crise financeira que se instalou nos mercados globais, durante o ano de 2008, o que pode ter feito com que os investidores institucionais tenham procurado alternativas de investimentos com menores níveis de risco em comparação com o investimento em ações.

Já em relação ao gráfico 13, seus dados também mostram a quantidade de empresas investidas por bancos ou por fundos de investimento. No entanto, separadas pela decisão na empresa de ter ações listadas no Índice de Governança Corporativa (IGC).

Gráfico 13 - Quantidade de empresas investidas por investidores institucionais separada pela decisão de adesão ao IGC, no período de 2000 a 2012



* O valor (1) no eixo horizontal representa o grupo de empresas com ações listadas no IGC e (0) representa o grupo de empresas com ações listadas no mercado tradicional.

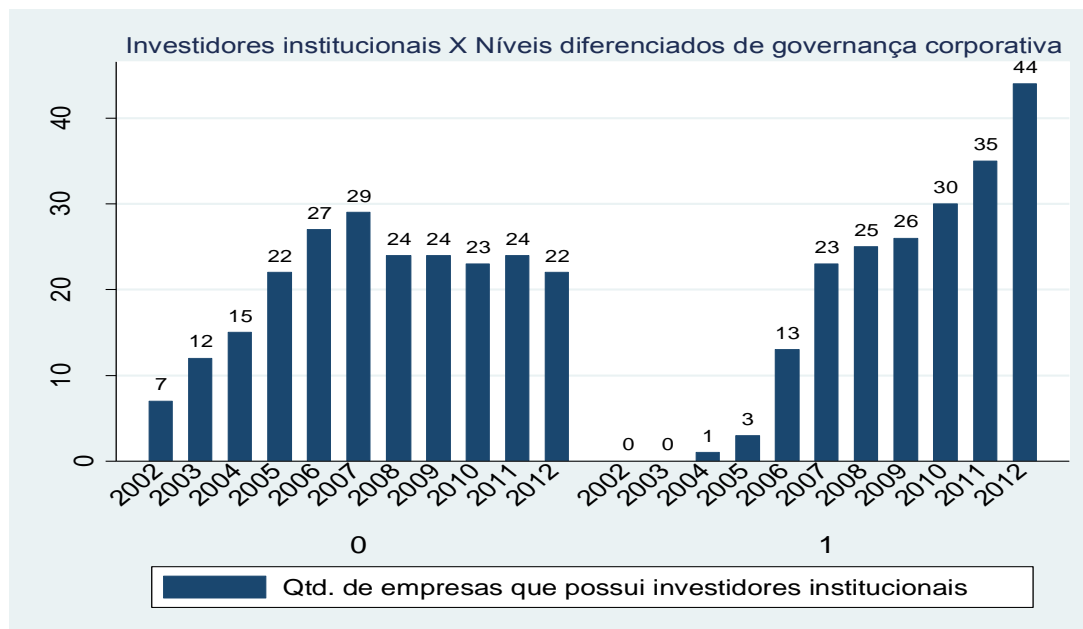
Fonte - Elaborado pelo autor da tese com os dados da pesquisa.

Os dados do gráfico 13 mostram que o crescimento na quantidade de empresas que têm bancos ou fundos de investimento incluídos entre os seus cinco maiores investidores pode depender de as empresas terem ações listadas no IGC. Por exemplo, verifica-se que, enquanto a quantidade de empresas investidas por acionistas institucionais nas empresas do mercado tradicional caiu de 52, em 2000, para 33, em 2012, houve um aumento significativo dos investimentos instrucionais nas empresas com ações listadas no IGC, de sete, em 2002, para 66, em 2012. Cabe destacar, ainda, que a crise financeira ocorrida em 2008 parece não ter afetado a tendência de crescimento da quantidade de empresas investidas por bancos ou fundos que estão listadas no IGC, ao passo que, no mercado tradicional, a crise financeira parece ter influenciado negativamente a quantidade de empresas que têm, em sua composição acionária, a presença de um investidor institucional.

Já os dados do gráfico 14 mostram que o grupo de empresas com ações listadas no Novo Mercado foi crescente ao longo de todo o período analisado, ao passo que o

grupo de empresas com ações listadas nos níveis 1 ou 2 foi crescente apenas no período de 2002 a 2007 e constante no período de 2008 a 2012.

Gráfico 14 - Quantidade de empresas investidas por investidores institucionais, separadas pela decisão de adesão ao Novo Mercado ou nos níveis 1 e 2 de governança corporativa, no período de 2000 a 2012



* O valor (1) no eixo horizontal representa o grupo de empresas com ações listadas no Novo Mercado e (0) representa o grupo de empresas com ações listadas nos níveis 1 e 2.

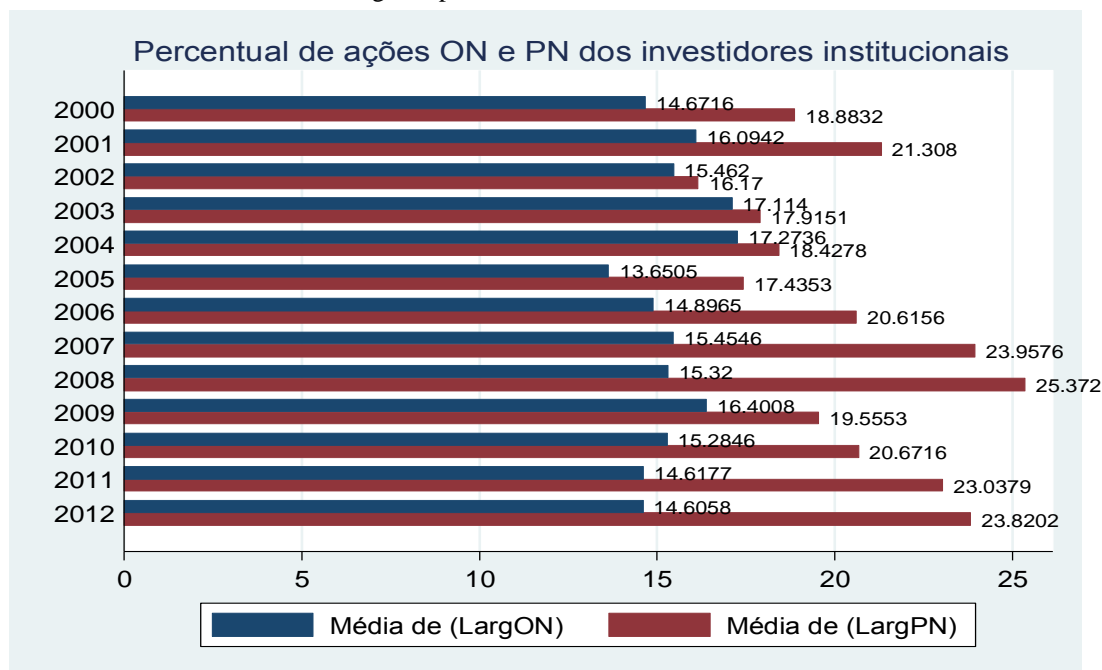
Fonte - Elaborado pelo autor da tese.

A análise do gráfico 14 sugere, ainda, que a quantidade de empresas com ações listadas nos níveis 1 ou 2 de governança corporativa, e que têm investidores institucionais na composição acionária, é de 229 observações, ao passo que essa quantidade é de 200 observações no segmento do Novo Mercado, quando considerado todo o período. Cabe ressaltar que, em 2012, havia 119 empresas com ações listadas no Novo Mercado e que fizeram parte da amostra desta pesquisa, o que indica que apenas 36,9% dessas empresas apresentavam investidores institucionais na composição acionária.

Em relação ao gráfico 15, os seus dados mostram o percentual médio de ações ordinárias (ON) e de ações preferenciais (PN) em posse dos investidores institucionais nas empresas que são investidas por esses acionistas no mercado brasileiro. As suas principais evidências sugerem que a presença de investidores institucionais parece não ter relação com a preferência pelo controle da companhia, uma vez que os investimentos são percentualmente maiores em ações preferenciais (PN), as quais não oferecem direito

a voto nas assembleias da companhia. Essa relação tende a ser crescente durante o período 2000 a 2012.

Gráfico 15 - Percentual de ações ordinárias e de ações preferenciais em posse dos investidores institucionais, ao longo do período de 2000 a 2012



* As variáveis (*LargON*) e (*LargPN*) representam, respectivamente, o percentual médio de ações ordinárias (ON) e de ações preferenciais (PN) em posse dos investidores institucionais, nas empresas investidas no mercado brasileiro.

Fonte - Elaborado pelo autor com os dados da pesquisa.

Ainda, em relação ao gráfico 15, cabe ressaltar que a diferença entre o percentual de ações preferenciais e de ações ordinárias em posse dos investidores institucionais foi positiva ao longo de todo o período analisado e que apresenta uma tendência maior de crescimento a partir do ano de 2005. Essa evidência sugere que a maior participação dos investidores institucionais nas empresas brasileiras, conforme identificado nos gráficos 12 e 13, parece não ter refletido em um maior potencial de esses investidores assumirem um maior ativismo no controle das companhias brasileiras, uma vez que as ações preferenciais não permitem o direito de voto nas assembleias.

A seguir, apresenta-se uma análise de comparação de médias e de medianas para as principais variáveis estudadas, as quais foram separadas pela presença (1) ou ausência (0) de pelo menos um investidor institucional no capital acionário da empresa, independentemente de tal participação ser por meio do capital votante ou do capital não votante.

Os dados da tabela 30 mostram que o grupo de empresas que têm investidores institucionais em sua composição acionária apresentou características estatisticamente diferentes em relação ao grupo de empresas sem a presença de investidores institucionais. Por exemplo, verifica-se que as empresas que têm um banco ou um fundo de pensão ($DLarg=1$) entre os seus cinco maiores investidores apresentam: menor percentual de direitos de voto do maior acionista ($Cont1$) e dos cinco maiores acionistas ($Cont5$) para esse grupo de empresas; menor percentual de direitos de propriedade do maior acionista ($Prop1$) e dos cinco maiores acionistas ($Prop5$) e maior discrepância entre o poder de voto e o de fluxo de caixa para o maior acionista controlador ($Wedg1$), no caso de a empresa apresentar emissão de duas classes de ações. Por outro lado, a diferença de médias para os cinco maiores investidores ($Wedg5$) tende a ser maior quando há a presença de investidor institucional.

Tabela 30 - Comparação de médias e de medianas

Variável	Dlarg	N	Media	p-valor	Mediana	p-valor
Cont1	0	2082	55,46	0,000	53,1	0,000
	1	940	45,53		46,93	
Cont5	0	2117	82,70	0,011	89,8	0,000
	1	940	80,84		85,08	
Prop1	0	2057	47,89	0,000	46,2	0,000
	1	940	34,03		30,33	
Prop5	0	2117	70,43	0,000	73,76	0,000
	1	940	66,74		68,85	
Wedg1*	0	1427	0,45	0,000	0,22	0,000
	1	658	0,73		0,65	
Wedg5*	0	1427	0,38	0,268	0,186	0,000
	1	658	0,41		0,261	
Out	0	1906	0,83	0,000	0,85	0,000
	1	898	0,87		0,88	
Eleit	0	902	0,78	0,153	0,92	0,000
	1	451	0,76		0,83	
TCA	0	1906	6,73	0,000	7	0,000
	1	898	7,76		7	
Q Tobin	0	2117	1,332	0,815	1,06	0,000
	1	940	1,325		1,12	
P/B	0	2117	0,729	0,484	0,483	0,089
	1	940	0,710		0,533	
Payout ($ll>0$)	0	1656	0,41	0,537	0,26	0,198
	1	737	0,42		0,30	
ROE	0	2110	5,846	0,385	8,8	0,544
	1	938	6,731		8,8	

Variável	Dlarg	N	Media	p-valor	Mediana	p-valor
ROA	0	2116	7,87	0,644	7,697	0,545
	1	940	8,03		7,636	
MEBIT	0	2109	12,41	0,472	11,9	0,309
	1	938	12,96		12	
Δ Rec.	0	1712	3,98	0,242	5,506	0,422
	1	826	5,13		6,243	
Ex/AT	0	2117	55,40	0,003	55,7	0,001
	1	940	57,66		59,1	
Div/AT	0	2116	24,20	0,000	23,8	0,000
	1	940	29,55		30,1	
DivCP	0	2020	46,89	0,000	41,9	0,000
	1	899	36,25		29,2	
Kd	0	1955	51,52	0,000	26,1	0,000
	1	878	37,62		22,1	
LnAt	0	2117	14,34	0,000	14,46	0,000
	1	940	14,90		14,84	
Tang	0	2116	33,55	0,028	32,24	0,005
	1	940	35,51		36,04	

* A comparação de médias e de medianas para as variáveis (*Wedg1*) e (*Wedg5*) levou em conta apenas o grupo de empresas que possui duas classes de ações.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota - *Dlarg* = variável binária igual a (1) se existe a participação de um investidor institucional, tal como banco ou fundo de investimento, no capital acionário da empresa, e (0), caso contrário.

Em relação às características do conselho de administração, as empresas que têm investidores institucionais apresentaram maior quantidade de membros externos (*Out*), menor percentual de conselheiros indicados (*Eleit*) e maior quantidade total de membros no conselho de administração (*TCA*), em comparação com as empresas que não têm investidores institucionais.

O grupo de empresas que tem investidores institucionais em sua composição acionária apresentou maior valor mediano das variáveis relacionadas ao valor de mercado, tais como *Q* de Tobin e o *Price to Book*. Não apresentaram, porém, sinais de diferença estatisticamente significativa para as variáveis relacionadas ao pagamento de dividendos (*Payout*) e ao desempenho financeiro (*ROE*), (*ROA*), (*Mebit*) e (Δ Rec).

Se, por um lado, o grupo de empresas com investidores institucionais não apresentou diferenças estatisticamente significantes para as variáveis de desempenho financeiro e de valor das ações, verificou-se que esse grupo de empresas tem maior volume de endividamento, maior maturidade e menor custo da dívida. Essa afirmação é confirmada ao verificar a comparação de médias e de medianas utilizando diferentes

métricas, tais como o percentual do passivo exigível total (Ex/At), do endividamento oneroso bruto (Div/At), do percentual de dívida de curto prazo em relação à dívida total ($DivCP$) e do custo da dívida (Kd).

Ao analisar as características das empresas, verificou-se que são maiores ($LnAt$) as empresas que têm investidores institucionais na composição acionária, em comparação com o tamanho das empresas que não têm uma instituição financeira entre os cinco maiores investidores. Além de ter maior valor médio e mediano do ativo total, as empresas com investidores institucionais também apresentaram maiores percentuais de tangibilidade dos ativos ($Tang$), as quais também foram estatisticamente significantes em ambos os testes.

Na tabela 31 apresenta-se a matriz de correlação entre as principais variáveis analisadas neste capítulo. Verifica-se que a participação de investidores institucionais ($DLarg$) não está correlacionada com as métricas de valor (Q de Tobin) ou com as variáveis de desempenho financeiro, tais como ($LoAt$) e ($MEbit$). De modo semelhante, a participação de investidores institucionais não está correlacionada com o monitoramento do CEO, conforme identificado pela correlação próxima de zero para a variável ($Turnover$).

No entanto, a presença de investidores institucionais no capital acionário das empresas brasileiras está associada com um maior endividamento ($divbat$), menor endividamento de curto prazo ($divcpdt$) e menor custo da dívida (kd). Essas evidências estão coerentes com os argumentos de que os investidores institucionais, tais como bancos ou fundos de pensão, não representam os interesses dos acionistas minoritários, seja em monitorar o CEO, seja em aumentar o valor da empresa.

Outra evidência que confirma o resultado acima é o fato de a presença de investidores institucionais estar positivamente associada com o excesso do poder de voto do maior acionista controlador ($Wed1 = 0,13$). Essa relação também foi encontrada para a variável ($Wed5$), porém o coeficiente de correlação foi menor (0,02). Em ambas as correlações, a relação foi estatisticamente significativa. Além disso, verifica-se que a variável ($DLarg$) está negativamente associada com os percentuais de direito de voto do maior ($Cont1$) e dos cinco maiores acionistas ($Cont5$), cujos coeficientes foram (-0,16) e (-0,04), respectivamente, ambos estatisticamente significantes. Tais resultados sugerem que a presença de investidores institucionais está associada com a redução dos direitos de voto do maior acionista ou do grupo controlador, o que tende a aumentar a chance de os investidores institucionais adotarem um maior nível de ativismo no processo

decisório que acontece nas assembleias ordinárias. No entanto, a presença de investidores institucionais está positivamente associada com a alavancagem do poder de voto do maior acionista controlador (*Wedg1*), o que sinaliza que esses investidores não sejam sensíveis ao risco de expropriação do maior acionista aos acionistas minoritários, possivelmente devido à divergência de interesses entre investidores institucionais e os acionistas minoritários.

Tabela 31 - Matriz de correlação

Variável	DLarg	Q Tobin	ROA	Mebit	ROE	Payout	ExAt	DivbAt	DivCpDt	Kd	Turnover	LnAt	Tang
DLarg	1												
Q de Tobin	-0,04	1											
ROA	0,008	0,30***	1										
Mebit	0,01	0,12***	0,65***	1									
ROE	0,01	0,22***	0,67***	0,46***	1								
Payout	0,01	-0,02	0,07***	0,01	-0,004	1							
ExAt	0,05***	-0,01	-0,11***	-0,09***	-0,26***	0,01	1						
DivbAt	0,14***	-0,06***	-0,01	0,08***	-0,15***	0,02	0,58***	1					
DivCpDt	-0,17***	-0,03*	-0,12***	-0,25***	-0,13***	-0,03*	-0,03*	-0,27***	1				
Kd	-0,09***	0,006	-0,03*	-0,13***	-0,07***	0,02	-0,06***	-0,42***	0,24***	1			
Turnover	0,006	-0,04**	-0,03*	-0,01	-0,07***	-0,004	0,02	-0,01	-0,05**	-0,00	1		
LnAt	0,16***	0,03**	0,14***	0,22***	0,19***	0,03*	0,13***	0,25***	-0,45***	-0,20***	0,06***	1	
Tang	0,03**	-0,14***	0,03**	0,08***	-0,10***	0,01	0,03**	0,16***	-0,17***	-0,11***	0,05**	0,16***	1
IGC	0,17***	0,25***	-0,00	0,02	0,08***	-0,04**	-0,05***	0,05***	-0,20***	-0,07***	-0,03	0,25***	-0,18***
NM	0,01	0,28***	-0,02	0,02	0,05***	-0,03	-0,07***	0,02	-0,11***	-0,05***	-0,04**	0,09***	-0,23***
Cont1	-0,16***	-0,12***	-0,007	-0,007	-0,03*	0,006	-0,03*	-0,02	0,05***	0,01	0,02	-0,04**	0,13***
Wedg1	0,13***	-0,14***	-0,01	-0,02	-0,02	-0,01	0,04***	0,07***	0,03**	-0,02	-0,02	0,01	0,08***
Cont5	-0,04**	-0,20***	0,000	-0,01	-0,06*	0,03*	0,03**	-0,02	0,06***	-0,01	0,02	-0,12***	0,19***
Wedg5	0,02*	-0,16***	0,01	0,009	-0,006	-0,01	0,04**	0,03**	0,05***	-0,007	-0,02	0,01	0,08***
Out	0,14***	0,13***	0,07***	0,05***	0,06***	0,02	0,02	0,13***	-0,20***	-0,15***	0,17***	0,29***	0,17***
SizeBoard	0,17***	0,04**	0,11***	0,12***	0,09***	0,04**	0,01	0,16***	-0,27***	-0,22***	0,04**	0,48**	0,23***

(***), (**) e (*) representam os sinais de significância estatística a 1%, a 5% e a 10%, respectivamente.

(continua)

Variável	IGC	NM	Cont1	Wedg1	Cont5	Wedg5	Out	SizeBoard
IGC	1							
NM	0,72***	1						
Cont1	-0,26***	-0,31***	1					
Wedg1	-0,05***	-0,27***	0,26***	1				
Cont5	-0,40***	-0,52***	0,50***	0,05***	1			
Wedg5	-0,10***	-0,32***	0,08***	0,64***	0,07***	1		
Out	0,22***	0,13***	-0,12***	-0,06***	-0,07***	-0,07***	1	
SizeBoard	0,21***	0,05***	-0,18***	0,04**	-0,08***	0,04**	0,37***	1

(***), (**) e (*) representam os sinais de significância estatística a 1%, a 5% e a 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

6.3.1 Análise das regressões

Com o objetivo de verificar os possíveis determinantes da presença de investidores institucionais no capital acionário das empresas brasileiras, construiu-se a tabela 32.

Tabela 32 - Determinantes da presença de investidores institucionais (*DLarg*) no capital acionário

	1	2	3	4	5	6	7	8
β_0 – Interc.	-6,84***	-6,96***	-6,47***	-6,00***	-7,31***	-7,32***	-6,60***	-7,93***
β_1 – Cont1	-0,04***	-0,04***	-0,03***	-0,04***	-	-	-	-
β_2 – Wedge1	-	-	-	1,38***	-	-	-	-
β_3 – Cont5	-	-	-	-	0,000	0,000	0,001	0,003
β_4 – Wedge5	-	-	-	-	-	-	-0,55**	-
β_5 – Dual	1,09***	1,30***	-	-	0,18	0,43	-	-
β_6 – AA	0,32	0,19	0,31	1,84	0,59***	0,47**	0,48***	0,55***
β_7 – Pyr	0,80**	0,90**	0,91***	1,00***	-0,09	0,01	0,06	0,02
β_8 – IGC	-	0,76**	-	-	-	0,87***	0,85***	-
β_9 – NM	-	-	-0,30	-	-	-	-	0,43
β_{10} – LnAt	0,13	0,12	0,15	0,09	0,13	0,10	0,07	0,15
β_{11} – Div/At	0,03***	0,02***	0,02***	0,02***	0,03***	0,03***	0,03***	0,03***
β_{12} – <i>QTobin</i>	-	-0,005	-0,03	-	-	0,09	-	-0,008
β_{13} – ROA	-	-0,04***	-0,04***	-	-	-0,04***	-	-0,04***
β_{14} – Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
β_{15} – Natu	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
β_{16} – Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N (obs)	2997	2997	2997	2997	2997	2997	2997	2997
N(grupos)	440	440	440	440	440	440	440	440
Prob(Chi2)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

(***), (**) e (*) representam os sinais de significância estatística a 1%, a 5% e a 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota - Apresentam-se, na tabela 32, os resultados das regressões *Logit* para identificar os possíveis determinantes da presença de investidores institucionais (*DLarg*), tais como bancos ou fundos de pensão. Para tanto, as regressões foram estimadas utilizando-se o modelo de efeitos aleatórios.

Em relação à estrutura de propriedade das empresas, os dados da tabela 32 mostram que o poder de voto do maior acionista (*Cont1*) apresentou razão de probabilidade negativa com a variável dependente relacionada à presença de investidores institucionais (*Large*). Essa relação foi estatisticamente significativa nas regressões de 1 a 4. Já, ao analisar a variável relacionada ao poder de voto dos cinco maiores acionistas (*Cont5*), a relação não apresentou significância estatística, conforme demonstrado nas regressões de 5 a 8. Verifica-se, dessa forma, que a elevada concentração acionária do maior acionista constitui uma possível barreira para a empresa ter investidores institucionais em seu capital acionário. No entanto, o excesso do poder de voto do acionista controlador (*Wedge1*) se apresenta como um aspecto relevante que influencia positivamente a presença de investidores institucionais. O coeficiente da variável (*Wedge1*) foi estatisticamente significativo, a 1% de probabilidade, na regressão 4. Interpreta-se que tais evidências confirmam os argumentos

desenvolvidos na seção anterior de que os acionistas institucionais sejam mais propensos às oportunidades de investimentos em ações preferenciais, em comparação com as oportunidades de investimentos em ações que permitem o controle acionário nas empresas brasileiras. Uma possível explicação é que o maior acionista seja resistente em vender parte do seu controle acionário para investidores institucionais, razão do sinal negativo para a variável (*Cont1*). Quando há, porém, a prática da alavancagem do controle acionário por parte do maior acionista (*Wedg1*), aumenta a razão de probabilidade de a empresa ter em seu capital acionário um investidor institucional.

Relação contrária foi encontrada ao analisar a variável relacionada ao excesso do poder de voto dos cinco maiores acionistas (*Wedg5*), que apresentou relação negativa e estatisticamente significativa com a variável dependente (*Larg*). Constata-se, dessa maneira, que é diferente a percepção dos investidores institucionais em relação ao risco de expropriação, quando este é decorrente do excesso do poder de voto do maior acionista (*Wedg1*), e quando é decorrente de uma alavancagem do poder de voto praticada pelos cinco maiores acionistas (*Wedg5*).

Verifica-se que um maior risco de expropriação dos acionistas minoritários, especialmente decorrente do excesso do poder de voto do maior acionista, parece não ser uma restrição para que haja a presença de investidores institucionais no capital acionário das empresas. Essa afirmação é sustentada, não apenas pela análise desenvolvida para a variável (*Wedg1*), mas também ao verificar os coeficientes das variáveis relacionadas à emissão de duas classes de ações (*Dual*), os quais apresentaram sinais positivos e estatisticamente significantes nas regressões 1 e 2; ao acordo de acionistas (*AA*), cujos coeficientes apresentaram sinais positivos e estatisticamente significantes nas regressões de 5 a 8 e à estrutura piramidal de controle (*Pyr*), cujos coeficientes foram positivos e estatisticamente significantes nas regressões de 1 a 4.

Considera-se que essas evidências sustentam o argumento de que o esforço no âmbito da empresa em oferecer uma proteção maior aos acionistas minoritários, pelo menos por meio da não utilização de mecanismos de alavancagem do poder de voto, está associado com menores razões de probabilidade de a empresa ser investida por um investidor institucional. Interpreta-se que esse resultado está consistente com as evidências encontradas por Punsulvo, Kayo e Barros (2007), em trabalho desenvolvido com dados do mercado brasileiro, os quais sugerem que são substitutos da qualidade da governança corporativa, que é mensurada por um índice amplo, e a presença de investidores institucionais.

Cabe ressaltar que os coeficientes relacionados às variáveis (*Dual*) e (*Pyr*) apenas foram estaticamente significantes nas regressões que levaram em conta o percentual de controle do maior acionista (*Cont1*), ao passo que a variável (*AA*) apenas foi estatisticamente significativa nas regressões que levaram em conta o percentual de controle dos cinco maiores acionistas (*Cont5*). Uma possível interpretação dessas evidências é que, na ausência da variável associada ao maior acionista controlador (*Cont1*), a variável relacionada ao acordo de acionistas (*AA*) já captura os riscos de expropriação do maior acionista controlador, seja decorrente da utilização da emissão de duas classes de ações e/ou da presença de estruturas piramidais de controle (*Pyr*), os quais estão positivamente associados com a presença dos investidores institucionais no capital acionário nas empresas brasileiras.

Em relação às práticas de governança corporativa, verifica-se que a variável relacionada à listagem das ações da empresa no índice de governança corporativa (IGC) tem relação positiva com a razão de probabilidade de a empresa ter um investidor institucional em seu capital acionário. Essa relação foi estatisticamente significativa, conforme constatado pelo coeficiente β_8 nas regressões 2, 6 e 7. Por outro lado, ao analisar a variável associada à listagem no Novo Mercado (*NM*), não se verifica nenhuma relação positiva com a variável dependente analisada.

Ao analisar as características das empresas, verifica-se que o tamanho da empresa (*LnA*) não influenciou a razão de probabilidade de a empresa ser investida por investidores institucionais, ao passo que o seu endividamento (*Div/At*) apresentou relação positiva e estatisticamente significativa em todas as regressões analisadas com a variável dependente. Em relação ao desempenho financeiro, a presença de investidores institucionais parece não ser influenciada pela variável *Q* de Tobin, porém empresas com menores níveis de rentabilidade operacional (*ROA*) são mais propensas a apresentarem investidores institucionais na sua composição acionária. Embora os coeficientes das variáveis binárias associadas ao setor de atividade (*Setor*), à natureza do acionista controlador (*Natu*) e aos efeitos fixos do tempo (*Ano*), destaca-se que a natureza estatal do maior investidor, bem como as variáveis associadas aos anos a partir de 2005, apresentam razões de probabilidade positivas e estatisticamente significantes em todas as regressões analisadas.

A construção da tabela 33 objetivou verificar se existe relação entre a presença de investidores institucionais (*DLarg*) e o valor de mercado das empresas brasileiras, mensurado pela variável *Q* de Tobin.

Tabela 33 - Efetividade dos investidores institucionais (*DLarg*) em aumentar o valor da empresa

Var. – <i>Q</i> de Tobin	1	2	3	4	5	6	7
β_0 – Intercepto	3,03***	3,76***	3,09***	3,91***	3,07***	3,76***	3,05***
β_1 – <i>Dlarg</i>	0,03	-0,008	-0,08	-0,34	-0,003	-0,04	-0,05
β_2 – <i>Cont1</i>	0,0009	-	0,0003	-	0,0009	-	0,009
β_3 – <i>Wedg1</i>	-0,09**	-	-0,10***	-	-0,12***	-	-0,09***
β_4 – <i>Cont5</i>		-0,001		-0,002		-0,001	
β_5 – <i>Wedg5</i>		-0,24***		-0,24***		-0,26***	
β_6 – <i>Cont1*DLarg</i>			0,002	-			
β_7 – <i>Cont5*DLarg</i>				0,004			
β_8 – <i>Wedg1*DLarg</i>					0,06	-	
β_9 – <i>Wedg5*DLarg</i>						0,10*	
β_{10} – <i>Out*DLarg</i>							0,10
β_{11} – <i>Out</i>	0,28	0,23	0,28	0,22	0,27	0,23	0,26
β_{12} – <i>IGC</i>	0,27***	0,26***	0,27***	0,26***	0,27***	0,26***	0,27***
β_{13} – <i>CEOb</i>	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
β_{14} – <i>SizeBoard</i>	-0,007	-0,008	-0,007	-0,008	-0,007	-0,009	-0,008
β_{15} – <i>LnAt</i>	-0,13**	-0,17***	-0,13**	-0,17***	-0,13***	-0,16***	-0,13***
β_{16} – <i>DivB/At</i>	-0,005***	-0,005***	-0,005***	-0,005***	-0,005***	-0,005***	-0,005***
β_{17} – <i>ROA</i>	0,01***	0,01***	0,01***	0,01***	0,01***	0,01***	0,01
β_{18} – <i>Liquidez</i>	0,04	0,04	0,04	0,05	0,04	0,04	0,04
N (obs)	2747	2747	2747	2763	2747	2763	2747
N(grupos)	409	409	409	410	409	410	409
Prob(Chi2)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

(***), (**) e (*) representam os sinais de significância estatística a 1%, a 5% e a 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota - Apresentam-se, na tabela 33, os resultados das regressões para verificar se sé efetiva a presença de investidores institucionais (*DLarg*), tais como bancos ou fundos de pensão, em aumentar o valor da empresa. Para tanto, as regressões foram estimadas utilizando-se o modelo de efeitos fixos com estimação robusta segundo o método de White (1980).

Os dados da tabela 33 mostram que o coeficiente β_1 da variável (*DLarg*) não foi estatisticamente significativa em todas as regressões analisadas, o que sugere que a presença de investidores institucionais não está associada com a variável *Q* de Tobin nas empresas brasileiras. As variáveis relacionadas à estrutura de propriedade que afetaram negativamente o valor do *Q* de Tobin foram o excesso do poder de voto maior acionista (*Wedg1*) e dos cinco maiores acionistas (*Wedg5*), enquanto as variáveis relacionadas ao percentual de capital votante do maior (*Cont1*) e dos cinco maiores investidores (*Cont5*) não apresentaram coeficientes estatisticamente significantes. Cabe ressaltar que o efeito negativo decorrente da relação entre o excesso do poder de voto (*Wedg5*) dos cinco maiores acionistas foi amenizado nas empresas em que, pelo menos, um desses acionistas é um investidor institucional. No entanto, não foi constatado que a presença do investidor institucional reduz o efeito negativo exercido pelo excesso do poder de voto do maior acionista (*Wedg1*) sobre o valor da empresa, representado pela variável *Q* de Tobin, conforme apresentado pelo coeficiente β_1 , na regressão 5, o qual não foi estatisticamente significativo.

Ainda na Tabela 33, observa-se que o percentual de membros externos no conselho de administração (*Out*) afeta positivamente o Q de Tobin da empresa, conforme constatado pelo coeficiente β_{11} , o qual foi estatisticamente significativo em todas as regressões analisadas. No entanto, essa relação entre percentual de conselheiros externos e valor da empresa parece não ser influenciada pelo fato de a empresa ter ou não, pelo menos, um investidor institucional em sua composição acionária, o que pode ser constatado pelo coeficiente β_{10} na regressão 7 que, embora apresente valor positivo, o mesmo não foi estatisticamente significativo.

Essas constatações indicam que a presença do investidor institucional apresenta poucas evidências em favor de sua influência positiva sobre o Q de Tobin da empresa, tendo tais evidências sido encontradas apenas quando há excesso do poder de voto dos cinco maiores acionistas. Verificou-se que, nessa condição, a presença do investidor institucional ameniza o efeito negativo provocado pelo excesso do poder de voto dos maiores investidores, conforme apresentado pela soma dos coeficientes β_5 e β_9 , na regressão 6.

Cabe ressaltar que as evidências não permitem afirmar se o investidor institucional, especificamente, também pratica a alavancagem do poder de voto. No entanto e a partir dos resultados já encontrados que sugerem que os investidores institucionais são mais propensos a adquirirem ações sem direito a voto, caberia afirmar que a alavancagem do poder de voto dos cinco maiores acionistas seria *financiada* por meio dos investimentos realizados pelos investidores institucionais. Ou seja, nesse caso, os investidores institucionais teriam maiores chances de representar o interesse dos acionistas minoritários que não fazem parte dos cinco maiores investidores, o de mitigar os riscos de expropriação dos cinco maiores investidores, ainda que em níveis sub-ótimos. Outra possível explicação seria a de que o maior acionista tende a ser capaz de praticar esforços para atrair recursos de investidores institucionais que têm objetivos distintos ao da maximização do valor da empresa. Argumenta-se que as estimativas encontradas para os coeficientes β_6 e β_8 oferecem os fundamentos para tal afirmativa, uma vez que indicam a ineficácia da presença de investidores institucionais em mitigar o risco de expropriação proveniente da elevada concentração acionária do maior acionista (*Cont1*), ou do seu excesso do poder de voto (*Wedg1*).

Em relação às demais características do conselho de administração, tais como a quantidade total de membros (*SizeBoard*) e a dualidade das funções do CEO, seja como o presidente do conselho de administração ou como um membro regular (*CEOb*), elas

não apresentaram coeficientes estatisticamente significantes. Por outro lado, a variável binária associada à adesão ao IGC apresentou sinal positivo e estatisticamente significativa em todas as regressões analisadas.

Ainda, na tabela 33, verifica-se que as variáveis de controle relacionadas ao tamanho da empresa ($LnAt$) e ao volume de endividamento ($DivB/At$) apresentaram sinais negativos e estatisticamente significantes em todas as regressões, ao passo que a variável relacionada ao desempenho operacional dos ativos (ROA) apresentou sinal positivo e estatisticamente significativa nas regressões analisadas. Por fim, a variável associada com a liquidez das ações em bolsa de valores ($Liquidez$) não apresentou relação estatisticamente significativa com o Q de Tobin nas regressões apresentadas.

Já a tabela 34 leva em conta as regressões tendo como variável dependente o desempenho operacional dos ativos (ROA).

Tabela 34 - Efetividade dos investidores institucionais ($DLarg$) em aumentar o desempenho financeiro da empresa

Var. $-ROA$	1	2	3	4	5	6	7
β_0 - Intercepto	12,80	18,94***	12,83	11,08	12,58**	9,97***	13,45*
β_1 - $Dlarg$	-1,58***	-1,44**	-1,45	-4,35*	-1,38**	-1,71***	-3,85
β_2 - Cont1	-0,01	-0,01	-0,006		-0,01		-0,01
β_3 - $Wedg1$	0,38	0,35	0,17		0,54		0,38
β_4 - Cont5				-0,01		-0,007	
β_5 - $Wedg5$				0,84		0,58	
β_6 - Cont1* $DLarg$			-0,0009				
β_7 - Cont5* $DLarg$				0,03			
β_8 - $Wedg1$ * $DLarg$					-0,36		
β_9 - $Wedg5$ * $DLarg$						1,06	
β_{10} - Out* $DLarg$							2,64
β_{11} - Out	4,80*	-0,13	4,71*	4,85*	4,84*	4,88*	4,27*
β_{12} - IGC	-0,72	-0,76	-0,66	-0,65	-0,72	-0,62	-0,76
β_{13} - CEOb	1,83***		1,79***	1,76**	1,82**	1,79**	1,88***
β_{14} - CEOdu		-0,52					
β_{15} - SizeBoard	-0,13	-0,09	-0,12	-0,12	-0,13	-0,13	-0,14
β_{16} - $LnAt$	-0,35	-0,43	-0,37	-0,23	-0,34	-0,22	-0,36
β_{17} - $DivB/At$	-0,09***	-0,09***	-0,09***	-0,09***	-0,09***	-0,09***	-0,09***
N (obs)	2747	2747	2747	2763	2747	2763	2763
N(grupos)	409	409	409	409	409	409	409
Prob(Chi2)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

(***), (**) e (*) representam os sinais de significância estatística a 1%, a 5% e a 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota - Apresentam-se, na tabela 34, os resultados das regressões para verificar se é efetiva a presença de investidores institucionais ($DLarg$), tais como bancos ou fundos de pensão, em aumentar o desempenho financeiro da empresa. Para tanto, as regressões foram estimadas utilizando-se o modelo de efeitos fixos com estimação robusta segundo o método de White (1980).

Verifica-se na tabela 34 que, enquanto a presença de investidores institucionais não está associada com o Q de Tobin das empresas ou, se estão, as evidências foram encontradas apenas em condições restritas, a presença de tais investidores no capital

acionário nas empresas brasileiras está negativamente associada com a rentabilidade operacional dos ativos (*ROA*), conforme identificado pelo seu coeficiente (β_1), o qual apresentou sinal negativo e estatisticamente significativo na maioria das regressões analisadas na tabela 34.

Os dados da tabela 34 mostram, ainda, que a concentração acionária do maior (*Cont1*) ou dos cinco maiores acionistas (*Cont5*), bem como as variáveis relacionadas ao excesso do poder de voto desses investidores, (*Wedg1*) e (*Wedg5*), respectivamente, não foram estatisticamente significantes em estabelecer relação com o desempenho financeiro mensurado pela variável (*ROA*). Ao analisar a interação entre essas variáveis com a variável binária (*DLarg*), verifica-se que os coeficientes não apontam para uma relação estatisticamente significativa com o desempenho financeiro da empresa. Essas evidências sugerem que a presença de investidores institucionais afeta negativamente o desempenho operacional da empresa, quando mensurado pela variável (*ROA*). Essas interpretações também são alcançadas ao substituir a variável dependente (*ROA*) por outras métricas contábeis, tais como a margem operacional (*Mebit*), a rentabilidade sobre o patrimônio líquido (*ROE*) ou o crescimento anual das receitas líquidas da empresa (ΔRec). Cabe ressaltar que a metodologia utilizada não permite levar em conta a relação de simultaneidade entre as variáveis (*DLarg*) e (*ROA*), uma vez que as empresas menos rentáveis têm maiores razões de probabilidade de serem investidas pelos acionistas institucionais conforme demonstrado na tabela 32.

Em relação às características do conselho de administração, verifica-se que o percentual de conselheiros externos (*Out*) apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo em todas as regressões analisadas, exceto na regressão 2, em que foi inserida no modelo a variável relacionada à dualidade de liderança exercida pela mesma pessoa nos cargos de CEO e de presidente do conselho de administração (*CEOdu*). Na regressão 2, ambas as variáveis (*Out*) e (*CEOdu*) não apresentaram relação estatisticamente significativa com o desempenho financeiro. Nas demais regressões, o coeficiente β_{14} foi positivo, possivelmente por levar em conta a possibilidade do CEO como conselheiro, porém, sendo um membro regular e não apenas assumindo o papel de *chairman*. Já em relação à quantidade total de conselheiros (*Sizeboard*), não foi estatisticamente significativa nas regressões analisadas. Cabe ressaltar que a relação entre a dupla liderança do CEO como conselheiro, a quantidade total de membros no conselho de administração e a efetividade dos conselheiros

externos em aumentar o valor da empresa foi discutida com maiores detalhes no capítulo 4.

Dentre as demais variáveis de controle analisadas, tais como tamanho da empresa (*LnAt*) e volume da dívida (*DivBA*t), apenas o endividamento apresentou relação negativa e estatisticamente significativa com o desempenho financeiro em todas as regressões analisadas.

Após verificar se existe relação entre a presença de investidores institucionais e o *Q* de Tobin ou a rentabilidade operacional dos ativos da empresa (*ROA*), buscou-se, por meio dos dados da tabela 35, verificar se a presença de tais investidores na composição acionária das empresas aumenta a razão de probabilidade de *turnover* do CEO. Especificamente, pretendeu-se verificar a efetividade dos investidores institucionais em praticar a atividade de monitoramento.

Tabela 35 - Efetividade dos investidores institucionais (*DLarg*) em praticar o *turnover* do CEO

Var. - <i>Turnover</i>	1	2	3	4	5	6	7
β_1 - L ₁ .Q de Tobin	-0,26*	-0,26*	-0,26*	-0,27*	-0,26*	-0,26*	-0,31***
β_2 - <i>Dlarg</i>	-0,10	-0,28	-0,39	-1,27	0,48	-0,35	-0,24
β_3 - Out	3,33***	3,16***	3,15***	2,99***	3,33***	3,16***	3,96***
β_4 - Out* <i>Dlarg</i>	-	-	-	1,14	-	-	-
β_5 - Wedg1	0,23	-	-	0,10	0,19	-	-
β_6 - Wedg1* <i>Dlarg</i>	-0,26	-	-	-	-	-	-
β_7 - Wedg5	-	-0,35	-0,45	-	-	-0,36	-
β_8 - Wedg5* <i>Dlarg</i>	-	-	0,31	-	-	-	-
β_9 - Cont1	-0,001	-	-	-0,001	0,02	-	-0,004
β_{10} - Cont1* <i>DLarg</i>	-	-	-	-	-0,014*	-	-
β_{11} - Cont5	-	-0,01*	-0,01*	-	-	-0,013*	-
β_{12} - Cont5* <i>DLarg</i>	-	-	-	-	-	0,00	-
β_{13} - Fam	-	-	-	-	-	-	-0,53*
β_{14} - Fam* <i>Dlarg</i>	-	-	-	-	-	-	0,23
β_{15} - CEOdu	-0,62**	-0,58**	-0,58**	-0,61**	-0,62**	-0,59**	-
β_{16} - SizeBoard	-0,10*	-0,12**	-0,12**	-0,11**	-0,11**	-0,12**	-0,11**
β_{17} - IGC	-0,16	-0,18	-0,17	-0,17	-0,16	-0,18	-0,07
β_{18} - LnAt	0,36*	0,28	0,28	0,35*	0,35*	0,28	0,38*
β_{19} - DivCP	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
N (obs)	1406	1416	1416	1406	1406	1406	1420
N(grupos)	192	194	194	192	192	192	192
Prob(Chi2)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

(***), (**) e (*) representam os sinais de significância estatística a 1%, a 5% e a 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota - Apresentam-se, na tabela 35, os resultados das regressões *Logit* para verificar se é efetiva a presença de investidores institucionais (*DLarg*), tais como bancos ou fundos de pensão, em praticar a substituição do principal executivo da empresa, o CEO. Para tanto, as regressões foram estimadas utilizando-se o modelo de efeitos fixos.

Os dados da tabela 35 mostram que a presença de investidores institucionais não tem relação estatisticamente significativa com a substituição do CEO da empresa. Pelo contrário, a presença de tais investidores diminui a razão de probabilidade do *turnover*

do CEO, quando a empresa conta com níveis elevados de concentração do poder de voto do maior acionista.

Tais afirmações são constatadas ao analisar os coeficientes β_2 da variável (*DLarg*), os quais não foram estatisticamente significantes em todas as regressões, e β_{10} da variável de interação entre (*Cont1*DLarg*), a qual apresentou sinal negativo e estatisticamente significativa na regressão 5. As demais interações entre a variável (*DLarg*) e as variáveis associadas com a concentração acionária, tais como (*Cont5*), (*Wedg1*), (*Wedg5*) e (*Fam*), não foram estatisticamente significantes, o que indica que o *turnover* do CEO não é sensível à presença de investidores institucionais no capital acionário das empresas brasileiras durante o período analisado nesta tese. Embora o percentual de conselheiros externos (*Out*) seja uma variável que aumenta a razão de probabilidade de substituição do CEO, conforme identificado pelo coeficiente β_3 que foi estatisticamente significativa em todas as regressões, não há indícios de que o percentual de conselheiros externos seja efetivo em praticar o *turnover* do CEO nas empresas que têm pelo menos um investidor institucional no grupo dos cinco maiores acionistas da empresa.

As evidências apresentadas na tabela 35 sugerem, ainda, que a presença de investidores institucionais não é efetiva em impedir a possível prática do entrenchamento dos acionistas controladores, as quais são confirmadas pela relação negativa e estatisticamente significativa das variáveis (*Cont5*), e (*Fam*), que são relacionadas ao percentual de poder de voto dos cinco maiores acionistas e à natureza familiar do capital votante da empresa, respectivamente. A relação negativa que a natureza familiar assume com a substituição do CEO também pode ser observada pelo coeficiente da variável (*CEOdu*), que se refere à dualidade das funções de CEO e de *chairman* assumidas pela mesma pessoa.

As demais variáveis de controle, tais como o valor defasado em um período do *Q* de Tobin, o tamanho da empresa (*LnAt*), a quantidade total de conselheiros (*SizeBoard*) e o endividamento de curto prazo em relação à dívida total da empresa (*DivCp*), apresentaram sinais coerentes com aqueles já obtidos nos capítulos 4 e 5.

Os resultados apresentados nas tabelas 33, 34 e 35, quando analisados conjuntamente, indicam que há poucos indícios de que a presença de investidores institucionais agrega valor para a empresa. Pelo contrário, as evidências permitem rejeitar as possíveis hipóteses de que a presença de investidores institucionais aumenta

as chances de alinhar os interesses entre o acionista controlador e os acionistas minoritários, dada a sua ineficácia em tornar mais eficiente a rentabilidade operacional dos ativos e/ou monitorar o CEO, substituindo-o quando necessário. Diante dessas evidências e do fato de que o investidor institucional pode ser tratado como um acionista minoritário com maiores condições de monitorar o acionista controlador da empresa, surge o questionamento sobre qual é o benefício para a empresa em dedicar esforços em atrair recursos de investidores institucionais. Com esse objetivo, realizaram-se novas regressões, as quais consideram as possibilidades de o investidor institucional viabilizar uma política de financiamento que esteja associada com os princípios de maximização do valor da empresa. Por isso, os dados das tabelas 36, 37 e 38 levam em conta diferentes características da política de financiamento da empresa, tais como volume da dívida, maturidade do endividamento e custo da dívida, respectivamente.

Tabela 36 - Efetividade dos investidores institucionais (*DLarg*) em atrair recursos para a empresa

Var. - <i>DivB/At</i>	1	2	3	4	5	6	7
β_0 - Intercepto	-81,57	-87,86***	-81,92***	-87,83***	-82,51**	-87,95**	-81,55**
β_1 - <i>Dlarg</i>	1,88*	2,44**	2,64	2,36	2,96**	3,30**	1,81
β_2 - <i>Cont1</i>	-0,05*		-0,05		-0,05*		-0,05*
β_3 - <i>Wedg1</i>	2,73**		2,80**		3,59***		2,73**
β_4 - <i>Cont5</i>		0,01		0,01		0,01*	
β_5 - <i>Wedg5</i>		1,83		1,83		2,46	
β_6 - <i>Cont1*DLarg</i>			-0,01				
β_7 - <i>Cont5*DLarg</i>				0,000			
β_8 - <i>Wedg1*DLarg</i>					-1,97*		
β_9 - <i>Wedg5*DLarg</i>						-2,64	
β_{10} - <i>Out*DLarg</i>							0,07
β_{11} - <i>Out</i>	5,42	5,19	5,46	5,19	5,75	5,17	5,40
β_{12} - <i>IGC</i>	-4,99***	-4,61***	-4,99***	-4,61***	-4,99***	-4,66***	-5,00***
β_{13} - <i>CEOb</i>	0,74	0,62	0,73	0,62	0,66	0,59	0,74
β_{14} - <i>SizeBoard</i>	-0,20	-0,16	-0,21	-0,16	-0,21	-0,15	-0,20
β_{15} - <i>LnAt</i>	7,47***	7,66***	7,47***	7,66***	7,49***	7,64***	7,47***
β_{16} - <i>ROA</i>	-0,23***	-0,23***	-0,23***	-0,23***	-0,23***	-0,23***	-0,23***
N (obs)	2747	2747	2747	2763	2747	2763	2747
N(grupos)	409	409	409	410	409	410	409
Prob(Chi2)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

(***), (**) e (*) representam os sinais de significância estatística a 1%, a 5% e a 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota - Apresentam-se, na tabela 36, os resultados das regressões para verificar se sé efetiva a presença de investidores institucionais (*DLarg*), tais como bancos ou fundos de pensão, em atrair recursos para a empresa. Para tanto, as regressões foram estimadas utilizando-se o modelo de efeitos fixos com estimação robusta segundo o método de White (1980).

Os dados da tabela 36 mostram que a presença de investidores institucionais (*DLarg*) afeta positivamente o volume de dívida contratada pela empresa, conforme o

coeficiente β_1 , que foi estatisticamente significativa em todas as regressões, exceto na regressão 3.

Em relação às variáveis sobre concentração acionária, verifica-se que o maior percentual de controle do maior acionista (*Cont1*) e dos cinco maiores acionistas (*Cont5*) exerce efeito negativo e positivo, respectivamente, no volume da dívida da empresa. No entanto, a magnitude dos parâmetros foi relativamente baixa, conforme se identifica nos parâmetros β_2 , e estatisticamente significativa em todas as regressões, exceto na regressão 3, e β_4 , estatisticamente significativa apenas na regressão 6. Ao analisar o excesso do poder de voto do maior (*Wedg1*) e dos cinco maiores acionistas (*Wedg5*), verifica-se que apenas o coeficiente da variável (*Wedg1*) foi positivo e estatisticamente significativo em todas as regressões. Tais evidências sugerem que o excesso do poder de voto do maior acionista não é entendido pelos credores da companhia como um risco de expropriação, tal como é compreendido pelos acionistas minoritários. Outra possível explicação é a de que os credores encontram garantias reais para se protegerem do risco de expropriação, e o excesso do poder de voto é um fator restritivo para a empresa atrair recursos no mercado de ações, o que aumentaria as chances de a dívida ser utilizada como principal fonte de financiamento.

Ao analisar as variáveis de interação entre a presença de investidores institucionais e a concentração acionária do maior e cinco maiores acionistas, identifica-se que a variável (*Wedg1*Dlarg*) apresentou relação estatisticamente significativa, com coeficiente negativo (-1,97). Uma explicação para essa evidência é que o volume de capital próprio alcançado decorrente dos investimentos realizados pelos acionistas institucionais na empresa reduz a sua necessidade de fazer novos empréstimos e financiamentos. Cabe ressaltar que a troca de dívida pelo capital próprio de investidores institucionais pode aumentar o poder discricionário que o acionista controlador terá para alocar esses recursos, especialmente quando os investidores institucionais não têm o ativismo esperado pelos demais acionistas minoritários.

Em relação às variáveis de controle, apenas três apresentaram coeficientes estatisticamente significantes em todas as regressões: a adesão ao índice de governança corporativa (*IGC*), o tamanho da empresa (*LnAt*) e a rentabilidade operacional dos ativos (*ROA*). Enquanto as empresas mais rentáveis e com ações listadas no IGC tendem a diminuir o volume da dívida da empresa, possivelmente em decorrência de melhores oportunidades para captar recursos próprios, o tamanho da empresa apresenta-se como um aspecto relevante para que a empresa tenha um volume maior de dívida,

possivelmente devido às garantias reais. Já as variáveis relacionadas ao conselho de administração, tais como a quantidade total de membros (*SizeBoard*), o percentual de conselheiros externos e a dupla ocupação de cargos de CEO e de conselheiro desempenhada pela mesma pessoa (*CEOb*), não apresentaram coeficientes estatisticamente significantes em todas as regressões analisadas.

Na tabela 37 apresentam-se os resultados das regressões que tiveram o endividamento de curto prazo (*DivCpDt*) como variável dependente.

Tabela 37 - Efetividade dos investidores institucionais (*DLarg*) em atrair recursos de longo prazo

Var. <i>-DivCpDt</i>	1	2	3	4	5	6	7
β_0 - Intercepto	161,72***	159,88***	162,74***	163,48***	162,73***	159,34***	159,45***
β_1 - <i>DLarg</i>	-3,81**	-3,71**	-5,94**	-13,35**	-4,72**	-1,75	-2,12
β_2 - <i>Cont1</i>	0,01		0,002		0,01		
β_3 - <i>Wedg1</i>	-0,40		-0,61		-1,11		
β_4 - <i>Cont5</i>		0,00		-0,03		0,01	0,005
β_5 - <i>Wedg5</i>		0,99		0,95		2,45	1,00
β_6 - <i>Cont1*DLarg</i>			0,04				
β_7 - <i>Cont5*DLarg</i>				0,12			
β_8 - <i>Wedg1*DLarg</i>					1,61		
β_9 - <i>Wedg5*DLarg</i>						-6,00*	
β_{10} - <i>Out*DLarg</i>							-1,85
β_{11} - <i>Out</i>	-2,29	-1,34	-2,42	-1,43	-2,58	-1,41	-0,97
β_{12} - <i>IGC</i>	-1,69	-1,86	-1,67	-1,87	-1,67	-1,99	-1,83
β_{13} - <i>CEOb</i>	1,66	1,59	1,69	1,50	1,72	1,51	1,55
β_{14} - <i>SizeBoard</i>	-0,04	0,04	-0,03	0,06	-0,03	0,06	0,05
β_{15} - <i>LnAt</i>	-7,56***	-7,51***	-7,58***	-7,53***	-7,60***	-7,53***	-7,50***
β_{16} - <i>ROA</i>	-0,13*	-0,15*	-0,14*	-0,15*	-0,13*	-0,14*	-0,14*
β_{17} - <i>DivB/At</i>	-0,16**	-0,18**	-0,16**	-0,18**	-0,16**	-0,18**	-0,18**
N (obs)	2632	2647	2632	2647	2632	2647	2647
N(grupos)	398	399	398	399	398	399	399
Prob(Chi2)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

(***), (**) e (*) representam os sinais de significância estatística a 1%, a 5% e a 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota - Apresentam-se, na tabela 37, os resultados das regressões para verificar se sé efetiva a presença de investidores institucionais (*DLarg*), tais como bancos ou fundos de pensão, em atrair recursos de longo prazo a empresa. A variável dependente é a razão entre dívida de curto prazo e dívida total da empresa. Quanto menor essa razão, maior o percentual de dívida de longo prazo da empresa. Para tanto, as regressões foram estimadas utilizando-se o modelo de efeitos fixos, com estimação robusta segundo o método de White (1980).

Na tabela 37 verifica-se que a presença de investidores institucionais é um aspecto relevante para diminuir a concentração de dívida de curto prazo da empresa, conforme se constata pelo coeficiente β_1 , que foi negativo em todas as regressões analisadas e estatisticamente significativo nas regressões de 1 a 5. Considera-se, ainda, que esses resultados complementam aqueles já obtidos na tabela 36 e sugerem que a presença de um banco ou de fundo de investimento como um dos maiores investidores

do capital acionário nas empresas brasileiras exerce efeito positivo, seja no volume, seja na maturidade da dívida.

Os dados da tabela 37 mostram, ainda, que as variáveis relacionadas à concentração e ao excesso do poder de voto do maior e dos cinco maiores acionistas controladores não foram estatisticamente significantes nas regressões analisadas. No entanto, permite identificar que a efetividade do investidor institucional em potencializar um maior endividamento de longo prazo para a empresa é maior quando este investe em empresas com elevado excesso do poder de voto dos cinco maiores investidores, conforme se constata pelo coeficiente β_9 na regressão 6. Destaca-se, ainda nas regressões 6 e 7, que o efeito do coeficiente β_1 não apresentou significância estatística, embora o seu sinal negativo fosse coerente com o sinal encontrado nas demais regressões. Ao analisar os coeficientes β_9 na regressão 6 e β_{10} na regressão 7, interpreta-se que a relação entre a presença de investidores institucionais e a maturidade da dívida da empresa seja mais bem definida diante o efeito moderador do excesso do poder de voto dos cinco maiores acionistas em comparação com o efeito moderador do percentual de conselheiros externos.

Em relação aos coeficientes das variáveis de controle, destaca-se que o tamanho da empresa ($LnAt$), a rentabilidade operacional dos ativos (ROA) e o volume da dívida ($DivB/At$) foram estatisticamente significantes e apresentaram sinais negativos em todas as regressões analisadas, ou seja, exerceram influência positiva no endividamento de longo prazo das empresas brasileiras presentes na amostra.

Os dados da tabela 38 apresentam as regressões que levam em conta a variável dependente referente ao custo da dívida (Kd). A presença de investidores institucionais apresentou coeficiente com sinal positivo e estatisticamente significante apenas nas regressões de 7 e 8, quando levou em conta a sua interação com o percentual de conselheiros externos ($Out*Dlarg$), cujo coeficiente foi negativo e estatisticamente significante. Interpreta-se que essas evidências sugerem que o efeito líquido da presença de investidores institucionais é negativo ($\beta_1+\beta_{10}$), seja nas regressões 7 ou 8. Ou seja, o efeito líquido negativo da variável ($DLarg$) depende de um elevado percentual de conselheiros externos na empresa que tem, pelo menos, um investidor institucional em seu capital acionário. Nessa condição, constata-se que a presença de investidores institucionais diminui o custo da dívida das empresas no mercado brasileiro.

Tabela 38 - Efetividade dos investidores institucionais (*DLarg*) em diminuir o custo da dívida

Var. - <i>Kd</i>	1	2	3	4	5	6	7	8
β_0 - Intercepto	116,92*	81,25	112,15	75,97	114,7***	81,75	114,54*	79,16
β_1 - <i>DLarg</i>	-3,84	-2,84	5,91	11,35	-1,52	-4,06	45,09**	47,42**
β_2 - <i>Cont1</i>	0,06		0,11		0,06		0,06	
β_3 - <i>Wedg1</i>	1,48		2,44		3,31		1,45	
β_4 - <i>Cont5</i>		0,14		0,20		0,14		0,13
β_5 - <i>Wedg5</i>		9,52*		9,58*		8,62		9,80**
β_6 - <i>Cont1*DLarg</i>			-0,19					
β_7 - <i>Cont5*DLarg</i>				-0,17				
β_8 - <i>Wedg1*DLarg</i>					-4,09			
β_9 - <i>Wedg5*DLarg</i>						3,68		
β_{10} - <i>Out*DLarg</i>							-56,9***	-58,40***
β_{11} - <i>Out</i>	-4,82*	-4,24	-4,82*	-4,32	-4,76*	-4,22	-2,95	-2,32
β_{12} - <i>IGC</i>	-6,97*	-7,00*	-7,06*	-6,98*	-7,02*	-6,92*	-6,09	-6,13
β_{13} - <i>CEOb</i>	-8,18	-7,93	-8,39	-7,88	-8,39	-7,86	-9,10	-8,89
β_{14} - <i>SizeBoard</i>	4,08	3,59	4,03	3,64	4,03	3,55	2,62	2,08
β_{15} - <i>LnAt</i>	-2,71	-1,01	-2,57	-0,97	-2,59	-1,01	-2,59	-0,85
β_{16} - <i>ROA</i>	-0,11	-0,11	-0,11	-0,10	-0,12	-0,11	-0,10	-0,10
β_{17} - <i>DivB/At</i>	-0,86***	-0,87***	-0,86***	-0,88***	-0,86***	-0,87***	-0,86***	-0,87***
N (obs)	2514	2529	2514	2569	2553	2569	2553	2569
N(grupos)	392	394	392	394	392	394	392	394
Prob(Chi2)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

(***), (**) e (*) representam os sinais de significância estatística a 1%, a 5% e a 10%, respectivamente.

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota - Apresentam-se, na tabela 38, os resultados das regressões para verificar se é efetiva a presença de investidores institucionais (*DLarg*), tais como bancos ou fundos de pensão, em diminuir o custo da dívida da empresa (*Kd*). Para tanto, as regressões foram estimadas utilizando-se o modelo de efeitos fixos.

Ao analisar a interação entre as variáveis relacionadas à concentração acionária, verifica-se que apenas a variável (*Wedg5*) apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo nas regressões 2, 4 e 8, o que sugere que o excesso do poder de voto dos cinco maiores acionistas aumenta o custo da dívida da empresa. O fato de a variável (*Wedg1*) não ter apresentado coeficiente estatisticamente significativo em todas as regressões analisadas reforça o argumento de que dois fatores são relevantes para determinar o custo da dívida e que são relacionados à concentração acionária das empresas brasileiras: 1- excesso do poder de voto dos cinco maiores investidores, que tem efeito positivo no custo da dívida; 2- se há investidor institucional dentre os cinco maiores acionistas, que diminui o custo da dívida desde que seja elevado o percentual de conselheiros externos.

Em relação à efetividade de a adesão aos níveis de governança corporativa reduzir o custo da dívida, o coeficiente da variável (*IGC*) indica que o sinal negativo foi estatisticamente significativo apenas nas regressões de 1 a 6, o que contribui com o argumento de que o esforço no âmbito da empresa em praticar um maior padrão de governança corporativa diminui o seu custo da dívida. No entanto, o coeficiente da variável (*IGC*) perdeu a sua significância estatística nas regressões 7 e 8, quando foi inserida a variável de interação entre percentual de conselheiros externos (*Out*) e a

presença de investidores institucionais no capital acionário das empresas (*DLarg*). Interpreta-se que essa perda de significância do parâmetro da variável (*IGC*) reforça o argumento de que o percentual de conselheiros externos, possivelmente indicados pelos investidores institucionais, é relevante para diminuir o conflito de agência entre acionistas e credores nas empresas brasileiras. Em outras palavras, chega-se a essa interpretação ao identificar que o percentual de conselheiros externos reduz o custo da dívida, conforme verificado nas regressões 1, 3 e 5, porém, de forma mais acentuada nas empresas que têm investidores institucionais, como se verifica nas regressões 7 e 8.

Já a variável relacionada ao volume da dívida (*DivB/At*) apresentou sinal negativo e estatisticamente significativa em todas as regressões analisadas, indicando que, quanto maior a dívida, menor o seu custo. Embora não reportadas, as regressões incluindo o termo quadrático da variável endividamento indicaram existir uma relação em forma de U invertido entre o volume e o custo da dívida, não tendo a relação das principais variáveis de interesse sido alterada em termos de interpretação econômica e estatística.

As evidências apresentadas nas tabelas 36, 37 e 38 indicam que a presença do investidor institucional parece ser um fator relevante para mitigar os conflitos de agência entre acionistas e credores nas empresas brasileiras. No entanto, os resultados das regressões 4, 5 e 6 não oferecem suporte para argumentar que a presença de investidores institucionais represente maior proteção ao acionista minoritário, seja na efetividade de aumentar o valor da empresa, seja o seu desempenho financeiro, ou de praticar o *turnover* do principal executivo da empresa (CEO). Uma explicação para essas evidências é a possibilidade de o acionista controlador ser capaz de anular ou de compensar um possível ativismo do investidor institucional em favor dos acionistas minoritários, com o objetivo de manter o entrincheiramento do maior acionista de protegê-lo contra a tomada hostil de aquisições. Outra evidência que, se verificada, fortaleceria tais afirmativas seria a de que o acionista controlador empenha esforços para escolher o investidor institucional que irá fazer parte da composição acionária de sua empresa. Considera-se que as evidências encontradas na tabela 32 não rejeitaram essa possibilidade.

6.4 Conclusões do capítulo

Objetivou-se, neste capítulo, verificar se existe relação entre os mecanismos de alavancagem do poder de voto e a efetividade de os investidores institucionais, tais como bancos e fundos de pensão, mitigarem os conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários.

Como principais conclusões, destaca-se que não foram encontradas evidências de que a presença de investidores institucionais mitiga o risco de expropriação aos acionistas minoritários das empresas brasileiras ou, se tais investidores mitigam este conflito, as evidências encontradas foram em condições muito restritas. A presença de um banco ou de um fundo de investimento na composição acionária das empresas brasileiras parece ser influenciada por características das empresas que estão associadas com a prática da alavancagem do poder de voto do acionista controlador, contrariando as evidências e os argumentos de que tais investidores são mais propensos a evitar investimentos nas empresas com pior qualidade da governança corporativa. Além disso, verifica-se que, se, por um lado, a presença de investidores institucionais não está associada com a agregação de valor das empresas e nem com o monitoramento do CEO ou do acionista controlador, por outro, as evidências encontradas sugerem que a presença de tais investidores mitiga os conflitos de agência entre acionistas e credores, porém, possivelmente à custa dos acionistas minoritários.

Dessa forma, é possível concluir, ainda, que o desenvolvimento das melhores práticas de governança corporativa ainda depende do interesse do acionista controlador, que é capaz de encontrar alternativas para efetivar a sua preferência pelo entrenchamento e de se proteger contra a tomada hostil de aquisição, mesmo sinalizando para o mercado que tem se engajado em melhorar a qualidade da governança corporativa no âmbito da empresa.

Por fim e em decorrência dos resultados desse cenário, verifica-se que a presença de investidores institucionais na estrutura de propriedade das empresas brasileiras tem assumido uma função não prevista pela teoria da agência, tal como viabilizar uma maior alavancagem do poder de voto do maior acionista da empresa e acentuando, dessa maneira, o conflito de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários. Ao serem analisadas conjuntamente, essas conclusões

contrastam com aquelas encontradas por McCahery, Sautner e Starks (2010), Iliev et al. (2015), os quais argumentam que a presença de investidores institucionais seja uma possível solução para a empresa melhorar o seu sistema de governança corporativa. Por outro lado, considera-se que os resultados encontrados nessa tese sejam consistentes com aqueles obtidos por Amaral et al. (2008), no mercado brasileiro, os quais encontraram indícios que a presença de investidores institucionais, assim como o excesso do poder de voto do maior acionista, está associada com maiores atrasos na divulgação dos relatórios financeiros.

Como principais limitações deste capítulo, cita-se a não utilização de *proxies* alternativas que sejam associadas às características dos investidores institucionais. Nesse sentido, recomenda-se que futuros trabalhos explorem a divisão entre bancos ou fundos de pensão, se são públicos ou privados, ou se são domésticos ou estrangeiros. Além disso, sugere-se que futuros estudos verifiquem se o percentual de propriedade dos investidores institucionais seja relevante para explicar por que esses investidores podem falhar em mitigar o conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários, bem como verificar se tais investidores têm carteiras concentradas ou diversificadas, uma vez que tais características podem afetar o processo decisório na empresa, especialmente o nível de risco dos investimentos implementados, conforme argumentam Dhillon e Rossetto (2014). Por fim, recomenda-se que futuros trabalhos verifiquem o que faz o investidor institucional a se engajar mais no ativismo da governança corporativa no mercado brasileiro, e os trabalhos de Parrino et al. (2003), McCahery, Sautner e Starks (2010), e Iliev et al. (2015), por exemplo, constituem-se como possíveis pontos de partida para atender a esse objetivo. Verifica-se, dessa forma, que o fenômeno do desenvolvimento da governança corporativa ainda carece de novos estudos que permitem compreender melhor quais são os aspectos relevantes da estrutura de propriedade que mitigam os possíveis conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários no mercado brasileiro.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Objetivou-se nesta tese verificar quais são as fontes de alavancagem do poder de voto que permitem ao acionista controlador efetivar a prática do entrincheiramento, em detrimento da prática do alinhamento, nas empresas brasileiras de capital aberto. Para tanto, levaram-se em conta a estrutura indireta de controle acionário, o acordo de acionistas, bem como a possível obediência indevida dos conselheiros ao CEO e/ou ao acionista controlador, como possíveis fontes de alavancagem do poder de voto do acionista controlador, os quais possivelmente permitem que seja efetiva a prática do entrincheiramento nas empresas brasileiras. O banco de dados utilizado corresponde a 3.057 observações coletadas no período de 2000 a 2012. Considera-se que foram seis as principais conclusões, as quais são destacadas a seguir.

A primeira conclusão foi a de que a emissão de duas classes de ações tende a ser o canal mais simples para os acionistas controladores praticarem o entrincheiramento. Encontrou-se relação negativa entre a emissão de ações sem direito a voto e o valor de mercado da empresa e relação positiva da utilização deste mecanismo de alavancagem do poder de voto e a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa. Além disso, verificou-se que, nas empresas cujos acionistas controladores praticam a alavancagem do poder de voto por meio da emissão de ações sem direito a voto, a independência do conselho de administração tende a ser menos efetiva em substituir o CEO da companhia. Por fim, essas conclusões tornaram-se mais robustas quando se verificou que os possíveis efeitos positivos da emissão de duas classes de ações sobre o valor da empresa são menores que os efeitos negativos. Tal conclusão se justifica após constatar-se que os possíveis efeitos positivos decorrentes da emissão de duas classes de ações, tais como a possível reputação do tipo familiar que controla a empresa, tendem a ser superestimados, caso não seja levado em conta o viés de autosseleção da amostra. Esta tese seguiu o trabalho de Gompers, Ishii e Metrick (2010) para contribuir com a literatura nacional sobre esse tema.

A segunda conclusão foi a de que as alterações legais ocorridas no início da década de 2000 bem como a criação do Novo Mercado contribuíram para diminuir a alavancagem do poder de voto do acionista controlador. No entanto, identificou-se que outras fontes de alavancagem do poder de voto têm sido crescentemente utilizadas, o que permite questionar se o risco de expropriação aos acionistas minoritários tem sido

mitigado, ou se mantido por meio de uma nova configuração, a qual tem ameaças ao desenvolvimento da governança corporativa no Brasil, que são semelhantes à não concessão do poder de voto a todas as ações. Por exemplo, as evidências mostraram que houve uma diminuição significativa do número de empresas que utilizam a emissão de duas classes de ações durante o período analisado de 2000 a 2012, ao mesmo tempo em que se identificou um aumento da quantidade de empresas com ações listadas no Novo Mercado, no qual elas devem emitir apenas ações com direito a voto. No entanto, verificou-se que é comum os acionistas controladores das empresas inseridas no Novo Mercado adotarem a estrutura piramidal de controle, o acordo de acionistas e a indicação de conselheiros externos para compor o conselho de administração. Além disso, as evidências mostraram que, embora exista, no Novo Mercado, a restrição de que os cargos de CEO e de *chairman* sejam ocupados por pessoas distintas apenas após o ano de 2011, é comum o CEO participar do conselho de administração, mesmo sem ser na posição de presidente do conselho.

A terceira conclusão foi a de que a estrutura piramidal de controle tem custos e benefícios relacionados ao desempenho financeiro das empresas brasileiras. Enquanto a adesão de grandes grupos empresariais pode ser um possível mecanismo substituto da eficiência do mercado de ações, agindo com um redutor das restrições financeiras das empresas, o que constitui oportunidades de tal característica no mercado brasileiro, a quantidade excessiva de níveis existentes entre o primeiro acionista até o último acionista controlador da estrutura piramidal constitui uma ameaça ao objetivo de aumentar o valor da empresa, bem como o risco de oportunismo oferecido por esse instrumento de alavancagem do poder de voto. Além disso, verificou-se que o efeito positivo da estrutura piramidal de controle sobre o valor da empresa é pronunciado apenas quando não há a emissão de duas classes de ações simultaneamente.

A quarta conclusão está relacionada à prática do acordo de acionistas, que é comumente encontrada nas empresas brasileiras em uma quantidade crescente, no decorrer do período analisado, especialmente no Novo Mercado. Após controlar os problemas de endogeneidade e de autosseleção da amostra, os resultados foram consistentes em apontar que o acordo de acionistas tem efeito negativo no desempenho financeiro das empresas, e que o mesmo se constitui como um elemento que aumenta a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa, o que sugere que as empresas que têm acordo de acionistas tendem a apresentar maiores restrições financeiras, assim como foi identificado para as empresas com emissão de duas classes de ações.

A quinta conclusão foi em relação ao possível enfraquecimento do poder decisório do conselho de administração quando 1- os conselheiros externos estão sob o domínio de acionistas controladores que utilizam a emissão de duas classes de ações, especialmente quando é positivo o valor da variável (*Wedge*) para o maior acionista controlador; 2- quando o CEO da companhia participa do conselho de administração, seja como presidente (*chairman*) ou simplesmente como um conselheiro. Destaca-se que, embora a emissão de duas classes de ações não seja uma característica das empresas do Novo Mercado, tais empresas tendem a ter o CEO como membro do conselho de administração.

A sexta conclusão refere-se às possíveis razões do acordo de investidores se constituir como um mecanismo de alavancagem do poder de voto do maior acionista da empresa. Verificou-se que a presença de investidores institucionais, tais como bancos ou fundos de pensão, está positivamente associada com a prática do acordo de acionistas. No entanto, essas evidências sugerem que o maior acionista da empresa seja capaz de reduzir o seu percentual de ações ordinárias, porém praticando a alavancagem do poder de voto, o que permite a esse investidor efetivar a sua possível preferência pelo entrincheiramento, ao invés da preferência pelo aumento do valor da empresa. Uma vez que o acordo de acionistas, bem como a utilização de duas classes de ações ou a de estrutura piramidal de controle, tende a ser um possível determinante da presença de investidores institucionais no capital acionário das empresas brasileiras, interpreta-se que o acionista controlador seja capaz de escolher o investidor institucional que irá possivelmente monitorá-lo. Dessa forma, essas evidências sinalizam que a presença de investidores institucionais seja uma fonte indireta de alavancagem do poder de voto do maior acionista nas empresas brasileiras, ao invés de ser um mecanismo redutor dos efeitos negativos decorrentes da preferência ao entrincheiramento do acionista controlador conforme esperado pela teoria da agência.

A partir das diferentes evidências apresentadas nesta tese, fazem-se algumas inferências que sugerem importantes implicações sobre uma possível reforma da governança corporativa no mercado brasileiro. Interpretou-se que há evidências que sugerem que os acionistas controladores das empresas brasileiras utilizam fontes indiretas e substitutas de alavancagem do poder de voto, conforme o contexto em que essas empresas estão inseridas. Essa interpretação decorre do fato de que, quando não é possível que a empresa emita duas classes de ações, os acionistas controladores tendem a utilizar duas principais estratégias para manter a habilidade de praticar o

entrincheiramento. A primeira seria o acordo de acionistas, que está negativamente relacionado com o valor da empresa e com a probabilidade de *turnover* do CEO, e positivamente relacionado com a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa, ao invés das oportunidades de crescimento, o que sugere que a alocação dos recursos nas empresas que têm acordo de acionistas é mais propensa de ser considerada ineficiente. Uma segunda estratégia seria o esvaziamento do processo decisório do conselho de administração nessas empresas, mesmo com níveis maiores de conselheiros externos, os quais tendem a ser efetivos em aumentar o valor da empresa e praticar a substituição do CEO apenas quando não há indícios de que o acionista controlador tem preferência e o poder para praticar o entrincheiramento, tal como pode acontecer quando há a emissão de duas classes de ações ou, alternativamente, o acordo de acionistas. Essa interpretação sinaliza que o ambiente legal do mercado brasileiro permite que os acionistas controladores utilizem diferentes estratégias que garantem o entrincheiramento. E que, tanto o acordo de acionistas, quanto a ineficácia dos conselheiros externos são evidências de que não rejeitam a hipótese de excesso de alinhamento de interesses, seja ao acionista controlador, que pode utilizar a emissão de duas classes de ações ou o acordo de acionistas para efetivar a sua preferência ao entrincheiramento, seja ao CEO da companhia, que pode influenciar e ter os seus interesses legitimados nas decisões do conselho de administração. Interpreta-se que as evidências encontradas nessa tese estão alinhadas com as proposições de pesquisa definidas no capítulo 2.

Considera-se que as possíveis limitações desta tese já foram apresentadas separadamente nos capítulos anteriores. No entanto, cabe ressaltar as limitações inerentes a cada método de pesquisa empregado, especialmente em mitigar o possível viés causado pelas diferentes fontes de endogeneidade que estão presentes nos estudos sobre governança corporativa. Nesse sentido, houve dificuldade de encontrar instrumentos para as variáveis que possivelmente são endógenas, o que permitiria a aplicação de métodos considerados mais robustos que tratem, principalmente, da possível relação de simultaneidade entre as variáveis estudadas. Uma possível solução seria a aplicação do modelo dos métodos dos momentos generalizados (GMM), que não exige que o pesquisador encontre instrumentos externos ao sistema de equações, porém considera-se que este não seria adequado, uma vez que as principais variáveis de interesse analisadas nesta tese são de natureza binária.

Como sugestões para futuros trabalhos, recomenda-se verificar novas razões pelas quais o acordo de acionistas pode assumir relação com o valor da empresa. Nesse

sentido, aconselha-se verificar a relevância de novos fatores, tais como o tipo de acionista externo à empresa que realiza o acordo com o acionista controlador, seja uma instituição privada ou pública, bem como verificar a relevância do equilíbrio do poder de voto entre os participantes do acordo de acionistas. Dessa forma, acredita-se que as evidências apresentadas nesta tese criam novas bases para a formulação de novas hipóteses de pesquisa que potencialmente irão contribuir com uma maior compreensão sobre quais são os fatores que impedem o desenvolvimento efetivo da governança corporativa no mercado brasileiro.

REFERÊNCIAS

ADAMS, R.; ALMEIDA, H.; FERREIRA, D. Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *Review of Financial Studies*, v.18, p. 1.403 -32, 2005

ADAMS R.; FERREIRA, D. One share-one vote: the empirical evidence. *Review of Finance*, v. 12, n. 12, p.51-91, 2008.

ADAMS, R.; HERMALIN, B. E., WEISBACH, M. S. The role of boards of directors in corporate governance: a conceptual framework & survey, 2009. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1299212> Acesso em: 13 set.2014.

ADAMS, R. B., HERMALIN, B. E., WEISBACH, M. S. The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature*, v. 48, p. 58 -107, 2010.

AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. R. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. v.31, p. 377-397, 1996.

AGGARWAL, R.; EREL, I.; WILLIAMSON, R.; STULZ, R.M. Differences in governance practices between U.S. and foreign firms: measurement causes and consequences. 2007. Disponível em:<<http://www.ssrn.com/abstract=1001454>> Acesso em: 15 dez. 2014.

AGGARWAL, R.; EREL, I.; FERREIRA, M.; MATOS, P. Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, v. 100, p. 154-81, 2011.

ALDRIGHI, D. M.; MAZZER Neto R.. Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 25, n. 2 , p.115-37, 2005.

ALDRIGHI, D. M.; MAZZER Neto R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, v. 61, n. 2, p.129-52, 2007

ALDRIGHI, D.; POSTALI, F. Propriedade piramidal das empresas no Brasil. *Revista Economia*, v. 12, n.1, p. 27-48, jan./abr. 2011.

ALDRIGHI, D. M.; DIAZ, M. D. M.; POSTALI, F. A. S. Pyramidal ownership structures in companies and corporate governance in Brazil: the role of Novo Mercado, 2012. Disponível em: <<http://www.fea.usp.br/feaecon/RePEc/documentos/AldrighiDiazPostali10WP.pdf>> Acesso em: 4 ago. 2014.

ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M. *Financial constraints and investment–cash flow sensitivities: new research directions*, New York University and University of Illinois, 2002, working paper.

ALMEIDA, H.; PARK, S. Y.; SUBRAHMANYAM, M.; WOLFENZON, D. (2010) The structure and formation of business groups: evidence from Korean Chaebols, 2010. Disponível em: <<http://people.stern.nyu.edu/msubrahm/papers/Pyramids.pdf>> Acesso em: 5 abr. 2014.

ALMEIDA, H.; WOLFENZON, D. A theory of pyramidal ownership and family business groups. *The Journal of Finance*, v. 61, n. 6 2006a.

ALMEIDA, H.; WOLFENZON, D. Should business groups be dismantled? The equilibrium costs of efficient internal capital markets. *Journal of Financial Economics*, v. 79, p. 99-44, 2006b.

AMARAL, H. F.; IQUIAPAZA, R. A.; TOMAZ, W. P.; BERTUCCI, L. A. Governança corporativa e divulgação de relatórios financeiros anuais. *Contabilidade Vista & Revista*, v.19, n.1, p. 61-82, 2008.

ANDERSON, R.; REEB, D. Board composition: balancing family influence in S&P 500 Firms. *Administrative Science Quarterly*, v. 49, p. 209 - 37, 2004.

ANDRADE, L. P.; SALAZAR, G.T.; CALEGÁRIO, C.L.L.; SILVA, S.S. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 10, n. 4, p. 4-31, 2009.

BAGLIOINI, A.; COLOMBO, L. The efficiency view of corporate boards: theory and evidence. *Applied Economics*, v. 45, p. 497 - 510, 2013.

BAKER, M., GOMPERS, P., The determinants of board structure at the initial public offering. *J. Law Econ*, v. 46, p. 569-98, 2003.

BALASUBRAMANIAN, N.; BLACK, B. S., KHANNA V. Firm-level corporate governance in emerging markets: a case study of India. *Emerging Market Review*, v.11 n.4, p. 319-40, 2010.

BEBCHUK, L. A.; KRAAKMAN, R. H.; TRIANTIS, G. G. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights. In: MORCK, R. (Ed.). *Concentrated corporate ownership*. University of Chicago Press, 2000, p. 295-315.

BEBCHUK, L.A.; HAMDANI A. The elusive quest for global governance standards. 2009. Disponível em: < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1374331> Acesso em: 20 dez. 2014.

BENA, J.; ORTIZ-MOLINA, H. Pyramidal ownership and creation of new firms. *Journal of Financial Economics*, v. 108, n. 3, p. 798-821, 2013.

BENNETSEN, M., WOLFENZON, D. The balance of power in closely held corporations. *Journal of Financial Economics*, v. 58, p. 113–39, 2000.

BENNETSEN, M.; NIELSEN, K. Incentive and entrenchment effects in european ownership. *Journal of Banking and Finance*, v. 34, n. 9, p. 2.212–29, 2010.

BENOS, E.; WEISBACH, M.S. Private benefits and cross-listings in the United States. *Emerging Markets Review*, v. 5, p. 217-40. 2004.

BERGERMAN, M. M. Voting trusts and non-voting stock. *The Yale Law Journal Company*, v. 37, n. 4, p. 445-67, 1928.

BERTRAND, M.; PARAS, M.; MULLAINATHAN, S. Ferreting out tunnelling: an application to indian business groups. *Quarterly Journal of Economics*. V.117, n. 1, p.1.047-73, 2002.

BHAGAT, S.; BLACK, B. The uncertain relationship between board composition and firm performance. *Business Lawyer*, v. 54, p.921-63, 1999.

BIGELLI, M.; MEHROTRA, V.; RAU, P. R. Why are shareholders not paid to give up their voting privileges? Unique evidence from Italy. *Journal of Corporate Finance*, v.17, n. 5, p. 1.619-35, 2011.

BLACK, B.S.; CARVALHO, A. G.; GORGA, E. What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIC countries). *Journal of Corporate Finance*, v.17, p.1-19, 2011.

BLACK, B. S.; CARVALHO A. G.; SAMPAIO, J. O. The evolution of corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, v. 20, p. 176-95, 2014

BOONE, A. L.; FIELD, L. C.; KARPOFF, J. M.; RAHEJA, C. G. The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 85, p. 66–101, 2007.

BOOT, L.; AIVAZIAN, V.; DEMIRGUC-KUNT, A; MAKSIMOVIC, V. Capital structures in developing countries. *Journal of Finance*, v. 56, p. 87-130, 2001.

BORTOLON, P. M. Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. BASE – *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, v. 10, n. 1, p. 2-18, jan./mar. 2013.

BORTOLON, P. M.; LEAL, R. P. C. Determinantes da estrutura piramidal de controle. In: 10º. ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2010, São Paulo. *Anais...* São Paulo, 2010.

BORTOLON, P. M.; LEAL, R. P. C. Dual-class unifications and corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, v. 20, p. 89-108, 2014.

BRAGA-ALVES, M. V.; SHASTRI, K. Corporate governance, valuation, and performance: evidence from a voluntary market reform in Brazil. *Financial Management*, p. 139-57, Spring, 2011.

BRICKLEY, J. A.; COLES, J. L; GREGG A. JARRELL, G.A. The leadership structure: separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, v. 3, p. 189–220 1997.

BRICKLEY, J. A.; ZIMMERMAN, J. L. Corporate governance myths: comments on Armstrong, Guay and Weber. *Journal of Accounting and Economics*, v. 50, p. 235-45, 2010.

BROWN, J. R.; PETERSEN, B. C. Why has the investment-cash flow sensitivity declined so sharply? Rising R&D and equity market developments. *Journal of Banking & Finance*, v. 33, p. 971-84, 2009.

BURKART, M.; LEE, S. One share-one vote: the theory. *Review of Finance*, v. 12, p. 1-49, 2008.

BYUN, H.Y.; CHOI, S.; HWANG, L.S.; KIM, R. G. Business group affiliation, ownership structure, and the cost of debt. *Journal of Corporate Finance*, v. 23, p. 311-31, 2013.

CAIXE, D. F. Relação dinâmica entre a estrutura de propriedade e controle e o valor de mercado corporativo no Brasil: análise da primeira década do século XXI. 2012, 138 p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Ribeirão Preto.

CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. *Microeconometrics using stata, revised edition*. Texas: Stata Press, 2010.

CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. *Microeconometrics: methods and applications*. New York: Cambridge University Press, 2005.

CAMPA, J.; KEDIA, S. Explaining the diversification discount. *Journal of Finance*, v. 57, p. 1.731-62, 2002.

CARVALHAL, A. Do shareholder agreements affect market valuation? Evidence from brazilian listed firms. *Journal of Corporate Finance*, v. 18, n.4 p. 919-33, 2012.

CHEMLA, G.; HABIB, M.; LJUNGQVIST, A.. An analysis of shareholder agreements. *Journal European Economic Association*, v. 5, n.1, p.93-121, 2007.

CHEN, K.; CHEN, Z.; WEI, K. Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, v. 15, p. 273-89, 2009.

CHEN, Y.; LI, W.; LIN, K. J. Cumulative voting: investor protection or antitakeover? Evidence from family firms in China. *Corporate Governance: An International Review* 2014.

CHI, W.; WANG, Y. Ownership, performance and executive turnover in China. *Journal of Asian Economics*, v. 20. p. 465-78 2009.

CHUNG, K.; ZHANG, H. Corporate governance and institutional ownership. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 46, n.1, p. 247-73, 2011.

CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, v. 23, n. 3, p. 70-4, 1994.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L.H.P. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, v. 58, p. 81-112, 2000.

CLAESSENS, S.; FEYEN, E. E.; LAEVEN, L. Political connections and preferential access to finance: the role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, v. 88, p. 554-80, 2008.

COASE, R.H. The nature of the firm. *Economica*, v.4, n.16, p.386-405, 1937.

COFFE, J. The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Northwestern University Law Review*, v. 93, p. 641-708, 1999.

COMISSÃO de Valores Mobiliários. Governança corporativa. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 20 nov. 2013.

CORREIA, L. F. Um índice de governança para empresas no Brasil. 2008, 271 p. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Faculdade de Ciências Econômicas, Belo Horizonte – Minas Gerais.

COUGHLAN, A.T.; SCHMIDT, R.M. Executive compensation, management turnover, and firm performance: an empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, p. 43-66. 1985

CRONQVIST, H., NILSSON, M. Agency costs of controlling minority shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, p. 695-719, 2003

DAHYA, J.; DIMITROV, O; MCCONNELL, J. J. Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, vol.87, p. 73-100, 2008

DEANGELO, H.; DEANGELO, L. Managerial ownership of voting rights. *Journal of Financial Economics*, v. n.14, p.33-69, 1985.

DEFOND, M.; HUNG, M. Investor protection and corporate governance: evidence from worldwide CEO turnover. *Journal of Accounting Research*, v. 42, p. 269-312, 2004.

DEMSETZ, H. The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, v. 26, p. 375-90 1983.

DENIS, D.; MCCONNELL, J. International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, p. 1-36 2003.

DESENDER, K. A. The relationship between the ownership structure and the role of the board. (2009) Disponível em:
<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1440750> Acesso em: 8 maio 2014.

DHILLON, A.; ROSSETTO, S. Ownership structure, voting, and risk. *Review of Financial Studies*, v.0, n.0, p. 1-104, 2014.

DOIDGE, C.; KAROLYI, G.A.; LINS, K.V.; MILLER, D.P.; STULZ, R.M. Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision. *The Journal of Finance*, v. 64, n. 1. p. 425-69, 2009.

DURNEV, A.; KIM, E. H., To steal or not to steal: firm attributes, legal Environment, and valuation. *The Journal of Finance*, v. 60, n. 3, p.1.461-93, 2005.

DUTRA, M. G. L; SAITO, R. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea - RAC*, v.6, n.2, p. 9-27, 2002.

DYCK, A.; ZINGALES, L. Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance*, p. 537-600, 2004.

EASTERWOOD, J.C.; INCE, O.S.; RAHEJA, C.G. The evolution of boards and CEOs following performance declines. *Journal of Corporate Finance*, v.18, p. 727-44, 2012.

FACCIO, M.; LANG, L. H. P. The ultimate ownership of western european corporations. *Journal of Financial Economics*, v. 65, p. 365-695, 2002.

FACCIO, M., LANG, L. H.P., YOUNG, L. Pyramiding vs leverage in corporate groups: international evidence. *Journal of International Business Studies*. v. 41, p. 88-104, 2010.

FAMA, E. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

FAMA, E.; JENSEN, M.C. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, p. 301-325, 1983.

FAN, J. P. H.; WEI, J. K. C.; XU, X. Corporate finance and governance in emerging markets: a selective review and an agenda for future research. *Journal of Corporate Finance*, v. 17, n. 2, p. 207-14, 2011.

FAN, J.; TITMAN, S.; TWITE, G. An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of financial and quantitative analysis*, v. 47, n. 1, p. 23–56, 2012.

FAZZARI, S.; HUBBARD R.G.; PETERSEN, B. C. Financing constraints and corporate investment. 1988. Disponível em:< <http://www.nber.org/papers/w2387>> Acesso em: 24 abr. 2014.

FERNANDES JUNIOR, M.; BARROS, L. A. B. C. O controle familiar ou individual e o desempenho das companhias abertas brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2010, São Paulo. *Anais...* São Paulo: SBFIN, 2010.

FERREIRA, M.; MATOS, P. The colors of investors' money: the role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, v. 88, p. 499-533, 2008.

GIANFRATE, G. What do shareholders' coalitions really want? Evidence from Italian voting trusts. *Corporate Governance: An International Review*, v. 15, n. 2. p.122-32 2007.

GIANNETTI, M; SIMONOV, A. Which investors fear expropriation? Evidence from investors' portfolio choices, *Journal of Finance*, v. 61, n.3, p. 1.507-47, 2006.

GILLAN, S.; STARKS, L. Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: a global perspective. *Journal of Applied Finance* v. 13, p. 4–22 2003.

GOMPERS, P. A.; ISHII, J.; METRICK, A. Extreme governance: an analysis of dual-class firms in the United States. *The Review of Financial Studies*, v. n.23, n. 3, p.1.051-88, 2010.

GONDRIGE, E. O.; CLEMENTE, A.; ESPEJO, M.M.S.B. Estrutura do conselho de administração e valor das companhias brasileiras. *Brazilian Business Review*, v. 9, n. 3 p. 72-95, 2012.

GORGA, E. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, v. 29, p. 439-554, 2009.

GORGA, E.; GELMAN, M. O esvaziamento crescente do conselho de administração como efeito da vinculação de seu voto a acordos de acionistas no Brasil. 2012. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/1o_Colocado.pdf> Acesso em: 10 jun. 2014.

GOYAL, V. K.; PARK, C.W. Board leadership structure and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance*, v. 8, p. 49–66 2002.

GRANOVETTER, M. Business groups and social organization. In: SMELSER, N. e SWEDBERG, R. The handbook of economic sociology, 2. ed. Princeton University Press, p.429-450, 2005. Disponível em: <https://www.stanford.edu/dept/soc/people/mgranovetter/documents/granhandbookecon_socio_000.pdf> Acesso em: 2 mar. 2014.

GROSSMAN, S.; HART, O. Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics*. v. 11, p. 42-64, 1980.

GUERRA, S. Os papéis do conselho de administração em empresas listadas no Brasil. 2009, 206 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

GUO, S.; FRASER, W.M. Propensity score analysis: statistical methods and applications. 2. ed. Thousand Oaks, CA: Sage Publications, 2014.

HARRIS, M.; RAVIV, A. A Theory of board control and size. *Review of Financial Studies*, v.21, n.4. p.1.797-832, 2008.

HART, O. D.. The market mechanism as an incentive scheme. *Bell Journal of Economics*, v. 14, p. 366-82, 1983.

HAUSMAN, J. Specification tests in econometrics. *Econometrica*, v. 46, n. 6, p. 1.251-71, 1978.

HECKMAN, J. Sample selection bias as specification error. *Econometrica*, v. 47, n.1, p. 153-61, 1979.

HERMALIN, B. E; WEISBACH, M. S. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, v. 88. p. 96-118, 1998.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, v. 9, n. 1, p.7-26, 2003.

HUSE, M.; HOSKISSON, R.; ZATTONI, A.; VIGANÒ, R. New perspectives on board research: changing the research agenda. *Journal of Management and Governance*, v. 15, n. 1, p.5-28, 2011.

HUSON, M.R.; PARRINO, R.; STARKS, L.T. Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: a long-term perspective. *The Journal of Finance* v. 61, n. 6 2001.

ILIEV, P.; LINS, K. V.; MILLER, D. P.; ROTH, L. Shareholder voting and corporate governance around the world. *Review of Financial Studies*, v. 59 p.2015. Disponível em:
<<http://rfs.oxfordjournals.org/content/early/2015/01/27/rfs.hhv008.full.pdf?papetoc>>
Acesso em: 2 de fev. 2015.

JAMESON, M.; PREVOST, A.; PUTHENPURACKAL, J. Controlling shareholders, board structure and firm performance: evidence from India. *Journal of Corporate Finance*, v. 27, p. 1-20, 2014.

JENSEN, M.C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, v. 76, n.2, p. 323-29, 1986.

JENSEN, M. The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, v. 48, n.3, p.831-80, 1993.

JENSEN, M.C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, p. 305-60, 1976.

JIM, K; PARK, C. Separation of cash flow and voting rights and firm performance in large family groups in Korea. *Corporate Governance: An International Review* 2015. Disponível em: <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/corg.12102/pdf>> acesso em: 18 jan. 2015.

JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. *American Economic Review*, Tunneling, v. 90, p.22-27, 2000.

KANDEL, E.; KOSENKO, K.; MORCK, R.; YAFEH, Y. Business groups in the United States: a revised history of corporate ownership, pyramids and regulation, 1930-1950, working paper. 2013. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w19691>> Acesso em: 15 jan. 2014.

KHANNA, T.; PALEPU, K. Is group affiliation profitable in emerging markets? an analysis of diversified indian business groups. *Journal of Finance*, v.55, n.2, p. 867-891, 2000.

KHANNA, T.; RIVKIN, J.W. Estimating the performance effects of business groups in emerging markets. *Strategic Management Journal*, v. 22, n. 1, p. 45-74, 2001.

KHANNA, T.; YAFEH, Y. Business groups in emerging markets: paragons or parasites? *Journal of Economic Literature*, v.45, n.2, p. 331-72, 2007.

KIM, E.H. A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity. *Journal of Finance*, v.33, n.1. p.45-63, 1978.

KIM, K.A.; KITSABUNNARAT-CHATJUTHAMARD, P.; NOFSINGER, J.R. Large shareholders, board independence, and minority shareholder rights: evidence from Europe. *Journal of Corporate Finance*, v.13. p.859-80, 2007.

KLAPPER, L.; LOVE, I., Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, v.10, n.5, p.703-28, 2004.

KLEIN, A. Firm performance and board committee structure. *Journal of Law and Economics*, v.41, p. 275-303, 1998.

KUO, YI-PING; HUNG, J.H. Family control and investment-cash flow sensitivity: moderating effects of excess control rights and board independence. *Corporate Governance: An International Review*, v. 20, n.3, p.253-66, 2012.

LA PORTA, R; LOPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A; VISHNY, R. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, p. 1.113-55, 1998.

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

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

LAEVEN, L.; LEVINE, R. Complex ownership structures and corporate valuations. *The Review of Financial Studies*, v. 21, n.2. p. 579-604, 2008.

LANG, M.; LINS, K.; MILLER, D. Concentrated control, analyst following and valuation: do analysts matter most when investors are protected least? *Journal of Accounting Research*, v. 42, , p. 589-622, June 2004.

LAZZARINI, S. G. Mudar tudo para não mudar nada: análise da dinâmica de redes de proprietários no Brasil como “mundos pequenos”. *Revista de Administração Eletrônica* v. 6, n.1, 2007 .

LAZZARINI, S. G.; MUSACCHIO, A.; BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. What do development banks do? Evidence from Brazil, 2002-2009. 2011. Disponível em:<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1969843> Acesso em: 9 out. 2014.

LAZZARINI, S. G.; MUSACCHIO, A. Leviathan as a minority shareholder: a study of equity purchases by Brazilian National Development Bank (BNDES). 1995-2003. 2010 Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1713429> Acesso em: 9 jan. 2015.

LEAL, R P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, v.6, n.1, p. 7-18, jan./abr. 2002.

LEAL, R.P.C. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v.39, n.4, p.327-37, out./nov./dez. 2004.

LEAL, R. P., CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Corporate governance and value, in Brazil (and in Chile). 2005. Disponível em: <<http://www.iadb.org/res/laresnetwork/files/pr220finaldraft.pdf>> Acesso em: 9 out. 2014.

LEAL, R.P.C. Estrutura de capitais comparada: Brasil e mercados emergentes. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v.48, n.4, p.67-78, out./nov./dez. 2008.

LEUZ, C.; KARL, L.; WARNOCK, F. Do foreigners invest less in poorly governed firms? *Review of Financial Studies*, v.22, n.8, p. 3.245-85, 2009.

LI, D. F.; PHAM, M.; KIEN, P.; ZEIN J. When financial institutions are large shareholders: the role of macro corporate governance environments. *The Journal of Finance*, v. 61, n.6. p. 2.975-3007, 2006.

LI, K.; PRABHALA, N. Self-selection models in corporate finance, in handbook of corporate finance, EspenEckboed, 2007.

LIN, C.; MA, Y.; MALATESTA, P.; XUAN, Y. Ownership structure and the cost of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, v.100. p. 1-23, 2011.

LINS, K. V. Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Qunatitative Analysis*, v.38. n. 1, p. 159-84, 2003.

LIU, Q.; TIAN, G. Controlling shareholder, expropriations and firm's leverage decision: evidence from chinese non-tradable share reform. *Journal of corporate finance* v. 18, n. 4,. 2012, p. 782–803, Sept 2012.

LOVE, I. Corporate governance and performance around the world: what we know and what we don't. *The World Bank Observer*, p. 1–29, Feb. 2010.

MADDALA, G. S. Limited-dependent and qualitative variables in economics. New York: Cambridge University Press, 1983.

MASULIS, R. W.; MOBBS, S. Are all inside directors the same? Evidence from the external directorship market, *The Journal of Finance*, v. 66, n.3, p. 823-72, 2011.

MASULIS, R., W.; PHAM, P. K.; ZEIN, J. Family business groups around the world: financing advantages, control motivations, and organizational choices. *Review of Financial Studies*, v. 24, n.11, p.3.556-600, 2011.

MAURY, B; PAJUSTE, A. Privates benefits of control and dual-class share unifications. *Managerial and Decision Economics*, v. 32, p. 355-69, 2011.

MCLEAN, R. D.; ZHANG, T.; ZHAO, M. Why does the law matter? Investor protection and its effects on investment, finance, and growth. *The Journal of Finance*, v. 67, n.1, p. 313-50, 2012.

MCCAHERY, J. A.; SAUTNER, Z.; STARKS, L. T. Behind the scenes: the corporate governance preferences of institutional investors. 2010. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1571046> Acesso em: 26 fev. 2015.

MELLONE JUNIOR, G.; SAITO, R. Monitoramento interno e desempenho da empresa: determinantes de substituição de executivos em empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Administração de São Paulo*, v. 39, n.4, p.385-97. 2004.

MENDES-DA-SILVA, W.; MORAES, W. F. A. Estrutura de governança, performance e turnover de executivos: um estudo com indústrias brasileiras. *Revista Alcance*, v. 11, p. 31-47, 2004.

MENDES-DA-SILVA, W.; FAMÁ, R.; MARTELANC, R. Governança corporativa e decisões de estrutura de capital em empresas brasileiras de capital aberto. In: XXXI ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO 2007, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

MENDES-DA-SILVA, W. Board interlocking, desempenho financeiro e valor das empresas brasileiras listadas em bolsa: análise sob a ótica da teoria dos grafos e de redes sociais. 2010. 246 p. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia Administração e Contabilidade, São Paulo.

MILGRAM, S. Behavioral study of obedience. *Journal of Abnormal and Social Psychology*, v. 67, p. 371–8, 1963.

MILGRAM, S. *Obedience to authority*. New York: Harper and Row, 1974.

MITTON, T. Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review*, v. 5, p. 409-26, 2004.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 20, p. 293–315, 1988.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY R.W. Alternative mechanisms for corporate control. *The American Economic Review*, v. 79, n. 4, p. 842-52, 1989.

MORCK R.; NAKAMURA, M, SHIVDASANI A. Banks, ownership structure, and firm value in Japan. *The Journal of Business*, v.73, n. 4, 2000.

- MORCK, R.; YEUNG, B. Family control and the rent-seeking society. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, v. 28, n. 4, p.391-409, 2004.
- MORCK, R.; WOLFENZON, D.; YEUNG, B. Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, v. 43, p. 655–720, 2005.
- MORCK, R.; YEUNG, B. Dividend taxation and corporate governance. *Journal of Economic Perspectives*, v. 19, p. 163-80, 2005.
- MORCK, R. Behavioral finance in corporate governance: economics and ethics of devil's advocate. *Journal of Management and Governance*, v. 12, p.179-200, 2008.
- MURPHY, K. M.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. The allocation of talent: implications for growth. *Quarterly Journal of Economics*, v. 106, p. 503-30, 1991.
- MURPHY, K. M.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Why is rent-seeking costly to growth? *American Economic Review*, v. 82, n.2, p. 409-14, 1993.
- MUSACHIO, A. Experiments in financial democracy: corporate governance and financial development in Brazil, 1882-1950. 2009. Disponível em: <<http://www.people.hbs.edu/amusacchio>> Acesso em: 20 jul. 2012.
- NENOVA, T. The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis. 2000. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=237809> Acesso em: 10 fev. 2013.
- NENOVA, T. The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, p. 325– 351 2003.
- NEVILLE, M. The role boards in small and medium sized firms. *Corporate Governance*, v. 11, p. 527-40, 2011.
- OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A.D.M.; ROCHA, K.C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, v.1, n.1, p. 119-35 2007.
- PALIGOROVA, T.; XU, Z. Complex ownership and capital structure. *Journal of Corporate Finance*, v. 18., n. 4, p.701-16, 2012.

PARRINO, R.; SIAS, R.; STARKS, L. Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, v. 68, p. 3–46, 2003.

PFEFFER, J.; SALANCIK, R. G. The external control of organizations: a resource dependence perspective. Stanford, CA: Stanford University Press, 1978. Disponível em: <http://books.google.com.br/books?id=iZv79yE--AC&pg=PA188&hl=pt-BR&source=gbs_toc_r&cad=4#v=onepage&q&f=false> Acesso em: 21 dez. 2013.

PUNSULVO, F.R.; KAYO, E.K.; BARROS, L.A.B. Activism of pension funds and corporate governance quality. *Revista de Contabilidade e Finanças*, São Paulo, v.18, n.45, p.63-72, set./dez. 2007.

RAJAN, R.G.; ZINGALES, L. Which capitalism? Lessons from the east asian crisis, *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 11, n. 3, p. 40-8, 1998.

RECHNER, P. L.; DALTON, D. R. CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, v.12, p. 155-60, 1991.

RENDERS, A.; GAEREMYNCK, A; SERCU, P., Corporate-governance ratings and company performance: a cross-european study. *Corporate Governance: An International Review*, v. 18, p.87-106, 2010.

RENDERS, A.; GAEREMYNCK, A. Corporate governance, principal-principal agency conflicts, and firm value in european listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, v. 20, p. 125-43, 2012.

SCHAFFER, M.E.; STILLMAN, S. xtoverid: stata module to calculate tests of overidentifying restrictions after xtreg, xtivreg, xtivreg2 and xthtaylor. 2010. Disponível em: <<http://ideas.repec.org/c/boc/bocode/s456779.html>> Acesso em: 20 fev. 2014.

SHIVDASANI, A.; YERMACK, D. CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis. *Journal of Finance*, v.54, n.5, p. 1.829-53, 1999.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Manage entrenchment: the case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, v.25, p.123-39, 1989.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, v.52, p.737-83, 1997.

SILVA, A.C.; SUBRAHMANYAM A. Dual-class premium, corporate governance, and the mandatory bid rule: evidence from the Brazilian stock market. *Journal of Corporate Finance*, v. 13, p.1-24, 2007.

SILVA, A. L. C. A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras. 2002, 137fls. Tese (Doutorado em Administração) — Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P.C. Ownership, control, valuation and performance of Brazilian corporations. *Corporate Ownership & Control*, v. 4, n.1, p.300-8, 2006.

SILVA, A. L. C.; SUBRAHMANYAM, A. Dual-class premium, corporate governance, and the mandatory bid rule: evidence from the Brazilian stock market. *Journal of Corporate Finance*, v. 13, p.1-24, 2007.

SILVA, A. L. C.; ZORMAN, F. F. A. Influência do BNDES na governança das empresas brasileiras listadas. In: XXXVI ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO. 2012, 16 p. Rio de Janeiro. *Anais ...* Rio de Janeiro: ENANPAD, 2012.

SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa, desempenho e valor da firma no Brasil. 2002, 152 p. Dissertação (Mestrado em Administração) — Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo.

SILVEIRA, A. D. M.. Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004, 250 p. Tese (Doutorado em Administração) — Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia Administração e Contabilidade, São Paulo.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, v. 43, n.3, 2003.

SILVEIRA, A. D. M.; PEROBELLI, F. F. C. ; BARROS, L. A. B. C. . Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea (RAC)*, v. 12, p. 763-88, 2008.

SILVEIRA, A. D. M. LEAL, R. P. C.; BARROS, L. A. B. C.; SILVA, A. C. L. Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil. *Revista de Administração (FEA-USP)*, v. 44, p. 173-89, 2009.

SILVEIRA, A. D. M.; SANTOS, R.L.; RAMOS, V.N.. O peso da família nos conselhos de administração: Impacto sobre o valor das companhias que abriram capital entre 2004 e 2007. São Paulo. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 10, 2010, São Paulo. Anais... São Paulo, SP, 2010. CD-ROM

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C. Concentration of power and corporate performance variability. São Paulo. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 12, 2012, São Paulo. Anais... São Paulo: SBFIN, 2012, CD-ROM

SMART, S., R; THIRUMALAI, R. S.; ZUTTER, C. J. What's in a vote? The short- and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values. *Journal of Accounting and Economics*, v. n. 45, p. 94–115, 2008.

SMART, S.; C. ZUTTER. Control as a motivation for underpricing: a comparison of dual- and single-class IPOs. *Journal of Financial Economics*, v. 69, p. 85-110, 2003.

STULZ, R.M. Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, v. 20, n.3, p. 25-64, jan./mar 1988.

SUR, S.; LAVINA, E.; MAGNAN, M. Why do boards differ? Because owners do: assessing ownership impact on board composition. *Corporate Governance: An International Review*, v. 21, n. 4, p. 373-89, 2013.

THEISS, V.; BEUREN, I. M. O acionista controlador e a remuneração dos executivos nas empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, v. 13, n.1, p. 1-13, 2014.

THOMSEN, S., PEDERSEN, T.; KVIST, H. K. Blockholder ownership: effects on firm value in market and control based governance systems. *Journal of Corporate Finance*, v. 12, n. 2, p. 246-69, 2006.

TORRES FILHO, E.T. Mecanismos de direcionamento do crédito, bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES. In: FERREIRA, F.M.R. e MEIRELLES B.B. (Eds.). *Ensaio sobre economia financeira*. Rio de Janeiro: BNDES, 2009, p. 11-56.

TURNBULL, S. Corporate governance: its scope, concerns and theories. *Scholarly Research and Theory Papers*, v. 5, n. 4, 1997.

VALADARES, S.; LEAL, R. Ownership and control structure of Brazilian companies. *Revista Abante*, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

VERNE, R. M.; SANTOS, R. L.; POSTALI, F. Estruturas de propriedade piramidais e seus efeitos sobre o valor de mercado das companhias brasileiras que abriram capital no período 2004-2007. 2009. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2010, São Leopoldo. *Anais...* São Leopoldo: SBFIN, 2010.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. How are US family firms controlled? *Review of Financial Studies*, v. 22, p. 3.047-91, 2009.

VOLPIN, P. F. Governance with poor investor protection: evidence from top turnover in Italy. *Journal of Financial Economics*, v. 64, n. 1, p. 61-90, 2002.

WEISBACH, M. S. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, v. 20, p. 431-60, 1988.

WHITE, H. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica*, v. 48, p. 817-30, 1980.

WILLIAMSON, O. E. Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance*, v. 43, p. 567-91, 1988.

YU, M., Analyst recommendations and corporate governance in emergin markets, *International Journal of Accounting and Information Management*, v. 19, p. 34-52, Oct. 2009.

ZAHRA, S.A.; PEARCE, J.A. Boards of directors and corporate financial performance: a review and integrative model. *Journal of Management*, v. 15, p. 291-334, 1989.

ZWIEBEL, J. Block investment and partial benefits of corporate control. *Review of Economic Studies*, v. 62, p. 161–85, 1995.

APÊNDICES

APÊNDICE A

TIPO DE PESQUISA E DEFINIÇÃO DA AMOSTRA

A pesquisa desenvolvida nessa tese é classificada como do tipo descritiva, explicativa e *ex post facto*. Para compor a amostra da pesquisa, levaram-se em conta apenas as instituições não financeiras, restrição justificada, uma vez que as empresas financeiras apresentam contas diferenciadas em seus demonstrativos e características peculiares desse setor de atividade. Além disso, eliminaram-se as observações com informações faltantes ou com valores negativos para variáveis relevantes ao estudo, tais como ativo total, receita líquida e valor de mercado. Identificou-se que não há um consenso na literatura sobre a decisão de excluir ou manter as observações com valores negativos para o patrimônio líquido. A justificativa dos autores que optam por eliminá-los é que os valores negativos distorcem a análise do retorno sobre o patrimônio líquido, conforme destacado por Leal e Carvalhal-da-Silva (2005) e Caixe (2012), ou que a governança corporativa nas empresas com patrimônio líquido negativo é influenciada pelos elevados riscos financeiros, conforme destacado por Braga-Alves e Shastri (2011). Nesta tese, os valores negativos para o patrimônio líquido foram mantidos na coleta de dados relacionados a estrutura de propriedade e ao conselho de administração. No entanto, optou-se por excluí-las nas análises de regressões devido à compreensão que as empresas com patrimônio líquido negativo constituem casos peculiares cuja governança corporativa sofre influência decorrente do alto risco de insolvência.

Na tabela 39 apresentam-se, resumidamente, os critérios até a obtenção da amostra final.

Tabela 39 - Critérios de seleção da amostra final

	Empresas	Informações
População inicial	682	11544
<u>Critérios de exclusão</u>		
Setores financeiros e indefinidos		(3055)
Informações indisponíveis		(5096)
Amostra total	462	3393
Observações com valores negativos para o patrimônio líquido		(336)

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Já a tabela 45, no apêndice D, apresenta a lista de empresas que compõem a amostra, a qual se divide por ano e por setores. Assim, a quantidade total de empresas (462) e de observações (3.393) constitui um painel desbalanceado de informações, uma

vez que as empresas apresentaram informações anuais, cujas séries variaram no intervalo de um a 13 anos. Critérios semelhantes foram adotados por Mendes-Da-Silva (2010) para o período de 1997 a 2007, o qual estudou uma amostra de 452 empresas com 3.540 informações.

APÊNDICE B

Tabela 40 - Descrição das variáveis

N	Variável	Medida	Período
1	<i>Q</i> de Tobin	Razão entre o valor de mercado da empresa e o valor contábil do ativo total.	[2000-2012]
2	ROE	Razão entre o resultado líquido e o patrimônio líquido no final do período <i>t</i> .	[2000-2012]
3	ROA	Razão entre o resultado operacional e o valor total do ativo no final do período <i>t</i> .	[2000-2012]
4	Cont1; Cont5	Percentual de ações ordinárias em posse do maior acionista (<i>Cont1</i>) e dos cinco maiores acionistas (<i>Cont5</i>)	[2000-2012]
5	Prop1; Prop5	Percentual de propriedade do maior acionista (<i>Prop1</i>) e dos cinco maiores acionistas (<i>Prop5</i>).	[2000-2012]
6	Wedg1; Wedg5	Excesso do poder de voto do maior (<i>Wedg1</i>) e dos cinco maiores acionistas (<i>Wedg5</i>). Estas variáveis foram calculadas por meio da seguinte equação: $Wedge = [(Con/Own)-1]$, a qual foi aplicada para o maior e para os cinco maiores acionistas.	[2000-2012]
7	Dual	Variável binária igual a (1) se a empresa possui duas classes de ações, e (0) caso contrário.	[2000-2012]
8	Acordo de Acionistas (AA)	Variável binária igual a (1) se a empresa possui acordo de acionistas, e (0) caso contrário.	[2000-2012]
9	DLarg	Variável binária igual a (1) se a empresa possui pelo menos um investidor institucional, como um banco ou um fundo de investimento, em seu capital acionário, e (0) caso contrário.	[2000-2012]
10	Fam	Variável binária igual a (1) se a natureza do controle acionário for familiar, e (0) caso contrário. Foram considerados como natureza familiar os casos que pelo menos um dos cinco maiores investidores seja uma pessoa física.	[2000-2012]
11	Pyr	Variável binária igual a (1) se a empresa possui propriedade indireta, ou piramidal, de controle, e (0) caso contrário.	[2000-2012]
12	Cam	Quantidade de níveis entre o maior acionista direto e o último maior acionista indireto da empresa, quando há estrutura indireta de controle.	[2009-2012]
13	Size	Quantidade de membros pertencentes ao conselho de administração.	[2000-2012]
14	Out	Percentual de conselheiros externos em relação à quantidade total de membros do conselho de administração.	[2000-2012]
15	Elec	Percentual de conselheiros indicado pelo acionista controlador.	[2000-2008]
16	CEOdu	Variável binária igual a (1) se o CEO ocupa simultaneamente o cargo de presidente do conselho de administração (<i>Chairman</i>), e (0) caso contrário.	[2000-2012]

N	Variável	Medida	Período
17	CEOb	Variável binária igual a (1) se o CEO ocupa simultaneamente a função de conselheiro da mesma empresa, e (0) caso contrário.	[2000-2012]
18	CEO-Turnover	Variável binária igual a (1) se houve a substituição da pessoa que ocupa o cargo de CEO da empresa <i>i</i> no período <i>t</i> , em relação ao período <i>t-1</i> , e (0) caso contrário.	[2000-2012]

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Tabela 41 - Estatística descritiva das variáveis

Variável	Média	Min.	Max.	Mediana	Assim.	Curtose	CV	N
<i>Q</i> de Tobin	1.33	0.55	5.72	1.08	2.84	13.39	.595	3057
ROA	7.92	-28.75	30.39	7.66	-.17	4.88	1.09	3056
ROE	6.11	-101.1	54.4	8.8	-2.08	9.76	4.24	3048
Mebit	12.58	-48.8	56.1	11.9	-.45	5.35	1.54	3047
Δ Rec.	4.35	-90.19	52.15	5.80	-1.39	7.59	5.32	2538
Cont1	52.37	0	100	51.64	.23	1.94	.52	3022
Cont5	82.12	.04	100	88.23	-1.25	4.17	.22	3057
Prop1	43.54	0	100	38.99	.56	2.39	.57	2997
Prop5	69.29	.04	100	72.21	-.47	2.45	.31	3057
Wedg1	.37	-.69	2	.03	1.04	3.19	1.82	2997
Wedg5	.26	-.02	1.62	.049	1.79	5.44	1.55	3057
Size	7.06	1	17	7	.64	3.38	.38	2804
Out	.85	0	1	.85	-.65	3.12	.16	2804
Elec	.77	0	1	.88	-1.60	4.45	.39	1353
CeoAge	54.06	29	87	53	.36	3.21	.18	982
ChairAge	60.46	32	91	60	.08	2.54	.18	973
Ex/At	56.09	16.1	111.3	57	-0.78	2.48	0,34	3057
DivB/At	25.84	0	94	25.5	-.34	2.63	0.66	3056
DivCP/Dt	43.61	2.2	100	37.7	0.58	2.24	0.66	2919
LnAt	14.51	10.44	17.69	14.56	-0.11	2.64	0.11	3057
Δ Ativo	3.911	-41.65	46.73	2.62	.16	3.90	4.20	2538
Tangibilidade	34.16	0	96.23	33.32	.29	2.33	.66	3056
Tangibilidade/Rec.	95.37	.87	1010.77	46.05	3.97	20.31	1.74	3056

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Tabela 42 - Estatística descritiva das variáveis binárias

Variável binária	N	(%)
<i>(Dual)</i> – Duas classes de ações	2085	68,20
<i>(CEOdu)</i> – Dupla liderança nos cargos de CEO e de <i>Chairman</i> pela mesma pessoa.	823	26.92
<i>(CEOb)</i> – Participação do CEO no conselho de administração.	1644	53.78
<i>(CEOTurnover)</i> – <i>Turnover</i> do CEO	390	12.76
<i>(ChairElec)</i> – <i>Chairman</i> eleito pelo acionista controlador.	2015	65.91
<i>(Trad)</i> – Mercado tradicional	2062	67.45
<i>(Level 1)</i> – Nível 1 de governança corporativa	265	8.67
<i>(Level 2)</i> – Nível 2 de governança corporativa	108	3.53
(NM) – Novo Mercado	626	20.48
<i>(IGC)</i> – Adesão ao índice governança corporativa (IGC)	995	32.55
<i>(Fam)</i> – Natureza familiar do controle acionário	1008	32.97
<i>(Name)</i> – Nome da empresa associado com o nome do acionista controlador.	461	15.08
<i>(DW1)</i> – Variável binária igual a (1) se o valor da variável <i>Wedge</i> para o maior acionista for positivo, e (0) caso contrário.	1698	55.54
<i>(DW5)</i> – Variável igual a (1) se o valor da variável <i>Wedge</i> para os cinco maiores acionistas for positivo, e (0) caso contrário.	1855	60.68

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Tabela 43 - Acordo de Acionistas, emissão de duas classes de ações, percentual de conselheiros externos e valor da empresa

<i>MQO</i>	<i>Q de Tobin</i>				<i>ROA</i>			
	1	2	3	4	5	6	7	8
$\beta_1 - \text{Out}$	0,47* (0,000)	0,72* (0,000)	0,65* (0,000)	0,76* (0,000)	1,21 (0,315)	1,62 (0,192)	1,84 (0,122)	1,97* (0,100)
$\beta_2 - \text{AA}$	0,08* (0,009)				0,04 (0,904)			
$\beta_3 - \text{Dual}$	-0,32* (0,000)				-0,66* (0,089)			
$\beta_4 - \text{Out*AA}$		0,09* (0,009)				0,05 (0,903)		
$\beta_5 - \text{Out*Dual}$		-0,003* (0,000)				-0,003 (0,402)		
$\beta_6 - \text{AA*Dual}$			-0,08* (0,001)				-0,95* (0,025)	
$\beta_7 - \text{Out*AA*Dual}$				-0,10* (0,003)				-1,06* (0,025)
$\beta_8 - \text{Lambda (Dual)}$								
$\beta_9 - \text{Lambda (AA)}$								
$\beta_{10} - \text{VC}$	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N (obs)	2788	2788	2788	2788	2788	2788	2788	2788
R2	0,36	0,35	0,33	0,33	0,13	0,13	0,13	0,13
Wald test	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota - Na tabela apresentam-se os resultados da relação entre o percentual de conselheiros externos, a emissão de duas classes de ações, o acordo de acionistas, e o valor de mercado da empresa (*Q de Tobin*), nas regressões de 1 a 4, e a rentabilidade operacional dos ativos (*ROA*), nas regressões de 5 a 8. Os resultados foram gerados a partir da estimação via mínimos quadrados ordinários (*MQO*). Como variáveis de controle, levaram se em conta o tamanho da empresa (*LnAt*), o percentual de voto do maior acionista (*ContI*), o endividamento (*DivAt*), a rentabilidade operacional (*ROA*), a liquidez da ações (*liquidez*) e os conjuntos de variáveis binárias relacionados ao setor da empresa, ao tipo de acionista controlador e aos efeitos fixos do tempo. Embora não divulgados, os principais resultados foram similares quando utilizou outros conjuntos de variáveis de controle, ou a métrica (*P/B*) como variável dependente.

Tabela 44 - Acordo de acionistas, emissão de duas classes de ações e a rentabilidade operacional da empresa (ROA)

Variável dependente: ROA	RE				Modelo de Heckman	
	1	2	3	4	5	6
β_1 – Out	0,76 (0,683)	0,69 (0,722)	0,63 (0,736)	0,68 (0,714)	0,01 (0,992)	1,54 (0,204)
β_2 – AA	-0,50 (0,384)				0,05 (0,879)	-0,50 (0,636)
β_3 – Dual	0,01 (0,989)				-4,68* (0,000)	-0,84* (0,027)
β_4 – Out*AA		-0,68 (0,290)				
β_5 – Out*Dual		0,003 (0,688)				
β_6 – AA*Dual			-0,13 (0,843)			
β_7 – Outs(%)*AA*Dual				-0,35 (0,630)		
β_8 – Lambda (Dual)					2,64* 0,000	
β_9 – Lambda (AA)						0,50 (0,435)
β_{10} – VC	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N (obs)	2788	2788	2788	2788	2782	2782
N (grupos)	409	409	409	409	-	-
Wald test	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.

Nota - Nesta tabela apresentam-se os resultados relacionados à possível relação entre o percentual de conselheiros externos, a emissão de duas classes de ações, o acordo de acionistas, e a rentabilidade operacional dos ativos da empresa (ROA). Os métodos de estimação das regressões foram os mesmos estabelecidos na Tabela 27, ou seja o modelo de efeitos aleatórios (RE) e o modelo de auto seleção de Heckman. Os principais resultados desta Tabela foram economicamente similares quando utilizaram diferentes variáveis dependentes, tais como a margem operacional (*Mebit*), e o crescimento das vendas ($\Delta Rec.$). Resultados semelhantes também foram obtidos utilizando diferentes conjuntos de variáveis de controle.

Tabela 45 - Relação entre o acordo de acionistas e valor de mercado ou o desempenho financeiro das empresas brasileiras

Variável dependente	<i>Q</i> de Tobin				<i>ROA</i>			
	2SLS		2SLS(EA)		2SLS		2SLS(FE)	
	1	2	3	4	5	6	7	8
β_0 – Intercepto	0,61***	0,96***	1,88***	2,12***	-18,51***	-17,71***	7,94	3,45
β_1 – AA	-0,51***	-0,52***	-0,57**	-0,54*	-4,32**	-4,25**	-12,08**	-12,06**
β_2 – Dual	-	-0,35***	-	-0,33***	-	-0,74**	-	0,55
β_3 – Cont1	-0,002***	-0,002***	-0,001*	-0,001*	-0,01**	-0,01**	-0,01	-0,02
β_4 – NM	0,41***	-	0,39***	-	0,82*	-	2,03**	-
β_5 – DivB/At	0,004	0,000	-0,001*	-0,001*	-0,03***	-0,04***	-0,09***	-0,09***
β_6 – LnA	-0,01	-0,01	-0,07***	-0,07***	1,13***	1,13***	0,44	0,78
β_7 – Liquidez	0,08***	0,08***	0,06***	0,07***	-	-	-	-
β_8 – ROA	0,02***	0,02***	0,01***	0,01***	-	-	-	-
β_9 – Natu	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Não
β_{10} – Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Não
β_{11} – Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Não
N (obs)	2997	2997	2997	2997	2997	2997	2997	2997
N (grupos)	-	-	440	440	-	-	440	440
R2	0,23	0,23	-	-	0,07	0,08	-	-
<i>F test / Wald test</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<i>Overidentifying test</i>	-	-	0,819	0,958	-	-	0,0233	0,044
<i>Sargan test</i>	0,788	0,533	0,174	0,079	0,049	0,038	0,002	0,005

Fonte - Elaborada pelo autor da tese. Nota - Nesta tabela, os resultados da possível relação entre a presença do acordo de acionistas (AA) e a variável *Q* de Tobin, conforme as regressões de 1 a 4, e a variável (*ROA*), conforme as regressões de 5 a 8. No primeiro estágio as regressões foram utilizados três instrumentos para a variável relacionada ao acordo de acionistas (AA), tais como a diferença do percentual do poder de voto e de propriedade entre os cinco maiores e o maior acionista da empresa, (*Vot4*) e (*Tot4*), respectivamente, e a presença de um investidor institucional (*DLarg*) entre os cinco maiores investidores na estrutura de propriedade da empresa – ver resultados do primeiro estágio na regressão 3 da Tabela 26. Como variáveis de controle no segundo estágio, utilizaram-se a emissão de duas classes de ações (*Dual*), o percentual de poder de voto do maior acionista (*Cont1*), a presença de ações listadas no Novo Mercado (*NM*), a razão entre endividamento bruto e ativo total (*DivB/At*), o logaritmo natural dos ativos (*LnA*), e os conjuntos de variáveis binárias, indicando a natureza do acionista controlador (*Natu*), o setor em que a empresa está inserida (*Setor*) e os efeitos fixos do tempo (*Ano*). Nas regressões que possuem o *Q* de Tobin como variável dependente foram incluídas as variáveis relacionadas à liquidez das ações na bolsa (*Liquidez*) e a variável relacionada ao desempenho financeiro (*ROA*) como variáveis de controle. Com o intuito de mitigar os vieses da possível relação endógena entre o acordo de acionistas (AA) e as variáveis dependentes, adotou-se o método de variáveis instrumentais de 2 estágios (2SLS) para estimar os parâmetros, bem como a sua aplicação em dados em painel com estimação via modelo de efeitos aleatórios (2SLSRE), sendo que a escolha entre a estimação por efeitos fixos (EF) ou aleatórios (EA) seguiu as recomendações de Schaffer e Stillman (2010). O teste de Sargan também foi utilizado para verificar a validação dos instrumentos utilizados para a variável (AA), no primeiro estágio.

APÊNDICE C

FUNDAMENTAÇÃO PARA A APLICAÇÃO DO MODELO DE DOIS ESTÁGIOS DE HECKMAN (1979).

Nesta seção, apresenta-se a questão básica que envolve o problema de autosseleção da amostra, a demonstração que justifica por que esse fenômeno envolve o problema de informação privada, o desenvolvimento do modelo de dois estágios de Heckman (1979), bem como as possíveis extensões desse modelo na aplicação de problemas em pesquisas cuja relação endógena entre as variáveis exige atenção do pesquisador.

Para compreender a questão estatística do viés de autosseleção, deve-se levar em conta o modelo de regressão representado pela equação (5.1), o qual apresenta as premissas de um modelo MQO padrão.

$$Y_i = X_i\beta + \varepsilon_i \quad (\text{Eq. 5.1})$$

No entanto, se apenas uma subamostra de empresas é observada para estimar a equação 1, que se autosseleccionou (E), o modelo se torna:

$$Y_i|E = X_i\beta + \varepsilon_i|E \quad (\text{Eq. 5.2})$$

Segundo Li e Prabhala (2007), a diferença entre as equações (5.2) e (5.1) é o ponto central do problema de autosseleção e, nesse caso, o método de estimação proposto pelo MQO não será adequado, pois o evento E não é aleatório.

Segundo Heckman (1979), o viés de autosseleção pode surgir devido a duas razões: 1- pela autosseleção dos indivíduos ou unidades de dado sendo investigados; 2- pelas próprias decisões dos analistas (processadores de dados) na definição do seu grupo de estudo³⁵.

Para resolver o problema causado pela decisão não aleatória de um indivíduo/empresa pertencer a uma sub amostra, Heckman (1979) propõe o modelo de dois estágios: 1- especificar o modelo de autosseleção, utilizando a teoria econômica/de finanças que busca explicar por que alguns indivíduos se autosseleccionam (E) enquanto que outros não (NE), com base em um conjunto de características desses indivíduos. O vetor referente à escolha desses indivíduos por (E) ou por (NE) pode ser representada

³⁵ Maddala (1983) apresenta detalhes sobre as fontes do viés de autosseleção a partir da definição de uma amostra em pesquisas que visam avaliar experimentos sociais.

por (C), que será um vetor com valores preditos sendo estimado por uma regressão *Probit*; 2- vincular as variáveis aleatórias que influenciam a autosseleção desses indivíduos à variável dependente da equação de regressão. A seguir apresentam-se maiores detalhes do modelo de dois estágios de Heckman (1979).

No primeiro estágio do modelo de Heckman (1979), estimam-se os parâmetros da população a partir de uma subamostra autosselecionada, conforme ilustrado a seguir.

$$\text{Se } C = E \quad \equiv \quad W_i = Z_i\gamma + \eta_i > 0 \quad \text{(Eq. 5.3)}$$

$$\text{Se } C = NE \quad \equiv \quad W_i = Z_i\gamma + \eta_i \leq 0 \quad \text{(Eq. 5.4)}$$

em que o termo W_i representa o vetor dos valores preditos de uma regressão *Probit* que classifica os indivíduos com base em um conjunto de variáveis consideradas exógenas Z_i . Já o termo η_i representa a parte de W não explicada pelas variáveis incluídas no vetor Z . Conforme destacam Li e Prabhala (2007), *ex ante*, $E(\eta_i) = 0$, e após observar a escolha do indivíduo/firma i (se E ou NE), o valor de η_i torna-se um valor esperado $E(\eta_i|C)$, onde $C=E$ ou $C=NE$. Por isso, η_i pode ser interpretado como uma informação privada que direciona a escolha do indivíduo por um determinado evento (E). Segundo Heckman (1979), a premissa assumida no modelo de regressão via MQO é que $\text{corr}(\eta_i, \varepsilon_i) = 0$, ou seja, que as informações privadas (não observadas) que afetam a decisão de um indivíduo em participar de um fenômeno (E), conforme especificado na equação (5.3), não são correlacionados com o termo de erro explicitado na equação (5.1).

Li e Prabhala (2007) destacaram, ainda, que as decisões em finanças corporativas não são tomadas de forma aleatória, mas deliberadas pelos gestores e/ou acionistas de modo que atendam as suas preferências. Esses autores argumentam que corrigir o problema de autosseleção da amostra não é apenas um ajuste do ponto de vista estatístico, mas torna-se uma questão central nas pesquisas sobre finanças, pois a sua modelagem representa uma forma de incorporar e controlar a informação privada não observável que influencia as decisões financeiras na empresa.

Dessa maneira, supondo que um indivíduo/empresa opte pela autosseleção ($C=E$), e após fazer os ajustes da equação (5.3) na equação (5.2), chega-se ao segundo estágio do modelo de Heckman (1979):

$$E(Y_i|E) = X_i\beta + E(\varepsilon_i|Z_i\gamma + \eta_i > 0) \quad (\text{Eq. 5.5})$$

$$E(Y_i|E) = X_i\beta + \rho_{\eta\varepsilon}\sigma_\varepsilon E(\eta_i|Z_i\gamma + \eta_i > 0) \quad (\text{Eq. 5.5.1})$$

$$E(Y_i|E) \equiv X_i\beta + \pi\lambda_E(Z_i\gamma) \quad (\text{Eq. 5.5.2})$$

Ao comparar as equações (5.5.2) e (5.1), nota-se que o fenômeno da autosseleção é um problema de variável omitida. A variável omitida na equação (5.5.2) é representada pelo termo $\lambda_E(Z_i\gamma)$, que é denominado pelo termo inglês *Inverse Mills Ratio*, $(IMR, \phi(\cdot)/\Phi(\cdot))$. cujos termos $\phi(\cdot)$ e $\Phi(\cdot)$ são, respectivamente, as funções densidade e de distribuição cumulativa normal.

Nota-se que o efeito de $\lambda_E(Z_i\gamma)$ sobre a variável dependente irá depender do valor de π , que representa o produto $\rho_{\eta\varepsilon}\sigma_\varepsilon$, onde $\rho = \text{corr}(\eta_i, \varepsilon_i)$. Assim, quando $\rho = 0$ a equação (5.5.2) torna-se igual à equação (5.1), sendo que a mesma deve ser estimada via o método do MQO. Porém, quando $\rho \neq 0$, a estimação da equação de regressão (Eq. 5.1) gera resultados viesados e inconsistentes, caso esta seja estimada pelo método do MQO. Nesse caso, o modelo desenvolvido por Heckman (1979) de dois estágios oferece uma alternativa que gera estimadores consistentes e assintoticamente eficientes³⁶. Assim, quando $\rho \neq 0$ e $\rho > 0$, o valor estimado pelo MQO será viesado e superestimado, ao passo que se $\rho \neq 0$ e $\rho < 0$, o viés causado no estimador oferecido pelo MQO será subestimado.

Segundo Guo e Fraser (2014), são quatro as contribuições chaves que o modelo de autosseleção desenvolvido por Heckman (1979) proporcionou. 1- proporcionou uma fundamentação teórica que enfatiza a modelagem de uma variável binária endógena; 2- o seu modelo foi a primeira tentativa que estima a probabilidade de um participante fazer parte de duas condições indicadas por uma variável *dummy* endógena e, dessa forma, utilizar essa probabilidade para estimar os coeficientes em um modelo de regressão; 3- tratou os fatores de seleção não observáveis como um problema de erro de

³⁶ No entanto, Heckman (1979) não estima diretamente o valor de ρ , mas estima a inversa da função tangente hiperbólica de ρ , conforme descrita pela equação a seguir: $a \tanh p = \frac{1}{2} \ln \left(\frac{1+\rho}{1-\rho} \right)$. De modo similar ao método que foi adotado para estimar o valor de ρ , o desvio padrão dos resíduos σ na equação (5.5.1) também não é diretamente observada e, por este motivo, Heckman (1979) utiliza o método Delta para estimar $\ln \sigma$.

especificação ou como um problema de variável omitida; 4- desenvolveu o procedimento de dois estágios para controlar o viés de autoseleção da amostra.

Para Guo e Fraser (2014), o modelo de seleção da amostra desenvolvido por Heckman (1979) também pode ser aplicado para a estimação de efeitos de tratamento em estudos observacionais. Esses autores destacam que o modelo de tratamento difere do modelo de seleção da amostra em dois aspectos: o primeiro se deve ao fato de que o modelo de tratamento utiliza uma variável *dummy* indicando a condição tratada w_i (i.e., $w_i = 1$ se o participante i está na condição de tratado, e $w_i = 0$ caso contrário), e que essa variável binária entra diretamente na equação de regressão; a segunda diferença se deve ao fato de que, no modelo de tratamento, a variável dependente da equação de regressão é observada, tanto para $w_i = 1$ quanto para $w_i = 0$. Especificamente, o modelo de efeito de tratamento pode ser expresso em duas equações:

$$\text{(Equação de regressão)} \quad Y_i = X_i\beta + w_i\delta + \varepsilon_i \quad \text{(Eq. 5.6)}$$

$$\text{(Equação de seleção)} \quad w_i^* = Z_i\gamma + u_i, \quad \text{(Eq. 5.7)}$$

Em que: $w_i = 1$ se $w_i^* > 0$, e $w_i = 0$, caso contrário.

$$\text{Prob}(w_i = 1|Z_i) = \Phi(Z_i\gamma) \quad ; \quad \text{Prob}(w_i = 0|Z_i) = 1 - \Phi(Z_i\gamma)$$

em que ε_i e u_i , têm distribuição normal. Conforme destacaram Guo e Fraser (2014), dada a existência do viés de seleção e que w é uma variável *dummy* endógena, o desafio será utilizar as variáveis observadas para estimar os coeficientes β , enquanto controla para o viés de seleção provocado pela definição do grupo de tratamento.

Dessa forma e após fazer as substituições dos valores estimados da equação de seleção na equação regressão, chega-se a duas novas equações:

$$\text{Quando } w_i^* > 0, \text{ então } w_i = 1: \quad y_i = x_i\beta + (z_i\gamma + u_i)\delta + \varepsilon_i \quad \text{(Eq. 5.8)}$$

$$\text{E quando } w_i^* \leq 0, \text{ então } w_i = 0: \quad y_i = x_i\beta + \varepsilon_i \quad \text{(Eq. 5.9)}$$

Desse modo, verifica-se que o modelo de tratamento especifica dois diferentes grupos: o de tratamento e o não tratado (ou de controle). Para cada grupo, o modelo gera uma equação diferente, sendo que, para o grupo de tratamento, utiliza-se a equação $y_i = x_i\beta + (z_i\gamma + u_i)\delta + \varepsilon_i$, enquanto o grupo com participantes, que não fazem parte do tratamento, utiliza-se o modelo $y_i = x_i\beta + \varepsilon_i$.

Segundo Guo e Fraser (2014), embora o modelo de tratamento possa ser estimado utilizando o procedimento de dois estágios desenvolvido por Heckman (1979), o modelo de tratamento torna-se mais adequado quando se pretende avaliar a efetividade de um tratamento. No software *Stata*, o modelo de autosseleção da amostra pode ser estimado utilizando o comando *heckman*; enquanto o modelo de tratamento é operacionalizado utilizando o comando *treatreg*.³⁷

A partir dessa breve revisão do modelo de dois estágios de Heckman (1979), ilustra-se a seguir a aplicação desse modelo no contexto do problema de pesquisa levantado nesta tese. A equação abaixo representa o modelo empírico básico que foi levado em conta nos capítulos 3 e 4, os quais buscaram verificar se as variáveis binárias relacionadas à emissão de duas classes de ações (*Dual*) e ao acordo de acionistas (*AA*) influenciam o valor de mercado da empresa (*V*).

$$V_{it} = \delta_0 + \delta_1 X_{it} + \delta_2 D_{it} + e_{it} \quad (\text{Eq. 5.10})$$

Em que V_{it} representa o valor de mercado da empresa i no período t , X_{it} representa o conjunto de variáveis consideradas exógenas relacionadas às características da empresa i no período t , e D_{it} refere-se à variável binária, tais como (*Dual*) ou (*AA*). Os parâmetros relacionados ao vetor δ representam os valores a serem estimados e o termo e_{it} representa o termo de erro aleatório.

A premissa adotada no modelo empírico representado pela equação (5.1) é que a decisão na empresa de utilizar um mecanismo de alavancagem do poder de voto (*Dual*) ou (*AA*) seja aleatória. Para testar essa hipótese, deve-se recorrer à seguinte equação:

$$D^* = \beta Z_{it} + \mu_{it} \quad (\text{Eq. 5.11})$$

$$D_{it} = 1 \text{ se } D^*_{it} > 0; \text{ e } D_{it} = 0 \text{ se } D^*_{it} \leq 0$$

em que D^*_{it} é uma variável latente não observada; Z_{it} é um conjunto de variáveis relacionadas às características observáveis da empresa que podem afetar a decisão de

³⁷ A sintaxe básica para o comando *heckman* é dada por `heckman depvar [indepvars], select (depvar = varlist) [twestep]`; enquanto o modelo de tratamento *treatreg* pode ser operacionalizado por meio do seguinte comando: `treatreg depvar [indepvars], treat (depvar_t=indepvars_t) [twestep]`. Aplicações desses comandos também são encontradas em Guo e Fraser (2014).

adotar um mecanismo de alavancagem do poder de voto (*Dual*) ou (*AA*), e a variável μ_{it} representa o termo de erro aleatório. A correlação entre D_{it} e e_{it} na equação (5.1) irá aumentar quando: 1- uma ou mais variáveis consideradas exógenas Z_{it} na equação (5.2) afetarem o valor de mercado da empresa (V). No entanto, essas variáveis não estão incluídas na regressão da equação (1), ou: 2- os termos de erro e_{it} da equação 1 e μ_{it} da equação (5.2) são correlacionados. Em ambos os casos, a estimação dos parâmetros via MQO será enviesada pelos motivos já mencionados.

Dessa forma, admite-se-se, por exemplo, que os gestores de uma empresa devem tomar a decisão se irão adotar a emissão de duas classes de ações ($D=1$), ou não adotar ($D=0$). Nesse caso, a diferença entre o valor da empresa que tem emissão de duas classes de ações e o valor da empresa que tem apenas ações com direito a voto seria dada por ($V_E - V_{NE}$). No entanto, se a decisão de ter duas classes não for aleatória, como é o caso do viés de autosseleção, a diferença ($V_E - V_{NE}$) não será observável, e a questão a ser resolvida passaria a ser:

$$E(V_{it}|D_{it} = 1) - E(V_{it}|D_{it} = 0) \quad (\text{Eq. 5.12})$$

Sendo que

$$E(V_{it}|D_{it} = 1) = \delta_0 + \delta_1 X_{it} + \delta_2 + E(e_{it}|D_{it} = 1) \quad (\text{Eq. 5.13})$$

$$E(V_{it}|D_{it} = 0) = \delta_0 + \delta_1 X_{it} + E(e_{it}|D_{it} = 0) \quad (\text{Eq. 5.14})$$

Segundo Li e Prabhala (2007), a equação representada por $E(V_{it}|D_{it} = 1) - E(V_{it}|D_{it} = 0)$ também representa o efeito médio de tratamento (*Average Treatment Effect - ATE*). Para estimar ATE, deve-se observar que, assumindo que os erros nas equações (5.10) e (5.11) têm uma distribuição normal bivariada, média zero, desvio-padrão σ_e , e correlação ρ , chega-se à seguinte equação que representa o valor da empresa com duas classes de ações:

$$E(V_{it}|D_{it} = 1) = \rho \sigma_e \lambda_1(\beta Z_{it}) \quad (\text{Eq. 5.15})$$

Em que: $\lambda_1(\beta Z_{it}) = \frac{\phi(\beta Z_{it})}{\Phi(\beta Z_{it})}$, sendo $\phi(\cdot)$ e $\Phi(\cdot)$ são, respectivamente, a função densidade e de distribuição cumulativa de uma distribuição normal.

De forma similar, o valor condicional da empresa que possui apenas ações com direito a voto seria:

$$E(V_{it}|D_{it} = 0) = \rho\sigma_e\lambda_2(\beta Z_{it}) \quad (\text{Eq. 5.16})$$

Em que: $\lambda_2(\beta Z_{it}) = \frac{-\phi(\beta Z_{it})}{1 - \Phi(\beta Z_{it})}$.

Logo, e fazendo as devidas substituições em (Eq. 5.12), chega-se à seguinte equação:

$$E(V_{it}|D_{it} = 1) - E(V_{it}|D_{it} = 0) = \delta_2 + \rho\sigma_e \frac{\phi(\beta Z_{it})}{\phi(\beta Z_{it})(1 - \Phi(\beta Z_{it}))} \quad (\text{Eq. 5.17})$$

Em que o lado direito da equação (5.17) representa o valor estimado via MQO (coeficiente de D_{it}) na equação (5.10). No entanto, o valor do desconto em δ_2 usando MQO será super ou subestimado se $\rho > 0$ ou $\rho < 0$, respectivamente³⁸.

Desse modo e consistentemente com o procedimento adotado por Heckman (1979)) e também desenvolvido por Campa e Kedia (2002), estima-se, no primeiro estágio, a equação (5.11) utilizando o modelo de regressão *Probit*, com o objetivo de alcançar estimadores consistentes de β denotado por $\hat{\beta}$. Em seguida, utilizam-se os valores de $\hat{\beta}$ para estimar δ_1 e δ_2 , com o intuito de corrigir o possível viés de autoseleção. Já, no segundo estágio do modelo de Heckman (1979), os coeficientes δ da equação (5.10) (reescrita abaixo) são estimados utilizando-se a seguinte equação:

$$V_{it} = \delta_0 + \delta_1 X_{it} + \delta_2 D_{it} + e_{it} \quad (\text{Eq. 5.10})$$

$$V_{it} = \delta_0 + \delta_1 X_{it} + \delta_2 D_{it} + \delta_\lambda \left[\lambda_1(\hat{\beta} Z_{it}) * D_{it} + \lambda_2(\hat{\beta} Z_{it}) * (1 - D_{it}) \right] + \eta_{it}$$

$$V_{it} = \delta_0 + \delta_1 X_{it} + \delta_2 D_{it} + \delta_\lambda \lambda + \eta_{it} \quad (\text{Eq. 5.18})$$

Em que $\delta_\lambda \lambda = \rho\sigma_e$. O sinal de δ_λ é determinado pelo sinal de ρ , que é a correlação entre os termos de erro nas equações (5.10) e (5.11).

³⁸ Raciocínio semelhante deve ser utilizado para compreender a relação de causa e efeito entre a decisão na empresa de adotar o acordo de acionistas (AA) e o valor de mercado ou o desempenho financeiro das empresas.

N	Nome	Setor	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Total
23	Amazonia Celular	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1						8
24	Ambev	Alimentos e Beb	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
25	Amelco	Eletroeletrônicos	1													1
26	Amil	Outros								1	1	1	1	1	1	6
27	Ampla Energ	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
28	Ampla Invest	Energia Elétrica							1		1			1		3
29	Anhanguera	Outros								1	1	1	1	1	1	6
30	Antarct Nordeste	Alimentos e Beb	1													1
31	Aracruz	Papel e Celulose	1	1	1	1	1	1	1	1	1					9
32	Arcelor BR	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1							7
33	Arezzo Co	Têxtil												1	1	2
34	Arteris	Transporte Serviç						1	1	1	1	1	1	1	1	8
35	Arthur Lange	Outros	1	1	1	1	1	1		1	1					8
36	Autometal	Veículos e peças												1	1	2
37	Azevedo	Construção				1	1							1	1	4
38	B2W Varejo	Comércio								1	1	1	1	1	1	6
39	Bahema	Outros								1						1
40	Bahema Equipament	Comércio		1												1
41	Bahia Sul	Papel e Celulose	1	1	1	1										4
42	Bandeirante Energ	Energia Elétrica	1	1	1	1	1									5
43	Bardella	Máquinas Indust	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
44	Battistella	Comércio								1	1	1	1	1	1	6
45	Baumer	Outros					1	1						1	1	4
46	Bematech	Eletroeletrônicos								1	1	1	1	1	1	6
47	BHG	Outros									1	1	1	1	1	5
48	Bic Monark	Veículos e peças			1	1				1		1	1	1	1	7

N	Nome	Setor	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Total
49	Biobras	Química	1	1												2
50	Biommm	Outros						1	1	1	1	1	1			6
51	Bombril	Química	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
52	Bompreco	Comércio	1													1
53	Botucatu Tex	Têxtil		1	1	1	1	1	1	1	1	1				9
54	BR Brokers	Outros								1	1	1	1	1	1	6
55	BR Malls Par	Outros								1	1	1	1	1	1	6
56	BR Pharma	Comércio												1	1	2
57	BR Propert	Outros											1	1	1	3
58	Bradespar	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1			11
59	Brasil T Par	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1	1					9
60	Brasilagro	Agro e Pesca							1	1	1	1	1	1	1	7
61	Brasilit	Minerais não Met	1													1
62	Braskem	Química	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
63	BRF Foods	Alimentos e Beb	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
64	Brookfield	Construção							1	1	1	1	1	1	1	7
65	Buettner	Têxtil		1		1	1		1	1						5
66	Bunge Alimentos	Alimentos e Beb	1													1
67	Bunge Brasil	Alimentos e Beb	1	1	1	1										4
68	Bunge Fertilizantes	Química	1													1
69	Cach Dourada	Energia Elétrica	1													1
70	Cacique	Alimentos e Beb	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
71	Caemi	Mineração	1	1	1	1	1	1								6
72	Caf Brasilia	Alimentos e Beb	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		12
73	Cambuci	Têxtil	1	1	1					1	1	1	1	1	1	9
74	Caraiba Met	Siderur & Metalur					1	1	1							3

N	Nome	Setor	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Total
153	Eletropar	Energia Elétrica		1	1	1										3
154	Eletropaulo	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
155	Eleva	Alimentos e Beb	1	1	1	1	1	1	1	1						8
156	Elevad Atlas	Máquinas Indust			1											1
157	Eluma	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1								6
158	Emae	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
159	Embraco	Máquinas Indust	1	1	1	1	1	1								6
160	Embraer	Veículos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
161	Embratel Part	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
162	Encorpar	Têxtil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
163	Energias BR	Energia Elétrica						1	1	1	1	1	1	1	1	8
164	Energisa	Energia Elétrica						1		1	1	1	1	1	1	7
165	Enersul	Energia Elétrica	1	1	1	1	1									5
166	Epte	Energia Elétrica	1													1
167	Equatorial	Energia Elétrica							1	1	1	1	1	1	1	7
168	Ericsson	Eletroeletrônicos	1													1
169	Escelsa	Energia Elétrica	1	1	1	1	1									5
170	Estacio Part	Outros								1	1	1	1	1	1	6
171	Estrela	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
172	Eternit	Minerais não Met	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
173	Eucatex	Outros	1			1		1	1	1	1	1	1	1	1	10
174	Even	Construção								1	1	1	1	1	1	6
175	Evora	Outros		1		1			1	1	1	1	1	1	1	9
176	Excelsior	Alimentos e Beb	1		1		1			1	1	1	1	1	1	9
177	Eztec	Construção								1	1	1	1	1	1	6
178	F Cataguazes	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1							7

N	Nome	Setor	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Total
179	F Guimaraes	Têxtil	1	1		1	1	1	1							6
180	Fab C Renaux	Têxtil	1	1	1				1	1	1	1	1	1	1	10
181	Fer Heringer	Química								1	1	1	1	1	1	6
182	Ferbasa	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
183	Ferro Ligas	Siderur & Metalur	1	1												2
184	Fertibras	Química	1	1	1	1	1	1								6
185	Fertiza	Química	1													1
186	Fibam	Siderur & Metalur	1	1	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
187	Fibria	Papel e Celulose	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
188	Fleury	Outros										1	1	1	1	4
189	Forjas Taurus	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
190	Fras-Le	Veículos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
191	Gafisa	Construção							1	1	1	1	1	1	1	7
192	Gazola	Siderur & Metalur				1	1	1	1	1	1					6
193	Generalshopp	Outros								1	1	1	1	1	1	6
194	Ger Paranap	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
195	Geral de Concreto	Construção	1	1	1											3
196	Gerdau	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
197	Gerdau Met	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
198	Gol	Transporte Serviç					1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
199	Gp Invest	Outros							1	1		1	1	1	1	6
200	GPC Part	Outros				1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
201	Granoleo	Alimentos e Beb		1	1	1	1	1								5
202	Grazziotin	Comércio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
203	Grendene	Têxtil					1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
204	Guarani	Alimentos e Beb									1	1				2

N	Nome	Setor	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Total
309	Paranapanema	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
310	Paul F Luz	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1								6
311	PDG Realt	Construção								1	1	1	1	1	1	6
312	Pet Manguinh	Petróleo e Gás	1	1		1	1	1	1	1		1	1	1		10
313	Petrobras	Petróleo e Gás	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
314	Petrobras Distrib	Petróleo e Gás	1	1	1											3
315	Petroflex	Química	1	1	1	1	1	1	1	1						8
316	Petroq Uniao	Química	1	1	1	1	1	1	1	1						8
317	Petroquisa	Química			1	1	1	1								4
318	Pettenati	Têxtil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
319	Peve Predios	Outros	1	1	1											3
320	Plascar Part	Veículos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
321	Polar	Alimentos e Beb	1													1
322	Polialden	Química	1	1	1	1	1	1								6
323	Polipropileno	Química	1	1	1	1	1									5
324	Politeno	Química	1	1	1	1	1	1	1							7
325	Portobello	Minerais não Met	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
326	Portx	Transporte Serviç											1	1		2
327	Positivo Inf	Eletroeletrônicos							1	1	1	1	1	1	1	7
328	Pro Metalurg	Veículos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
329	Profarma	Comércio							1	1	1	1	1	1	1	7
330	Pronor	Química	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1			11
331	Providencia	Química								1	1	1	1	1	1	6
332	Qgep Part	Petróleo e Gás												1	1	2
333	Qualicorp	Outros												1	1	2
334	Quattor Petr	Química			1	1	1	1	1	1	1	1				8

N	Nome	Setor	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Total
335	Raia	Comércio											1			1
336	RaiaDrogasil	Comércio					1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
337	Randon Part	Veículos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
338	Rasip Agro	Agro e Pesca	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
339	Recrusul	Veículos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
340	Rede Energia	Energia Elétrica	1	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1		11
341	Redecard	Software e Dados								1	1	1	1	1		5
342	Ren Hermann	Química		1												1
343	Renar	Agro e Pesca						1	1	1	1	1	1	1	1	8
344	Renova	Energia Elétrica											1	1	1	3
345	Rexam Bcsa	Siderur & Metalur	1	1	1	1										4
346	Rimet	Siderur & Metalur		1		1	1	1		1		1	1	1		8
347	Rio Gde Ener	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1						8
348	Riosulense	Veículos e peças	1	1	1	1	1			1		1			1	8
349	Ripasa	Papel e Celulose	1	1	1	1	1	1								6
350	Rodobensimob	Construção								1	1	1	1	1	1	6
351	Rossi Resid	Construção	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
352	S Gobain Canal	Siderur & Metalur	1													1
353	S Gobain Vidro	Minerais não Met	1													1
354	Sabesp	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
355	Sadia S/A	Alimentos e Beb	1	1	1	1	1	1	1	1	1					9
356	Sanepar	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
357	Sansuy	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
358	Santanense	Têxtil		1			1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
359	SantisTêxtil	Têxtil	1	1	1	1	1	1	1							7
360	Santos Bras	Transporte Serviç							1	1						2

N	Nome	Setor	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Total
387	Suzano Papel	Papel e Celulose	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
388	Taesa	Energia Elétrica							1	1	1	1	1	1	1	7
389	Tam S/A	Transporte Serviç	1			1	1	1	1	1	1	1	1	1		10
390	Tec Blumenau	Têxtil							1	1	1					3
391	Tecel S Jose	Têxtil	1	1		1	1	1	1	1	1	1				9
392	Technos	Outros												1	1	2
393	Technos Rel	Outros		1		1										2
394	Tecnisa	Construção								1	1	1	1	1	1	6
395	Tecnosolo	Outros	1	1	1	1	1		1	1	1	1	1	1		11
396	Tectoy	Outros	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
397	Tegma	Transporte Serviç								1	1	1	1	1	1	6
398	Teka	Têxtil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
399	Tekno	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
400	Tele Centroeste Cel	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1								6
401	Tele Leste Celular	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1								6
402	Tele Nordeste Celul	Telecomunicações	1	1	1	1										4
403	Tele Nort CI	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1		1	1	1		11
404	Tele Sudeste Celula	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1								6
405	Telebahia	Telecomunicações	1													1
406	Telebras	Telecomunicações												1	1	2
407	Telef Brasil	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
408	Telefonica Data Hld	Telecomunicações		1	1	1	1	1								5
409	Telemar	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1			11
410	Telemar N L	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		12
411	Telemig	Telecomunicações	1													1
412	Telemig CI	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1	1					9

N	Nome	Setor	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Total
413	Telemig Part	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1	1					9
414	Telerj Cel	Telecomunicações	1													1
415	Telet	Telecomunicações		1												1
416	Tempo Part	Outros								1	1	1	1	1	1	6
417	Tenda	Construção								1	1	1				3
418	Tereos	Alimentos e Beb											1	1	1	3
419	Tex Renaux	Têxtil		1	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
420	Tim Nordeste	Telecomunicações	1	1	1	1	1									5
421	Tim Part S/A	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
422	Tim Sul	Telecomunicações	1	1	1	1	1									5
423	Time For Fun	Outros												1	1	2
424	Tivit	Outros										1				1
425	Totvs	Software e Dados							1	1	1	1	1	1	1	7
426	Tractebel	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
427	Trafo	Eletroeletrônicos	1	1	1	1	1	1	1	1	1					9
428	Tran Paulista	Energia Elétrica	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
429	Transbrasil	Transporte Serviç	1													1
430	Trevisa	Outros	1	1	1	1		1	1	1		1	1	1	1	11
431	Trikem	Química	1	1	1											3
432	Trisul	Construção								1	1	1	1	1	1	6
433	Triunfo Part	Transporte Serviç								1	1	1	1	1	1	6
434	Tupy	Veículos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
435	Ultrapar	Química	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
436	Unicasa	Outros													1	1
437	Unipar	Química	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
438	Uol	Software e Dados						1	1	1	1	1	1			6

N	Nome	Setor	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Total
439	Usiminas	Siderur & Metalur	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
440	Usin C Pinto	Alimentos e Beb										1	1	1		3
441	V-Agro	Outros							1	1	1	1	1	1	1	7
442	Vale	Mineração	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
443	Valefert	Química	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1			11
444	Valid	Outros							1	1	1	1	1	1	1	7
445	Varig Serv	Transporte Serviç	1	1	1	1	1	1	1	1						8
446	Varig Transp	Outros	1	1	1	1	1	1								6
447	Viavarejo	Comércio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
448	Vicunha Text	Têxtil	1	1	1	1	1	1			1	1	1	1	1	11
449	Vigor	Alimentos e Beb	1	1	1	1	1	1	1	1						8
450	Vigor Food	Alimentos e Beb													1	1
451	Vivax	Outros							1							1
452	Viver	Construção								1	1	1	1	1	1	6
453	Vivo	Telecomunicações	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1			11
454	Vulcabras	Têxtil					1			1	1	1	1	1	1	7
455	Weg	Máquinas Indust	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
456	Wetzel S/A	Veículos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
457	Whirlpool	Eletroeletrônicos	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
458	Wiest	Veículos e peças	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1				10
459	Wilson Sons	Transporte Serviç									1	1	1	1	1	5
460	Wlm Ind Com	Comércio	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
461	Yara Brasil	Química	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1			11
462	Zivi	Siderur & Metalur	1	1												2
	Total geral		257	250	231	240	249	234	245	297	277	286	281	278	268	3393

Fonte - Elaborada pelo autor da tese.