

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

PATRÍCIA ANTONACCI NEVES

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

BELO HORIZONTE
2015

PATRÍCIA ANTONACCI NEVES

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

Dissertação apresentada ao Centro de Pós-graduação e Pesquisas em Contabilidade e Controladoria, do Departamento de Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de concentração: Contabilidade e Controladoria.

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Laura Edith Taboada Pinheiro

BELO HORIZONTE
2015

ESPAÇO PARA FICHA CATALOGRÁFICA

ESPAÇO PARA FOLHA DE APROVAÇÃO DA BANCA

AGRADECIMENTOS

Ao ingressar no mestrado da UFMG em março de 2013, realizei um dos maiores sonhos da minha vida. Algumas vezes achei que não fosse capaz e que quanto mais eu estudava, menos eu sabia. Certamente a caminhada não é fácil, mas é extremamente gratificante.

Chegar a este momento final de defesa de dissertação é ter a certeza de que tudo valeu a pena. Minhas noites foram longas e o energético muitas vezes foi o meu melhor amigo. Foram muitas as lágrimas derramadas, mas aprendi com o mestrado que os desafios nos fazem fortes. Aprendi também a ser paciente e firme em minhas escolhas. A nunca desistir. Sempre perseverar.

E com esse pensamento vieram muitos sorrisos e suspiros de esperança, de quem guardava no coração a certeza de que ao final, tudo daria certo. E deu. Como é doce o gosto de um sonho realizado!

Por isso, agradeço primeiramente a Deus, minha eterna fonte de força e luz.

Agradeço aos meus pais, pelo excelente exemplo. Ao meu querido pai, por sua fortaleza, por saber aceitar as coisas como elas são, por nunca reclamar, por me ensinar a lidar com as consequências de minhas escolhas, por carregar o mundo em seus ombros sempre com um semblante leve e por me mostrar que meus problemas eram muito pequenos para eu me queixar. À minha carinhosa mãe pelo exemplo de garra e determinação, por insistir mesmo diante das dificuldades, por sempre superar, pela sua compreensão e compaixão, por toda ajuda que me foi oferecida e por nunca deixar de me amar, mesmo diante da minha ausência.

Agradeço à minha princesa e afilhada Bibi e meu super-herói sobrinho Gã, simplesmente por existirem e por me proporcionarem incríveis momentos de distração nos breves períodos de folga, momentos em que eu conseguia me sentir leve e esquecer de tudo. Aos meus gatos Paolo e Domenica, que embora não saibam ler, são merecedores de todo o amor do mundo, agradeço pela pureza e por serem a minha terapia.

Agradeço à Antonacci e Rangel Consultoria e Advocacia Empresarial, em especial, ao meu amado irmão Fabiano, pela compreensão quanto à minha ausência e por permitir que a conclusão desse mestrado fosse a minha prioridade. Ao Cid e à Aline, por toda ajuda e pelos conhecimentos compartilhados.

Agradeço a todos da minha família, meus tios e tias, meus primos e “primas”, minha cunhada, todos igualmente especiais, seria impossível destacar apenas um deles. Agradeço também a minha querida Vó Lourdes e minha Madrinha Teka, por rezarem sempre por mim.

Agradeço aos meus amigos e amigas do coração - KK, Lú, Lud, Mari, Nat, Chica, Joly, Macaca, MV, Math, Evaldo por não desistirem da minha amizade e entenderem a minha ausência. Obrigada pelos inesquecíveis momentos de diversão. A minha vida não teria a mesma graça sem vocês!

Agradeço igualmente a todos os colegas da minha turma de mestrado, por vivenciarem junto comigo todas as dificuldades e conquistas. Demos muita força uns aos outros e estarmos unidos até o final foi fundamental para que cada um conseguisse atingir a sua meta com louvor. Agradeço, em especial, Jaque e Samuca, pessoas maravilhosas e iluminadas que terão sempre um lugar no meu coração. Nunca me esquecerei de vocês.

Por fim, mas não menos importante, agradeço à minha orientadora Professora Laura, por ter acreditado em mim e por ser sempre tão calma, doce, paciente e cuidadosa, permitindo que a minha experiência fosse mais suave. Agradeço, ainda, aos demais professores do Departamento de Ciências Contábeis da UFMG, pelos conhecimentos que me foram passados ao longo desses últimos anos. Vocês foram fundamentais no meu crescimento profissional!

A todos, que de alguma forma estiveram no meu caminho, o meu eterno carinho e o meu muito obrigada!!! Essa vitória não é só minha e eu não teria conseguido sozinha.

“Learning is the only thing the mind never exhausts, never fears, and never regret.”

Leonardo da Vinci

RESUMO

NEVES, Patrícia Antonacci. *Conflito entre acionistas, concentração acionária, governança corporativa e valor da empresa: Um estudo nas companhias abertas brasileiras*. Belo Horizonte, 2015. 129 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2015.

A relação entre os acionistas de uma empresa é repleta de interesses conflitantes, que podem ser causados por inúmeros fatores. A plataforma teórica que norteou este trabalho foi baseada principalmente em Silveira (2002), Dey (2008) e Renders e Gaeremynck (2012), que consideram a concentração acionária e a governança corporativa como os principais causadores de conflitos entre acionistas, cujos efeitos refletem no valor da empresa. O presente trabalho, de abordagem teórico-empírica, descritiva e quantitativa teve como objetivo geral o estudo da relação existente entre conflito entre acionistas, concentração acionária e governança corporativa, relacionando essas variáveis também com o valor da empresa. A amostra consistiu em 250 empresas abertas listadas em 4 índices da BM&FBovespa nos anos de 2012, 2013 e 2014. Para atender aos objetivos propostos, utilizou-se a análise de componentes principais visando a criação de indicadores para “conflito”, “concentração acionária” e “governança corporativa” e o Q de Tobin como *proxy* para representar o valor da empresa. Os indicadores criados foram padronizados e aplicados em modelos de regressão de efeitos fixos e marginais ajustados para dados em painel, os quais utilizaram como variável dependente ora “conflito”, ora “valor da empresa”. A metodologia e os testes de validação dos modelos confirmaram a capacidade preditiva dos modelos marginais, que conseguiram explicar 51,7% da variabilidade de “conflito” e 33,7% da variabilidade de “valor da empresa”. Foi verificada uma influência significativa e positiva da “concentração acionária” sobre o “conflito”, no sentido de que, quanto maior a concentração acionária, maior o conflito, e significativa e negativa da “governança corporativa” sobre o “conflito”, no sentido de que, quanto melhor a governança corporativa, menor o conflito. Em relação ao “valor da empresa” as mesmas variáveis não se mostraram significativas. Posteriormente, realizou-se uma análise de agrupamento, que separou as empresas da amostra em 4 grupos, relacionado-os quanto às médias dos indicadores de “conflito” e “valor da empresa”. Essa análise apresentou a existência de uma relação inversa entre “conflito” e “valor da empresa”, no sentido de que, as empresas com maior valor, eram as que possuíam as menores médias de conflito, enquanto as empresas com menor valor, eram as que possuíam as maiores médias de conflito.

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

ABSTRACT

NEVES, Patrícia Antonacci. *Shareholder conflict, ownership concentration, corporate governance and firm value: A study in brazilian listed companies*. Belo Horizonte, 2015. 129 p. Dissertation (Master in Accounting). Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2015.

The relationship between shareholders is full of conflicting interests, which can be caused by numerous factors. The theoretical platform that guided this work was based primarily on Silveira (2002), Dey (2008) and Renders and Gaeremynck (2012), who consider the ownership concentration and corporate governance as the main cause of conflicts between shareholders, whose effects reflect on firm value. This study use a theoretical, empirical, descriptive and quantitative approach and aimed to study the relationship between shareholders conflict, ownership concentration and corporate governance, also relating these variables with the value of the company. The sample consists in 250 public companies listed in 4 indices of the BM&FBovespa in the years of 2012, 2013 and 2014. It was used the principal component analysis in order to create indicators for "conflict", "ownership concentration" and "corporate governance", and the Tobin's Q as a proxy to represent firm value. The indicators created were standardized and implemented in fixed and marginal regression models and adjusted for panel data, which used as the dependent variable "conflict" and "firm value". The chosen methods and validation tests of the models confirmed the predictive ability of the marginal models, who could explain 51.7% of the variability of "conflict" and 33.7% of the variability of "firm value." Thus, a significant and positive relation of "ownership concentration" on the "conflict" and significant and negative relation of "corporate governance" on the "conflict" was found. Regarding "firm value" the same variables were not significant. Subsequently, we carried out a cluster analysis, which separated the companies of the sample into 4 groups and related according to the means of "conflict" and "firm value." This analysis confirmed the inverse relationship between this two variables in the sense that companies with higher value, were those who had the lowest average of conflict, while companies with lower value, were the ones that had the highest average of conflict.

Keywords: Shareholder conflict. Ownership concentration. Corporate governance. Firm value.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Causas e consequências dos conflitos entre principais.....	28
Figura 2: Valores envolvidos nos procedimentos arbitrais de 2010 a 2014.....	37
Figura 3: Controle indireto.....	44
Figura 4: Formas de atração do capital dentro das empresas.....	46
Figura 5: Evolução das práticas de governança corporativa nos EUA.....	50
Figura 6: Ciclo de atração do capital em empresas de capital aberto.....	55

LISTA DE QUADROS

Quadro 1:	Diferença entre direitos de voto e direitos de propriedade.....	25
Quadro 2:	Diferença entre direitos de voto e propriedade da Petrobrás em 2010	26
Quadro 3:	Conflito formal e conflito material.....	30
Quadro 4:	Diferenças na conceituação de controle pela Lei 6.404/76 e pelo CPC 36..	39
Quadro 5:	Mecanismos de proteção aos investidores.....	52
Quadro 6:	Comparativo efeito-incentivo e efeito-entrenchamento.....	54
Quadro 7:	Variáveis do constructo “Conflito”	68
Quadro 8:	Variável “Valor da empresa”.....	70
Quadro 9:	Variáveis do constructo “Concentração acionária”	71
Quadro 10:	Variável “Tipo de acionista controlador”.....	72
Quadro 11:	Variáveis do constructo “Governança corporativa”	74
Quadro 12:	Variáveis do grupo de controle.....	75
Quadro 13:	Fonte dos dados coletados.....	79

LISTA DE TABELAS

Tabela 1:	Síntese com siglas e apresentação das variáveis por constructo.....	78
Tabela 2:	Descrição das variáveis ao longo do tempo.....	94
Tabela 3:	Descrição do setor da empresa.....	95
Tabela 4:	Análise de componentes principais para “Conflito”.....	96
Tabela 5:	Análise de componentes principais para “Concentração acionária”.....	97
Tabela 6:	Análise de componentes principais para “Governança corporativa”.....	99
Tabela 7:	Medidas descritivas e Teste de Friedman para os indicadores ao longo dos anos.....	100
Tabela 8:	Regressões de efeito fixo para “Conflito” e “Valor da empresa”.....	106
Tabela 9:	Regressões lineares marginais para “Conflito” e “Valor da empresa”.....	111
Tabela 10:	Apresentação dos perfis dos grupos.....	113
Tabela 11:	Relação dos perfis dos grupos.....	114

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1:	Procedimentos arbitrais por ano na Câmara de Arbitragem do Mercado....	36
Gráfico 2:	Distribuição dos procedimentos arbitrais por matéria.....	37
Gráfico 3:	Boxplot para os indicadores de “Conflito”, “Concentração acionária” e “Governança corporativa” ao longo dos anos.....	101
Gráfico 4:	Gráficos dos resíduos x valores ajustados e QQ-Plot para modelo de efeito fixo – Indicador de “Conflito”.....	102
Gráfico 5:	Gráficos dos resíduos x valores ajustados e QQ-Plot para modelo de efeito fixo – Indicador de “Valor da empresa”.....	104
Gráfico 6:	Gráficos dos resíduos x valores ajustados e QQ-Plot para modelo de efeito marginal – Indicador de “Conflito”.....	107
Gráfico 7:	Gráficos dos resíduos x valores ajustados e QQ-Plot para modelo de marginal – Indicador “Valor da empresa”.....	109
Gráfico 8:	Dendograma para agrupamento utilizando método de Ward.....	113

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BNDES:	Banco Nacional de Desenvolvimento
Bovespa	Bolsa de valores de São Paulo
CALPERS:	<i>California Public Employees Retirement System</i>
CPC:	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CII:	<i>Council of Institutional Investors</i>
CVM:	Comissão de Valores Mobiliários
GEE:	<i>Generalized Equations Estimating</i>
GC1:	Governança Corporativa Nível 1
GC2:	Governança Corporativa Nível 2
GVIF	<i>Generalized Variance Inflation Factor</i>
HAC:	<i>Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent</i>
IBCG:	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
ISS:	<i>Institutional Shareholder Services</i>
MQO:	Mínimos Quadrados Ordinários
NM:	Novo Mercado
OECD:	<i>Organization for Economic Cooperation and Development</i>
ON:	Ações ordinárias
PN:	Ações preferencias
SA:	Sociedade Anônima
SEC:	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SOX:	<i>Lei Sarbanes-Oxley</i>
SPC:	Secretaria de Previdência Complementar
TIAA-CREF	<i>Teacher's Insurance Annuity Association–College Retirement Equities Fund</i>
VIF	<i>Variance Inflation Factor</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	17
1.1 Contextualização	17
1.2 Problema de pesquisa	21
1.3 Objetivos	21
1.3.1 Objetivo geral.....	21
1.3.2 Objetivos específicos.....	22
1.4 Justificativa do estudo	22
2 REFERENCIAL TEÓRICO	24
2.1 Conflito entre acionistas	24
2.1.1 Cenário legal brasileiro	31
2.2 Concentração acionária.....	38
2.2.1 Controle.....	39
2.2.2 Propriedade.....	45
2.3 Governança corporativa.....	47
2.4 Valor da empresa	52
2.5 Estudos prévios	56
2.5.1 Sobre conflitos entre acionistas.....	57
2.5.2 Sobre concentração acionária.....	59
2.5.3 Sobre governança corporativa.....	61
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	64
3.1 Classificação da pesquisa	64
3.2 Amostra.....	64
3.3 Definição teórica e operacional das variáveis.....	65
3.3.1 Variáveis dependentes: conflito e valor da empresa	66
3.3.2 Variáveis independentes.....	70
3.3.3 Variáveis do grupo de controle	75
3.4 Fonte dos dados.....	79
3.5 Análises estatísticas.....	79
3.5.1 Modelos de regressão para dados em painel	85

3.6 Limitações metodológicas.....	90
4 ANÁLISES E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	91
4.1 Análise descritiva	91
4.2 Criação dos indicadores	95
4.2.1 Conflito.....	96
4.2.2 Valor da empresa.....	96
4.3 Apresentação dos indicadores ao longo do tempo	99
4.4 Testes e resultados da análise de regressão para o modelo de efeitos fixos	102
4.5 Testes e resultados da análise de regressão para os modelos marginais.....	106
4.6 Análise de agrupamento.....	111
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	115
REFERÊNCIAS	122
ANEXOS.....	129

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

A relação entre os acionistas de uma empresa é repleta de interesses conflitantes. Por esse motivo, os proprietários buscam estabelecer mecanismos internos e externos que os permitam monitorar as atividades de gestão e limitar o comportamento gerencial indesejável. Peng e Sauerwald (2012) e Silveira, Barros e Famá (2008) apontam a concentração acionária como um mecanismo interno. Já a governança corporativa consiste em um mecanismo externo, que visa a regulamentação de algumas práticas desejáveis atuando também na mitigação dos conflitos entre os acionistas.

Para Coelho (2008) “o valor fundamental, na disciplina das relações de poder, deve ser o desenvolvimento da companhia, objetivo que traz benefícios a todos os seus sócios e representa o núcleo aglutinante dos interesses destes”.

A sociedade se apresenta como um conjunto de relações jurídicas (relações entre os sócios e também entre os sócios e a sociedade) nas quais devem prevalecer os interesses sociais, constantes do objeto social (contrato ou estatuto social). Mas para isso é preciso que as partes estejam em harmonia, o que nem sempre ocorre, existindo então, a possibilidade de haver conflitos de interesses.

De acordo com Peng e Sauerwald (2012), os conflitos entre acionistas trazem consequências negativas para as empresas, podendo, em nível de país, afetar o desenvolvimento do mercado de capitais e em nível da própria empresa, afetar diretamente sua performance.

Vários fatores contribuem para a existência de conflitos entre os acionistas de uma empresa, como, por exemplo, a separação entre propriedade e controle, a falta de sintonia quanto aos objetivos de gestão, a assimetria de informações e a divergência dos interesses no que se refere à destinação do lucro.

Sandes (2008) pondera que as divergências de interesses, em algumas circunstâncias, são saudáveis e até necessárias para o desenvolvimento da empresa, servindo para agregar valor. Já em outras situações, essas divergências podem se agravar, o que pode vir a prejudicar a saúde financeira da sociedade ou mesmo inviabilizar sua atividade econômica.

Para Gonzaga e Costa (2009), a política de distribuição de dividendos é um potencial foco de conflito entre os acionistas, primeiro pelo fato de estar diretamente relacionada com a destinação do lucro, pois o acionista controlador pode ter interesses diferentes dos acionistas minoritários e assim, agir em desfavor destes últimos, aplicando o lucro em projetos que atendam apenas os seus próprios interesses. E segundo porque a distribuição de dividendos também está diretamente relacionada com a separação entre propriedade e controle.

No que tange a separação entre propriedade e controle, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC dispõe no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (2009) que o poder político de uma empresa é representado pelo direito de voto, o qual deve estar em equilíbrio com o direito econômico. O direito de voto implica em que, para cada ação, deve ser assegurado o direito a um voto, uma vez que “a vinculação proporcional entre direito de voto e participação no capital favorece o alinhamento de interesses entre todos os sócios”. Tal entendimento é seguido por Silveira (2002), Gonzaga e Costa (2009), Caixe e Krauter (2013) e Balassiano e Branco (2014).

Para o IBCG (2009), exceções à regra “uma ação, um voto”, que consistem na emissão de ações sem direito a voto (ações preferenciais), caso ocorram, precisam ser fortemente justificadas para que os acionistas possam avaliar suas vantagens e desvantagens. Do mesmo modo, as sociedades devem divulgar de forma transparente o modo com que o controle é exercido, ou seja, informar se esse controle se dá diretamente, pela maioria das ações (e consequentemente maioria de votos), ou se por meio de mecanismos de ampliação de controle, como por exemplo, por ações sem direito a voto ou com voto restrito, estruturas piramidais (estrutura de sobreposição de empresas, uma com controle sobre a outra - *holdings*), ou por restrições a aquisição de controle (como as *poison pills*, instrumento jurídico adotado pela companhia com o intuito de dificultar a aquisição do poder de controle oriunda de uma oferta hostil feita diretamente aos acionistas, sem consulta prévia à sua administração).

Já quanto aos objetivos de gestão, o artigo 116, parágrafo único, da Lei 6.404/76 diz que “O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social” tendo direitos e deveres em relação aos demais *stakeholders* da empresa, assim entendidos como as partes relacionadas, ou seja, seus acionistas, funcionários, fornecedores e todos que com ela se relacionam, direta ou indiretamente.

As leis brasileiras, através de dispositivos legais e normativos, proíbem que os acionistas, controladores ou não, ajam em desacordo com o interesse social da companhia, conferindo proteção legal e visando coibir a prática de irregularidades, tais como o abuso de poder, a supressão de direitos patrimoniais dos minoritários, a distribuição desigual de dividendos, a remuneração exacerbada aos administradores, a subscrição de ações feita de modo preferencial, a constituição indevida ou injustificada de reservas, dentre outras.

Por fim, a assimetria informacional consiste na existência, uso ou omissão de informações privilegiadas por parte de alguns acionistas, geralmente os que estão ligados à gestão da empresa, de modo que os demais acionistas nem sempre tem acesso a essas mesmas informações. Segundo Monteiro (2008), um dos motivos que leva à assimetria de informações refere-se a algum possível oportunismo, relativamente às partes envolvidas, que possa justificar um desinteresse em revelar informações relevantes, como é o caso do controlador com relação aos demais acionistas. Com isso, o valor de longo prazo dos investimentos é imperfeitamente sinalizado e, assim, a firma poderia ser avaliada incorretamente pelos seus acionistas, que poderiam alienar suas ações no mercado subavaliadas a um potencial adquirente.

Para evitar que os conflitos tomem proporções maiores, prejudicando a empresa, surge a necessidade de um cenário de maior transparência na administração da companhia a fim de proporcionar o equilíbrio nas relações, conferindo mais segurança e proteção às partes.

De acordo com Silveira (2002), o mercado de capitais possui um importante papel no desenvolvimento e crescimento das empresas, pois facilita a captação de recursos por meio da comercialização de ações, atraindo investidores, os quais aplicam seus recursos em troca de uma parcela do capital associada a alguns direitos como, por exemplo, o direito de voto, ou o direito de receber dividendos proporcionais.

A captação de recursos via comercializações de ações contribui para a pulverização do capital, uma vez que, se as ações estão disponíveis ao público, significa que qualquer um que tenha interesse pode adquiri-las, ainda que em parcelas pequenas, tornando-se sócio da empresa na proporção de sua aquisição. Com isso, surgem pequenos acionistas que possuem uma pequena parcela do capital social de uma empresa sem, no entanto, controlar ou participar de sua gestão. Com isso o poder fica nas mãos dos controladores, aqueles acionistas que detém a maior parcela do capital.

Monaco (2000), Leal *et al.* (2002) e Balassiano e Branco (2014) afirmam que no Brasil, a forma de propriedade predominante ainda é aquela em que se verifica a presença de um acionista controlador ou cujo controle é geralmente exercido por membros familiares.

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

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

Da tentativa de mitigar conflitos emerge o conceito de governança corporativa, um conjunto de práticas societárias desejáveis recomendadas para promover o bem-estar entre os acionistas, que se apresentam como uma possível solução para os conflitos de interesses. De acordo com o IBCG (2009) governança corporativa é o sistema que dirige, monitora e incentiva as organizações, o que envolve as práticas e os relacionamentos entre os proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. Tais práticas convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.

Presume-se que quanto melhores as práticas de governança corporativa, maior o grau de proteção aos direitos dos acionistas, mais transparentes as condutas dentro de uma empresa e menores as chances de haver conflitos entre seus acionistas, o que contribui para o aumento de valor dessa empresa. Em relação à concentração acionária, presume-se que quanto maior a concentração de poder nas mãos de um único acionista, maiores as chances de conflito, pela possibilidade de expropriação aos direitos dos minoritários.

Para Dey (2008), a estrutura de governança corporativa envolve mecanismos que minimizam os conflitos entre os acionistas. Por outro lado, a autora acredita que empresas com maiores níveis de conflitos entre seus acionistas têm estruturas de governança corporativa mais

eficientes, pois a demanda por esses mecanismos é mais elevada em empresas com maior necessidade de supervisão ou graus mais elevados de conflitos.

Renders e Gaeremynck (2012) entendem que os conflitos entre principais influenciam a governança corporativa de uma empresa, e vice-versa, impactando também no valor da empresa. Para as autoras, quanto mais severos os níveis de conflitos, maiores seriam os custos para implantar uma boa estrutura de governança, o que reflete no valor da empresa, já que uma empresa sem um bom sistema de governança corporativa tende a ter seu valor de mercado diminuído.

Dada à escassez de estudos empíricos quantitativos que possuam conflitos entre acionistas como foco, relacionando-os com governança corporativa, concentração acionária (ou estrutura de controle) e valor da empresa na literatura do país, haja vista que os únicos estudos encontrados nesse sentido foram os de Dey (2008) e Renders e Gaeremynck (2012), e que outros estudos brasileiros como os de Monaco (2000), Leal *et al.* (2002), Silveira (2002), Gonzaga e Costa (2009), Caixe e Krauter (2013) e Balassiano e Branco (2014) tiveram objetivos diferentes, verifica-se a necessidade em estudar as relações possivelmente existentes entre as citadas variáveis que possam influenciar a ocorrência de conflitos entre acionistas, a fim de compreender melhor o cenário empresarial do Brasil e propor possíveis soluções de melhoria, considerando a relevância do mercado de capitais para a economia brasileira.

1.2 Problema de pesquisa

A questão de pesquisa que norteia este trabalho é: *qual a relação entre conflito entre acionistas, concentração acionária, governança corporativa e valor da empresa, nas empresas abertas brasileiras?*

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo geral

O presente trabalho tem como objetivo geral verificar a relação existente entre conflitos entre acionistas, concentração acionária, governança corporativa e valor da empresa.

1.3.2 Objetivos específicos

- i) Construir indicadores para “Conflito”, “Concentração acionária” e “Governança corporativa” a partir de um conjunto de variáveis qualitativas e quantitativas;
- ii) Analisar a evolução da concentração acionária e da governança corporativa nas sociedades anônimas brasileiras ao longo dos anos de 2012, 2013 e 2014;
- iii) Avaliar quais variáveis estão relacionadas com a ocorrência de conflito entre acionistas;
- iv) Relacionar conflito e valor da empresa.

1.4 Justificativa do estudo

As formas de estruturação das sociedades anônimas em relação à composição do capital social, o modo como o controle é exercido, o desenvolvimento de práticas de governança corporativa e a mitigação dos conflitos entre acionistas são temas multidisciplinares, comuns às áreas da Contabilidade, Administração e Direito, que tem, cada vez mais, sido objeto de estudos no mundo corporativo.

Sobretudo no que diz respeito aos conflitos de interesses dentro das sociedades anônimas, conforme mencionado, as pesquisas empíricas e quantitativas ainda são esparsas na literatura, principalmente do Brasil, o que se dá, provavelmente, em virtude da dificuldade em se estabelecer uma *proxy* confiável para “conflito”, já que estes podem ser ocasionados por uma infinidade de fatores e circunstâncias, não sendo possível atribuir-lhes um único causador.

O presente estudo se justifica porque, ao investigar as relações existentes entre conflito entre acionistas, concentração acionária, governança corporativa e valor da empresa em uma amostra de companhias de capital aberto, teria-se a oportunidade de encontrar os principais fatores que contribuem para a ocorrência de conflitos de interesses nas sociedades brasileiras, especialmente, as anônimas.

Esta pesquisa pretende contribuir com a literatura brasileira de várias formas:

- i) na área acadêmica, se presta a enriquecer o conhecimento sobre conflitos entre acionistas a partir da criação de um indicador que possa melhor representá-lo, indo além da simples análise de conflito pela concentração acionária proposta por La Porta *et al.* (1999 e

2000), Monaco (2000) e Leal *et al.* (2002) e extrapolando a análise do conflito típico de agência que se dá entre agente e principal;

Nas demais áreas do saber, as contribuições obtidas serão úteis:

- ii) às empresas, seus acionistas e administradores, já que permite que as práticas societárias sejam revistas, a fim de melhorar a gestão e as condutas para com os acionistas;
- iii) ao Governo e aos órgãos fiscalizadores, para reforçar os dispositivos legais que dizem respeito à proteção aos acionistas;
- iv) à sociedade de um modo geral, que pode se beneficiar com um mercado de capitais mais desenvolvido, o que permitirá maior atração de investidores e maior geração de riqueza.

A presente dissertação está estruturada em mais 4 capítulos subsequentes. O segundo capítulo traz o referencial teórico da pesquisa, aprofundando os temas principais, quais sejam, conflito entre acionistas, concentração acionária, governança corporativa e valor da empresa, trazendo também estudos prévios que se relacionam com os temas e o objetivo deste trabalho. O terceiro capítulo detalha os procedimentos metodológicos, no que tange à classificação da pesquisa, da amostra, das variáveis selecionadas, das fontes de dados utilizadas e dos métodos de análises escolhidos. O quarto capítulo traz a análise e discussão dos resultados encontrados e por fim, o quinto capítulo traz as considerações finais do estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo são abordadas as principais teorias referentes aos conflitos entre acionistas, concentração acionária, governança corporativa e valor da empresa, apresentando, ao final, estudos prévios sobre os temas, a fim de delinear o estado da arte em que se encontram, principalmente, no que tange ao conflito entre acionistas.

2.1 Conflito entre acionistas

A clássica teoria de agência de Jensen e Meckling (1976) trata de um tipo específico de conflito que ocorre dentro das empresas, que é o conflito que se dá entre principal e agente. Nesse cenário, para que não haja o conflito, é preciso que os interesses do principal e do agente estejam alinhados, o que gera custos de agência, decorrentes da concessão de benefícios ou garantias contratuais, de despesas com monitoramento e de outros custos residuais por parte do principal, como o equivalente monetário da redução do bem-estar vivenciada por este último devido a divergência entre as decisões do agente e as decisões que maximizariam o bem-estar do principal.

O foco desta pesquisa não consiste no estudo dos conflitos que se dão entre principal e agente, mas sim entre principais, assim entendidos como os conflitos entre acionistas majoritários e minoritários, controladores e não controladores, já que, de acordo com a literatura de La Porta *et al.* (1999), Silveira (2002) e Balassiano e Branco (2014), no cenário empresarial brasileiro, esse é o tipo de conflito mais recorrente.

Segundo La Porta *et al.* (1999; 2000), em países em que se verifica a alta concentração de poder nas mãos de um único acionista e onde não há um ambiente institucional e um sistema de governança bem desenvolvidos, como é o caso do Brasil, da maioria dos países asiáticos e de alguns países europeus, como Espanha, Itália e Portugal, o tipo de conflito mais comum é o que se dá entre principais.

Ainda de acordo com os mesmos autores, a concentração acionária nas mãos de um acionista controlador é considerada a maior causa de conflitos entre principais, mas não é a única.

Mencionou-se que vários fatores contribuem para a existência de conflitos entre os acionistas de uma empresa, como a separação entre propriedade e controle (pela emissão de duas classes

de ações, ordinárias - ON e preferenciais - PN), a falta de sintonia quanto aos objetivos de gestão, a assimetria de informações e a divergência dos interesses entre os acionistas, sobretudo no que tange à distribuição dos lucros, conforme observado por Gonzaga e Costa (2009).

Para Balassiano e Branco (2014), o Brasil possui empresas com estrutura de propriedade concentrada (alta concentração acionária), dualidade de classes de ações (ações ON e PN) e forte presença de acionistas majoritários, reforçando o entendimento de La Porta *et al.* (1999; 2000), de que o principal tipo de conflito em países como o Brasil é entre os acionistas e não entre os gestores e os acionistas.

Balassiano e Branco (2014), em consonância com o entendimento de Silveira *et al.* (2004), apontam que a dualidade de classes de ações é também um grande causador dos conflitos entre acionistas porque, a partir do momento em que há violação da regra “uma ação, um voto”, permite-se uma combinação de muito poder com pouca alocação de recursos próprios na empresa, além de permitir também a captação de recursos por parte dos acionistas controladores, sem que estes últimos tenham que abrir mão do controle.

Isso porque os acionistas possuem direitos de votos, representados por suas ações ordinárias, já que cada ação ordinária dá direito a um voto, e direitos sobre o fluxo de caixa, que são os direitos de propriedade, representados pelo total de ações possuídas, ordinárias e preferenciais. A emissão de ações preferenciais, sem direito a voto, na visão de Silveira *et al.* (2004) constitui o principal mecanismo de separação entre propriedade e controle, o que dá margem a existência de conflitos entre os acionistas.

As principais diferenças entre os direitos de voto e de propriedade encontram-se sintetizadas no quadro 1:

Quadro 1 - Diferença entre direitos de voto e direitos de propriedade

Direitos de voto	Direitos de propriedade
Relacionados às ações ordinárias possuídas;	Relacionados ao total de ações possuídas: ordinárias e preferenciais;
1 ação ordinária = 1 voto;	Ações preferenciais não dão direito a voto, apenas direito ao recebimento dos lucros proporcionais quando de sua distribuição;
Também conhecido como “Direitos de controle”.	Também conhecido como “Direitos sobre o fluxo de caixa”.

Fonte: Adaptado de Silveira *et al.* (2004).

Assim, conforme pontua Silveira *et al.* (2004), apesar da forte concentração das ações com direito a voto, a emissão de ações preferenciais e ainda, a utilização de pirâmides (uma empresa controlando outra – *holdings*) fazem com que muitos acionistas controladores não necessariamente sejam os acionistas majoritários, por não deterem a maioria do capital social da empresa.

Balassiano e Branco (2014) demonstram de forma matemática, utilizando o exemplo da empresa Petrobrás no ano de 2010, como a detenção de ações ordinárias e preferenciais por parte do acionista controlador (no caso da Petrobrás, a União Federal) influencia os direitos de voto e de propriedade.

A fórmula e a metodologia de cálculo usada pelos autores encontra-se discriminada no quadro 2. Na primeira e segunda coluna estão o percentual e o total de ações ON detidas pelo controlador (Estado) e pela empresa, respectivamente. Da mesma forma, na terceira e quarta coluna, o percentual e o total de ações PN detidas pelo controlador (no caso o controlador não possui ações PN) e pela empresa, e, por fim, o total de ações ON e PN da empresa:

Quadro 2 - Diferença entre direitos de voto e direitos de propriedade da Petrobrás em 2010

% ações ON do controlador	Total de ações ON da empresa	% ações PN do controlador	Total de ações PN da empresa	Total de ações ON e PN da empresa
50.26	7.442.454.142	0.00	5.602.042.788	13.044.496.930
Fórmula – Cálculo do percentual total de ações do acionista controlador em relação ao capital social total:				
$\frac{[(\% \text{ ON controlador}) \times (\text{total ON empresa}) + (\% \text{ PN controlador}) \times (\text{total PN empresa})]}{(\text{total ON e PN empresa})}$				
Resultado – Percentual total de ações do acionista controlador em relação ao capital social total:				
$\frac{[(50.26) \times (7.442.454.142) + (0.00) \times (5.602.042.788)]}{(13.044.496.930)} = 28.68\%$				

Fonte: Balassiano e Branco (2014).

Comparando o resultado após a aplicação da fórmula proposta por Balassiano e Branco (2014) com o percentual de ações ON e PN em poder do controlador, verifica-se que o controlador detém 50.26% das ações com direito a voto, mas participa de apenas 28.68% do capital total da empresa, ou seja, o controlador, através da emissão de ações PN captou recursos para financiamento da empresa no mercado sem abrir mão do controle. Nessa situação, verificou-se o fenômeno de muito poder com baixa alocação de recursos por parte

do controlador, o que pode aumentar as chances de expropriação dos acionistas controladores em relação aos não controladores, provocando conflitos.

Peng e Sauerwald (2012) também entendem que o desrespeito a regra “uma ação, um voto” provoca o excesso de direitos de voto do controlador em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa, o que aponta para um cenário de fraca proteção institucional aos minoritários.

Para os mesmos autores, os conflitos entre principais se manifestam em múltiplos níveis de análises. Considerando o país como um todo, os conflitos entre principais são capazes de afetar negativamente o desenvolvimento do mercado de capitais. Já considerando a perspectiva da empresa como um fim em si mesma, tais conflitos podem afetar diretamente sua performance e seu valor de mercado.

Peng e Sauerwald (2012) ainda afirmam que os conflitos entre principais tendem a surgir quando estiverem presentes as seguintes hipóteses:

- i) presença de um acionista controlador ou de blocos controladores;
- ii) fraca proteção legal aos direitos dos acionistas minoritários;
- iii) divergência entre os direitos de voto e de propriedade do controlador.

E acrescentam que graves consequências podem emergir desse tipo de conflito, de modo a afetar a performance organizacional e/ou aumentar os custos operacionais. As consequências consideradas mais relevantes foram separadas por Peng e Sauerwald (2012) em quatro áreas diferentes:

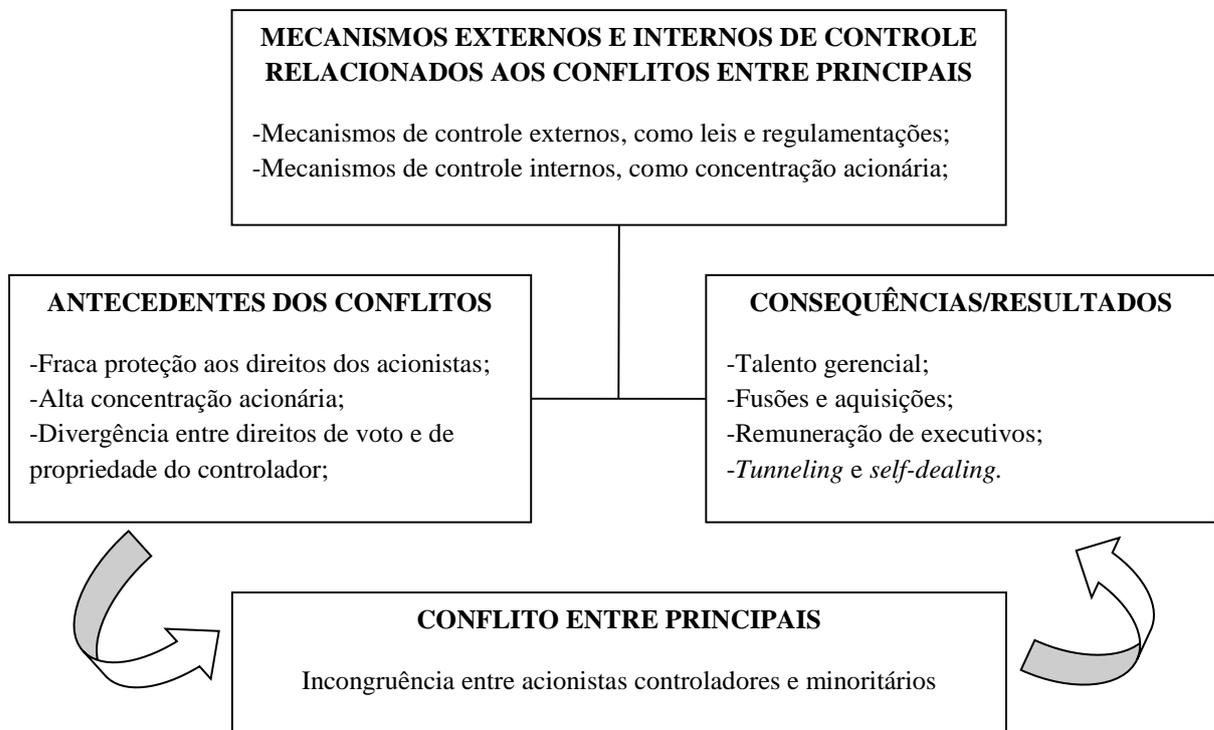
- i) Talento gerencial: Considerando empresas familiares, sucessivas gerações podem empregar na gestão da empresa membros familiares profissionalmente desqualificados, reduzindo a competitividade e o desenvolvimento da empresa, o que pode provocar conflitos entre os acionistas que não participam da gestão, já que a eles não é permitido a indicação de membros para composição da diretoria;
- ii) Fusões e aquisições: Conflitos entre acionistas em situações de fusões e aquisições não se restringem a países de economia emergente, mas também estão presentes em países desenvolvidos e com forte proteção aos minoritários. Acionistas que possuem poder e controle apenas em uma das empresas, ou na adquirente ou na adquirida, acabam perdendo uma parcela desses direitos para outros acionistas. Já acionistas que possuem poder e controle

sobre ambas adquirente e adquirida se beneficiam, em detrimento dos acionistas minoritários, que acabam tendo diluída sua participação no capital;

iii) **Remuneração de executivos:** A remuneração de executivos é um benefício privado de controle que transfere recursos da empresa para seus executivos. O sistema de governança corporativa tem um importante papel nesse ponto, já que nele se define o tipo de remuneração concedida aos executivos, como por exemplo, a remuneração por *stock-options* ou planos de opções para compra de ações da empresa. Os acionistas controladores podem determinar altos níveis de remuneração e incentivos para si, o que coloca os minoritários em uma situação de desvantagem, provocando conflitos;

iv) **Tunneling e self-dealing:** Tanto o *tunneling* quanto o *self-dealing* representam condutas que geram conflitos entre os acionistas, sendo a primeira considerada como a transferência de recursos entre empresas e a segunda, transações com partes relacionadas. Ambas as condutas colocam o acionista minoritário em situação desfavorável, sobretudo em virtude da possibilidade de haver assimetria informacional pelo fato dos controladores omitirem possíveis benefícios decorrentes dessas transações.

Figura 1 - Causas e consequências dos conflitos entre principais



Fonte: Peng e Sauerwald (2012).

As principais causas e consequências dos conflitos entre principais de acordo com Peng e Sauerwald (2012) encontram-se sintetizados na figura 1. Para eles, a dualidade de classes de ações somada a um ambiente institucional sub-desenvolvido e alta concentração acionária exacerba os conflitos entre principais ao supor que os direitos dos acionistas minoritários não estão bem resguardados.

Silveira, Barros e Famá (2008) possuem o mesmo entendimento quanto aos mecanismos internos e externos de controle relacionados aos conflitos entre acionista.

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

Para Kozlowsk (2003), a noção contratualista de empresa, com origem na Itália, conceitua o ato constitutivo da sociedade (contrato social ou estatuto) como um contrato plurilateral (várias partes contratantes) com uma finalidade em comum, qual seja, o interesse social, que é o interesse dos sócios no desenvolvimento da empresa, na potencialização dos lucros e na maximização do seu valor de mercado.

Para Dey (2008), os contratos, sozinhos, não são suficientes para solucionar conflitos entre os acionistas porque a magnitude desses conflitos varia entre as firmas dependendo de sua estrutura gerencial, que leva em consideração os mecanismos de governança corporativa existentes, a complexidade das operações da empresa, dentre outros fatores.

Sandes (2008) assevera que o conflito de interesses no seio das sociedades possui caráter eminentemente econômico, aliás, como todo e qualquer conflito de interesses, e sua solução nem sempre é fácil, haja vista que a realidade é complexa.

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

Sobre a forma de lidar com os conflitos no momento da tomada de decisões, Kozlowsk (2003) e Sandes (2008) apontam duas perspectivas, a formal e a material, conforme quadro 3. Na primeira perspectiva, o conflito é definido formalmente, ou “a priori” (a princípio), ou seja, em situações que se verifica a possível existência de conflitos entre os interesses do controlador e da empresa como um todo, o controlador é impedido de votar na assembleia antes mesmo de se iniciarem as votações. Na segunda hipótese, o conflito é definido materialmente, ou “a posteriori” (posteriormente), sendo presumida a boa-fé do controlador, que, mesmo prejudicando interesses próprios, deve votar a favor dos interesses da companhia. Contudo, tal votação poderá ser contestada em momento posterior, administrativamente ou em juízo, pelos acionistas que se sentiram prejudicados, ou seja, que sentirem que o controlador não votou a favor dos interesses da empresa e sim a favor de seus próprios interesses, prejudicando a sociedade.

Quadro 3 - Conflito formal e conflito material

Conflito formal	Conflito material
O acionista não poderá votar contra os interesses da companhia – está impedido sempre que se supor uma situação de conflito de interesses;	Importância do direito de voto, que deve ser exercido no interesse da companhia;
Não se presume a boa-fé do acionista, ou seja, caso exista uma possível situação de conflito, presume-se que o acionista votará em benefício próprio;	Presume-se a boa-fé do acionista, que mesmo em situação de conflito, não pode sacrificar o interesse social em prol do individual;
A lei é taxativa – Seu teor não comporta exceções e optou-se por proibir o direito de voto antecipadamente.	Poder discricionário do acionista para se afastar da deliberação de modo a não prejudicar a companhia – Cabe a ele o julgamento.

Fonte: Adaptado de Kozlowsk (2003).

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM adota para o Brasil a perspectiva de conflito material, ou seja, o acionista vota em qualquer situação (contanto que não se dê como impedido) mesmo em situações em que há um manifesto e evidente conflito de interesses, e o ônus da prova cabe ao acionista que julgar ter sido prejudicado. Tal posicionamento favorece ainda mais a existência de conflitos entre os acionistas no Brasil.

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

2.1.1 Cenário legal brasileiro

Considerando o ambiente institucional como um dos responsáveis pelos conflitos entre acionistas, importante destacar as leis e regulamentos que atuam no sentido de resguardar os interesses dos acionistas, principalmente os minoritários.

A Lei 6.404/76, ao conferir direitos que somente podem ser exercidos se houver um percentual mínimo de participação no capital social, ou outros que somente podem ser praticados mediante a verificação de determinada situação ou condição ou, ainda, outros que somente se manifestam em determinadas épocas ou eventos, tenta equilibrar e distribuir o poder nas sociedades.

De acordo com Borba (2004), as hipóteses em que o acionista encontra-se em situação conflitante com a sociedade e, portanto, impedido de votar constam da Lei 6.404/76, artigo 115, parágrafo 1º:

- i) deliberação sobre laudo de avaliação de bens com que pretende integralizar o capital;
- ii) aprovação das próprias contas, como administrador;
- iii) decisão sobre qualquer matéria que possa beneficiá-lo de modo particular, seja direta ou indiretamente.

E completa que, todo voto conflitante implica o dever do acionista indenizar a companhia pelos prejuízos sofridos. Entretanto, a CVM adota a perspectiva material de conflito, que presume a boa-fé do acionista controlador nas votações.

A Lei 10.303/01 também trouxe algumas alterações relevantes no sentido de proteção aos direitos dos investidores, como:

- i) Obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico aos minoritários que possuem ações ordinárias, em casos de cancelamento do registro de companhias abertas, elevação da participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes ou em caso de fusão ou aquisição;
- ii) Obrigatoriedade do adquirente do controle realizar oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos demais acionistas em caso de alienação direta ou indireta de controle, sendo assegurado preço equivalente a, no mínimo, 80% do valor pago pelo adquirente;

- iii) Direito dos minoritários e preferencialistas de elegerem um membro para o Conselho de Administração;
- iv) Possibilidade de participação de representantes dos empregados no Conselho de Administração;
- v) Limitação da emissão e ações preferenciais a 50% do capital total;
- vi) Possibilidade do estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre os acionistas e a empresa ou apenas entre os acionistas.

Para melhor compreender as situações de conflito, é necessário saber quais são os direitos dos acionistas, que, de uma forma geral, se consubstanciam em:

- i) Participação nos lucros sociais: o dividendo obrigatório é a parcela mínima de lucros que a sociedade deve distribuir (logicamente, se existir o lucro), não podendo ser fixada em percentual inferior a 25% do lucro líquido ajustado;
- ii) Fiscalização da gestão e dos negócios sociais: acesso aos livros da sociedade, pedido de exibição de documentos, pedido de informações à administração da sociedade em assembleia geral extraordinária, a prestação de contas, realização de auditoria independente e pelo Conselho Fiscal;
- iii) Direito de manter a mesma participação societária (direito de preferência);
- iv) Direito de retirada (ou direito de recesso): instrumento destinado a equilibrar as conveniências das minorias e o interesse geral da sociedade. Pode se dar por qualquer acionista que se sinta prejudicado com a deliberação social, desde que tenha ocorrido alguma das hipóteses previstas na lei;
- v) Direito de alienação da participação societária: em respeito ao patrimônio individual e a liberdade de associação, condicionada às condições previstas na lei ou no contrato, bem como à deliberação dos demais sócios;
- vi) Direito de voto: não é um direito essencial, haja vista a possibilidade de ser o mesmo restrito ou ainda inexistente (levando-se em consideração as diversas classes de ações). Um destaque apenas para os casos em que, se a sociedade ficar por três ou mais exercícios consecutivos sem pagar dividendos, os acionistas detentores de ações preferenciais que não possuem direito de voto o adquirem até que a sociedade volte a distribuir os dividendos assegurados à esse tipo de ação ou que pague os dividendos cumulativos em atraso;

- vii) Eleição de membros do Conselho de Administração: acionistas que representem no mínimo 10% do capital social com direito de voto podem requerer a adoção do sistema de voto múltiplo, que facilita a eleição, pelos minoritários, de seus representantes;
- viii) Direito de participar da oferta pública de alienação do controle da companhia (*tag along*): o preço a ser pago pelas ações adquiridas por meio da oferta pública deve alcançar, no mínimo, 80% do valor pago pelas ações componentes do bloco de controle e visa à proteção dos acionistas minoritários, já que a transferência do controle acionário é semelhante à alienação da própria empresa;
- ix) Participação no acervo da companhia em caso de liquidação: por terem os acionistas contribuído para a formação do capital social e corrido o risco do negócio (acionistas preferencialistas recebem integralmente o valor correspondente às suas ações e ordinaristas apenas se houver sobras).

Com o delineamento dos direitos, presume-se que, havendo violação ou supressão de alguns deles, há conflito.

De modo a facilitar a proteção dos acionistas minoritários, a CVM, exercendo seu poder normativo, próprio das modernas agência reguladoras, apresentou um rol exemplificativo de condutas abusivas possíveis de serem praticadas pelo acionista controlador através da Instrução 323/2000, das quais destacam-se, dentre outras:

- i) Denegação do direito de voto atribuído aos titulares de ações preferenciais ou acionistas minoritários por parte do acionista controlador que detenha ações da mesma espécie e classe das votantes;
- ii) Realização de qualquer ato de reestruturação societária no interesse exclusivo do acionista controlador;
- iii) Alienação de bens do ativo, constituição de ônus reais, prestação de garantias, transferência ou alienação, total ou parcial, de atividades empresariais lucrativas no interesse preponderante do acionista controlador;
- iv) Obtenção de recursos através de endividamento ou por meio de aumento de capital, com o posterior empréstimo desses recursos para sociedades sem qualquer vínculo com a companhia, ou que sejam coligadas ao acionista controlador, ou por ele controladas em condições desfavoráveis ou incompatíveis com a rentabilidade média dos ativos da companhia;

- v) Celebração de contratos de prestação de serviços com sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, em condições desvantajosas ou incompatíveis às de mercado;
- vi) Utilização gratuita ou em condições privilegiadas de quaisquer recursos, serviços ou bens de propriedade da companhia ou de sociedades por ela controladas;
- vii) Utilização de sociedades coligadas ao acionista controlador como intermediárias na compra e venda de produtos ou serviços prestados junto aos fornecedores e clientes da companhia, em condições desvantajosas ou incompatíveis às de mercado;
- viii) Promoção de diluição injustificada dos acionistas não controladores, por meio de aumento de capital em proporções desarrazoadas, inclusive mediante incorporação de sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, ou de grupamento de ações que resulte em eliminação de acionistas, ou da fixação do preço de emissão das ações em valores substancialmente elevados em relação à cotação de bolsa ou de mercado de balcão organizado;
- ix) Obstaculização à realização da assembleia geral convocada por iniciativa do conselho fiscal ou de acionistas não controladores;
- x) Instituição de plano de opção de compra de ações para administradores ou empregados deixando a exclusivo critério dos participantes o momento do exercício da opção e sua venda, sem o efetivo comprometimento com a obtenção de resultados;
- xi) Compra ou venda de valores mobiliários de emissão da própria companhia de forma a beneficiar um único acionista ou grupo de acionistas;
- xii) Aprovação da constituição de reserva de lucros que não atenda aos pressupostos para essa constituição, assim como a retenção de lucros sem que haja um orçamento que a justifique.

Além do rol acima, a mesma instrução também prevê penalidades pela prática de atos abusivos, que, mesmo praticadas pelos administradores da companhia, não excluem a responsabilidade do acionista controlador. Exemplificadas as condutas de abuso, tornam-se passíveis de identificação, as situações de conflito.

Conforme explica La Porta *et al.* (1999), o fator que mais assegura aos investidores o retorno sobre seu investimento não é a simples existência de leis de proteção e sim a garantia de aplicação dessas leis. Ou seja, a segurança vem muito mais da garantia em exercer um direito do que da existência do direito em si, o que comprova que um sistema jurídico eficaz é

também elemento essencial da governança corporativa e do mercado de capitais, atuando na mitigação de conflitos.

A respeito da proteção legal aos minoritários, é inevitável não resgatar os conceitos de governança corporativa, que levam em consideração fatores como transparência, prestação de contas e proteção às partes interessadas. Nos dizeres de La Porta *et al.* (2000), o grau de proteção legal oferecido aos investidores, tanto acionistas quanto credores, é, então, um elemento decisivo para explicar as diferenças entre os sistemas de governança corporativa nos países e também a ocorrência de conflitos entre os acionistas.

Para os autores, países como os Estados Unidos e a Inglaterra possuem maior proteção aos acionistas do que aos credores, já na Alemanha os credores possuem mais direitos do que os acionistas. O Japão, por sua vez, é um meio termo. No Brasil e na maior parte do mundo, a proteção legal aos acionistas é pouco eficaz, seja em virtude da ausência de leis apropriadas associada à pouca atuação do poder legislativo ou à fragilidade e inércia do poder judiciário.

Assim, entende-se que quanto melhor e mais eficaz o ambiente institucional e o sistema de governança corporativa, melhor o nível de proteção aos acionistas e menores as chances de ocorrência de conflitos entre eles.

Ainda no que tange à proteção aos direitos dos acionistas, cita-se a Câmara de Arbitragem do Mercado – CAM como um importante mecanismo de resolução de conflitos. Segundo Vieira *et al.* (2014), ela foi criada no ano de 2001 pela Bolsa de valores de São Paulo - Bovespa (hoje BM&FBovespa) em um momento de fortalecimento do mercado de capitais brasileiro e de introdução de práticas de governança corporativa, especialmente pela promulgação da Lei 10.303/2001, que trouxe a cláusula compromissória estatutária. Por meio dessa cláusula as empresas se obrigam a resolver seus conflitos por meio da arbitragem.

Para Vieira *et al.* (2014), algumas vantagens em utilizar a arbitragem na solução de conflitos empresariais e societários são:

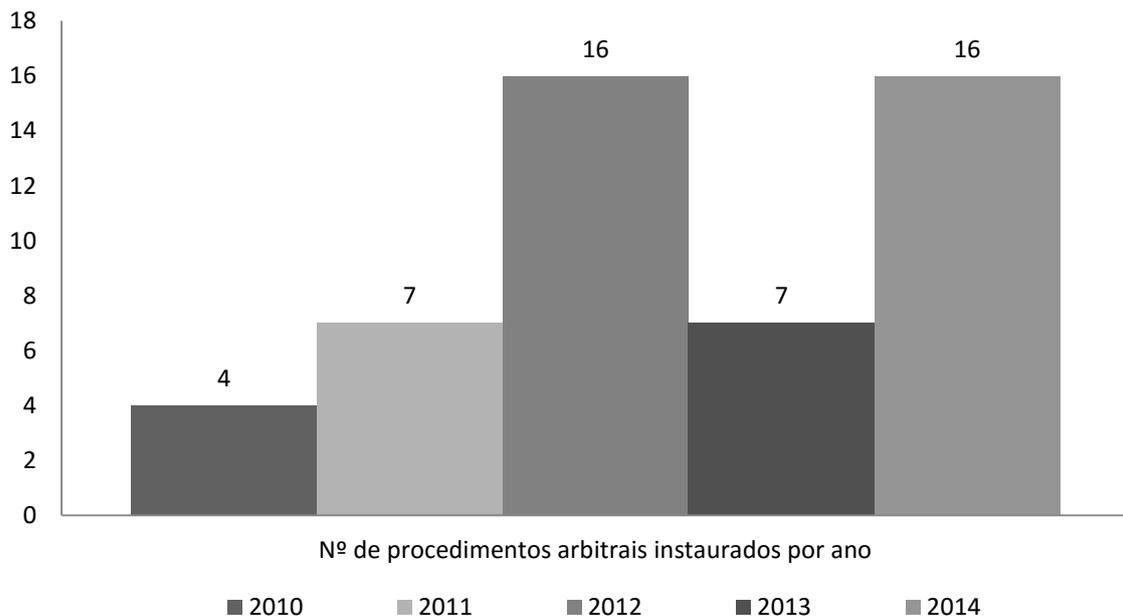
- i) Maior celeridade;
- ii) Menores custos;
- iii) Especialização dos árbitros, o que implica em decisões mais técnicas;
- iv) Confidencialidade, em virtude do caráter sigiloso das informações e procedimentos.

As autoras ainda destacam que a CAM foi criada com o objetivo de “propiciar um foro adequado à resolução de controvérsias relacionadas ao mercado de capitais e ao direito societário”, trazendo benefícios aos acionistas.

De acordo com dados atualizados fornecidos pela CAM no ano de 2015, o número de procedimentos arbitrais instaurados por ano não é grande, conforme mostra o gráfico 1, mas os valores envolvidos, conforme figura 2, são exorbitantes. Desde 2010, os valores envolvidos em todos os processos somaram mais de 3 bilhões de reais, enquanto o valor médio por processo ficou em torno de 68 milhões de reais.

Desde 2010, considerando o total de 50 procedimentos, já foram proferidas 14 sentenças, ou seja, decisões terminativas. Outros procedimentos foram encerrados sem sentença, em virtude de ter havido acordo ou desistência, e o restante ainda está ativo.

Gráfico 1 – Procedimentos arbitrais por ano na Câmara de Arbitragem do Mercado



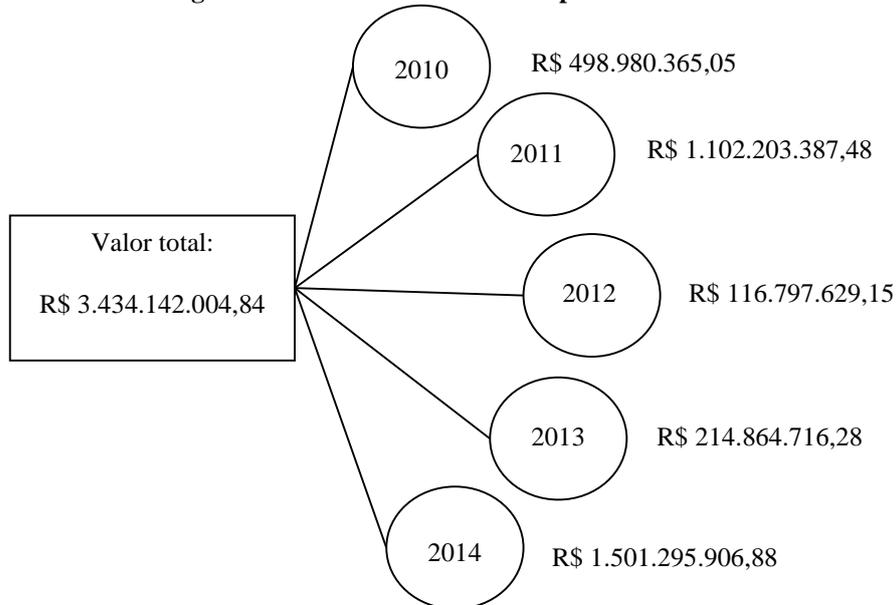
Fonte: Câmara de Arbitragem do Mercado (2015).

Os valores envolvidos nos procedimentos arbitrais nos anos de 2010 a 2014 estão detalhados na figura 2. A CAM (2015) ressalta que os valores foram calculados com base no valor total dado a cada causa, ou seja, no valor em questionamento, tratando-se de um valor estimado e não de um valor real.

Em relação aos procedimentos arbitrais administrados pela CAM em razão da existência de cláusula compromissória estatutária obrigatória, prevista para as empresas participantes dos

índices Novo Mercado, Nível 2 e Bovespa Mais, de um total de 50 procedimentos, apenas 7 foram iniciados em razão de cláusula compromissória obrigatória, 1 em razão de cláusula compromissória facultativa e os outros 42 procedimentos foram levados à apreciação da CAM espontaneamente, ou seja, sem que as empresas possuíssem qualquer tipo de obrigação.

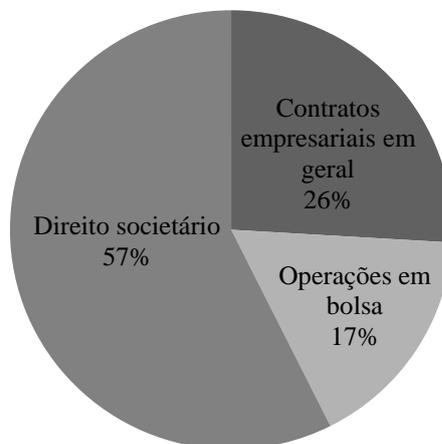
Figura 2 – Valores envolvidos nos procedimentos arbitrais de 2010 a 2014



Fonte: Câmara de Arbitragem do Mercado (2015).

Em relação às matérias levadas à apreciação da CAM, a grande maioria dos procedimentos (57%) se referem a questões de direito societário, enquanto 26% referem-se a contratos empresariais em geral e 17% à operações em bolsa, conforme gráfico 2.

Gráfico 2 – Distribuição dos procedimentos arbitrais por matéria



Fonte: Câmara de Arbitragem do Mercado (2015).

Dentre as principais questões envolvidas nos procedimentos arbitrais, a CAM (2015) listou como as mais relevantes:

- i) Descumprimento de cláusulas de acordo de acionistas;
- ii) Descumprimento de acordo de confidencialidade, concorrência desleal e *joint venture*;
- iii) Conflitos societários de companhia familiar, destituição de administrador e exclusão de sócio;
- iv) Vícios desconhecidos quando da aquisição de participação societária;
- v) Anulação de assembleias por irregularidade de convocação e prejuízos a acionistas;
- vi) Prejuízos a acionistas quando da aquisição de controle de companhia e/ou não observância de cláusulas estatutárias;
- vii) Operações em bolsa – prejuízos a investidores por atuação de corretoras e prejuízos a corretoras por inadimplência de investidores;
- viii) Descumprimento de contrato de prestação de serviços e implantação de filial;
- ix) Divergências quanto à entrega de planta industrial e divergências na execução de contrato de investimento.

Embora a arbitragem seja um procedimento sigiloso, cujas informações individuais não podem ser fornecidas sem autorização das empresas, a compreensão quanto ao seu funcionamento é necessária para entender melhor as causas e as formas de resolução dos conflitos entre os acionistas.

2.2 Concentração acionária

De acordo com Silveira, Barros e Famá (2008), a concentração de poder tem sido apontada como a principal causa de conflitos entre grupos de acionistas, sobretudo entre controladores e minoritários. Os mesmos autores possuem o mesmo entendimento de Peng e Sauerwald (2012), no sentido de que a concentração acionária é um importante mecanismo interno de governança.

A concentração acionária está diretamente relacionada com o controle e com a propriedade (estrutura de capital) das empresas, motivo pelo qual é importante entender de que forma se dá o controle dentro das empresas e como o controle está relacionado com a propriedade.

2.2.1 Controle

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

De acordo com a Lei 6.404/76, o controle societário pode ser exercido por toda pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por meio de um acordo, ou sob controle comum, desde que haja, cumulativamente:

- i) titularidade de direitos de sócio que assegurem de modo permanente a maioria dos votos;
- ii) imposição e prevalência da vontade do controlador nas deliberações sociais;
- iii) poder para eleger a maioria dos administradores;
- iv) uso do poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento da empresa.

Já de acordo com o CPC 36 o controle só se verifica “se, e somente se, o investidor possuir todos os atributos seguintes”:

- i) poder sobre a investida;
- ii) exposição a, ou direitos sobre, retornos variáveis decorrentes de seu envolvimento com a investida;
- iii) capacidade de utilizar seu poder sobre a investida para afetar o valor de seus retornos.

As diferenças estão sintetizadas no quadro 4:

Quadro 4 - Diferenças na conceituação de controle pela Lei 6.404/76 e pelo CPC 36

Lei 6.404/76	CPC 36
Direitos de sócio que assegurem a maioria dos votos;	Direitos de voto potenciais;
Prevalência na vontade do controlador nas deliberações sociais;	Poder sobre a investida;
Poder para eleger a maioria dos administradores;	Capacidade de utilizar poder sobre a investida para afetar o valor dos retornos;
Poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento da empresa.	Exposição a, ou direito sobre, retornos variáveis decorrentes do envolvimento com a investida.

Fonte: Elaboração própria a partir da Lei 6.404/76 e do CPC 36.

Na visão do CPC 36, outros fatores que também podem ser usados para a determinação do controle são o objetivo e a estrutura da investida, as atividades relevantes e o processo de tomada de decisões sobre elas, a capacidade do investidor de dirigir as atividades relevantes, a natureza do relacionamento do investidor com outras partes, os direitos de voto potenciais do investidor e os direitos de voto potenciais detidos por outras partes.

Para Comparato (2008) controle é “a prerrogativa possuída pelo titular de um poder superior de impor suas decisões sobre o titular de um poder inferior”.

Já para Tomazette (2004) “os rumos da sociedade anônima são definidos pelo acionista controlador”. Para o autor, deve-se evitar o uso da expressão acionista majoritário, já que o controle de uma sociedade pode pertencer a quem não tenha a maioria de seu capital social.

Na visão de Sandes (2008), essa posição de superioridade de um determinado grupo em detrimento do outro gera abusos, os quais podem trazer reflexos econômicos negativos, seja para a sociedade, seja para o grupo situado em posição oposta, detentor do “poder inferior”.

Destaca-se com base em Silveira, Barros e Famá (2008) que, em relação ao acionista controlador, “controle” se refere ao percentual de ações ordinárias em sua posse enquanto “propriedade” se refere ao percentual total de ações em sua posse, sejam elas ordinárias ou preferenciais. Em outra perspectiva, “controle” também pode ser entendido como o poder de tomada de decisões e “propriedade” como a mera posse de ações representativas de uma parcela (ainda que mínima) do capital da companhia.

Braga (2011) destaca que no Brasil, a Lei 6.404/76 em seu artigo 116 condicionou a caracterização do controle à titularidade de direitos de sócio, ou seja, controle interno, exercido através do direito de voto na assembleia geral, ignorando outras formas de controle, como o gerencial e o externo.

Quanto ao controle interno, com base nos critérios de Comparato (2008) e Braga (2011), apresentam-se em seis modalidades:

i) Controle majoritário: exercido pelo acionista ou grupo de acionistas que detiver a maioria das ações com direito de voto. Os interesses dos majoritários nem sempre correspondem aos interesses dos minoritários, favorecendo os conflitos;

- ii) Controle com quase completa propriedade acionária: associada a membros de uma família ou muito próximos entre si ou ainda a um único acionista. Esta forma de controle teoricamente afastaria os conflitos de interesses entre as partes, pois todos os interesses estariam em harmonia;
- iii) Controle minoritário: fundado em número de ações inferior à metade do capital votante. Comum em empresas que possuem o capital social bastante pulverizado. Esse tipo de controle associado a um sistema de governança corporativa sub-desenvolvido e um ambiente institucional de fraca proteção ao acionista pode desencadear conflitos, já que uma minoria controla;
- iv) Controle compartilhado: dois ou mais acionistas vinculados através de acordo de acionistas para votar em bloco nas matérias atinentes ao exercício do poder de controle. Sem o acordo, os acionistas individualmente não teriam poder de controle;
- v) Controle indireto: forma de controle exercida através de pirâmides, em que empresas controlam outras empresas - *holdings*;
- vi) Controle administrativo ou gerencial: não se baseia na concentração de ações e sim no poder de gestão. Não é muito comum à realidade das sociedades anônimas brasileiras.

No âmbito do controle interno, o controle compartilhado por meio do acordo de acionistas merece destaque quando se trata do estudo de conflitos, já que esse acordo envolve uma soma de vontades e interesses individuais de uma minoria ativa e participativa possibilitando sua convergência.

Previsto na Lei 6.404/76, o acordo de acionistas é um contrato em que acionistas individuais da empresa se reúnem e se comprometem a exercer o controle societário em conjunto. Haddad (2012) acrescenta que além dos acionistas, grandes grupos econômicos, muitas vezes, concorrentes, também podem participar do acordo de acionistas, caso a meta principal seja a de atingir objetivos empresariais comuns.

Haddad (2012) também afirma que o acordo de acionistas pode ter prazo determinado, nos casos de preferência na aquisição de ações, ou indeterminado, quando tem por objeto o controle ou o aumento do poder de voto dos minoritários.

Finkelstein e Proença (2011) diferenciam os acordos de acionistas:

Quanto às finalidades:

- i) Acordo de comando: tem como objetivo a formação de um bloco de controle;
- ii) Acordo de defesa: visa à proteção aos acionistas minoritários contra possíveis abusos que o bloco de controle possa cometer e também se presta a fiscalizar atos e negócios jurídicos praticados pelos administradores da companhia;
- iii) Acordo de entendimento mútuo: se dá entre controladores e não controladores em prol de interesses comuns, como por exemplo, uniformização de votos em reuniões e assembleias.

Quanto ao conteúdo:

- i) Acordo de voto: signatários devem exercer o direito de voto de acordo com o conteúdo estabelecido no instrumento que formalizou o acordo;
- ii) Acordo de bloqueio: tem o objetivo central de evitar mudanças na composição societária da empresa por meio de cláusulas sobre a cessão de ações, direito de preferência na de acionista retirante, dentre outras;
- iii) Acordo múltiplo: aborda matérias de interesse pessoal e societário, dentre os quais se destaca a participação societária que na constituição da companhia, os direitos dos minoritários e a forma de eleição dos administradores.

Quanto aos efeitos:

- i) Unilateral: protege apenas uma parte;
- ii) Bilateral: protege duas partes;
- iii) Plurilateral: protege mais de duas partes ou um grupo de acionistas.

Silva (2005) explica que a lei societária submete as cláusulas inseridas no acordo de acionistas aos dispositivos de proteção da companhia, exigindo que o exercício do direito a voto somente se dê no interesse da companhia, condicionando a utilização do poder de controle com “o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social”, bem como impedindo o “exercício abusivo de poder”.

Ainda sobre controle interno, merecem destaque as formas direta e indireta.

A forma direta é conceitualmente autoexplicativa, ou seja, o acionista que detém diretamente uma parcela significativa do capital social e possui a maioria das ações com direito a voto exerce o controle da empresa.

Já o controle interno pela forma indireta requer uma atenção maior em virtude das complexas estruturas indiretas de controle, que, conforme já mencionado, se desviam da regra “uma ação, um voto”.

Segundo Bortolon (2013), os recursos geralmente usados para desviar do princípio de “uma ação, um voto” são:

- i) uso de estruturas piramidais/indiretas de controle;
- ii) emissão de ações sem direito a voto;
- iii) posse cruzada de ações;
- iv) acordos de acionistas.

No presente estudo já se mencionou como e porque ocorre a emissão de ações sem direito a voto e também se falou sobre os tipos de acordos de acionistas.

No que se refere ao uso de estruturas indiretas, Bortolon (2013) relata em seu estudo a opinião de um advogado societário sobre as estruturas piramidais, que para este profissional não seriam um objetivo, mas sim uma consequência, já que podem surgir em reestruturações societárias por razões de natureza fiscal (incorporação de benefícios e/ou prejuízos fiscais), ou para proteger a empresa de uma tomada de controle, ou até mesmo para separação do patrimônio imobiliário do operacional. Para o advogado societário, o objetivo da pirâmide nem sempre é o de exercer o controle com um capital mínimo, mas sim, de viabilizar a captação de novos investimentos e atrair novos sócios sem abrir mão do controle.

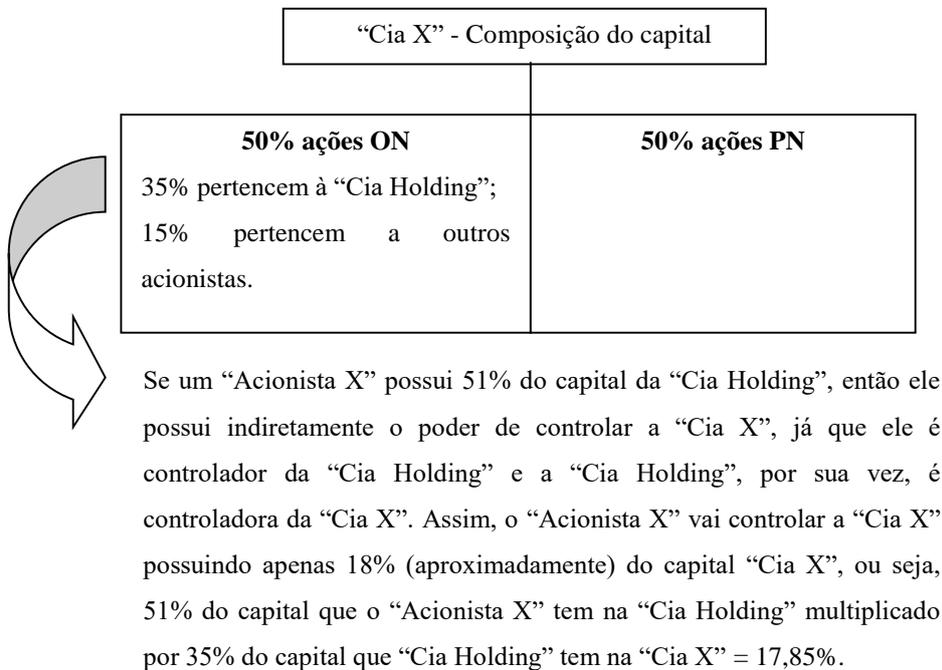
Para Leal e Silva (2008) e Bortolon (2013) as estruturas piramidais/indiretas e a emissão de ações sem direito a voto continuam sendo usadas visando concentração de controle e ao mesmo tempo, redução do investimento.

Ainda sobre as estruturas piramidais/indiretas de controle, muito utilizadas no Brasil, explicam Leal e Silva (2008):

“(…) em uma companhia aberta com 50% de ações com voto e 50% sem direito a voto, se um acionista possui 51% dos votos de uma companhia holding que detém 70% dos votos da companhia de capital aberto, ele tem direito efetivo sobre 70% dos votos, mas sobre apenas 18% do capital total da companhia aberta. Há grande distância entre os seus direitos de voto ou controle (70%) e os seus direitos ao fluxo de caixa (18%).”

Esquematisando a citação de Leal e Silva (2008) através da figura 3, tem-se a representação do controle no capital social das empresas controladas, diretamente e indiretamente:

Figura 3 - Controle indireto



Fonte: Elaboração própria a partir de Leal e Silva (2008).

Quanto à forma de controle externo, não é reconhecida pela lei brasileira, mas também não é proibida. Comparato (2008) conceitua controladores externos como aqueles que não têm participação no capital social da companhia. Assim, essa forma de controle é geralmente exercida pelos credores em função do grau de endividamento social da empresa.

Para melhor entender esse tipo de controle deve-se considerar a existência de fatores externos que possam influenciar a tomada de decisões nas grandes companhias, como por exemplo, conforme cita Braga (2011), a pressão exercida pelos sindicatos por melhores salários e condições de trabalho, decisões governamentais que alteram o regime tributário ou retiram algum benefício fiscal concedido à sociedade, reivindicações da comunidade situada nas proximidades das atividades da companhia em função de algum problema ambiental, o aumento do custo do principal insumo utilizado na indústria, dentre outros fatores comuns na vida empresarial que direta ou indiretamente influenciam o processo de tomada de decisões.

2.2.2 Propriedade

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

Sobre a estrutura de propriedade, Leal *et al.* (2002) apontam a emissão de ações preferenciais (sem direito a voto) como o principal mecanismo de separação entre propriedade e controle nas companhias.

A concentração da propriedade, conforme assevera La Porta *et al.* (1999), é um mecanismo que pode assegurar o retorno dos investimentos em países com menor proteção legal. Quando a lei não é forte no sentido de proteger o minoritário, impondo restrições a algumas condutas que podem gerar o abuso de poder por parte dos controladores, estes últimos podem fazer uso de algumas medidas para aumentar seu capital na empresa, mantendo o controle, o que pode se dar por meio da venda de ações com direitos de voto desproporcionais (voto privilegiado, sem direito a voto ou com direitos limitados), ou da utilização de estruturas piramidais ou indiretas (*holdings*) ou até mesmo mantendo um grupo de empresas cujas propriedades são cruzadas, ou seja, todas as empresas tem participações umas nas outras.

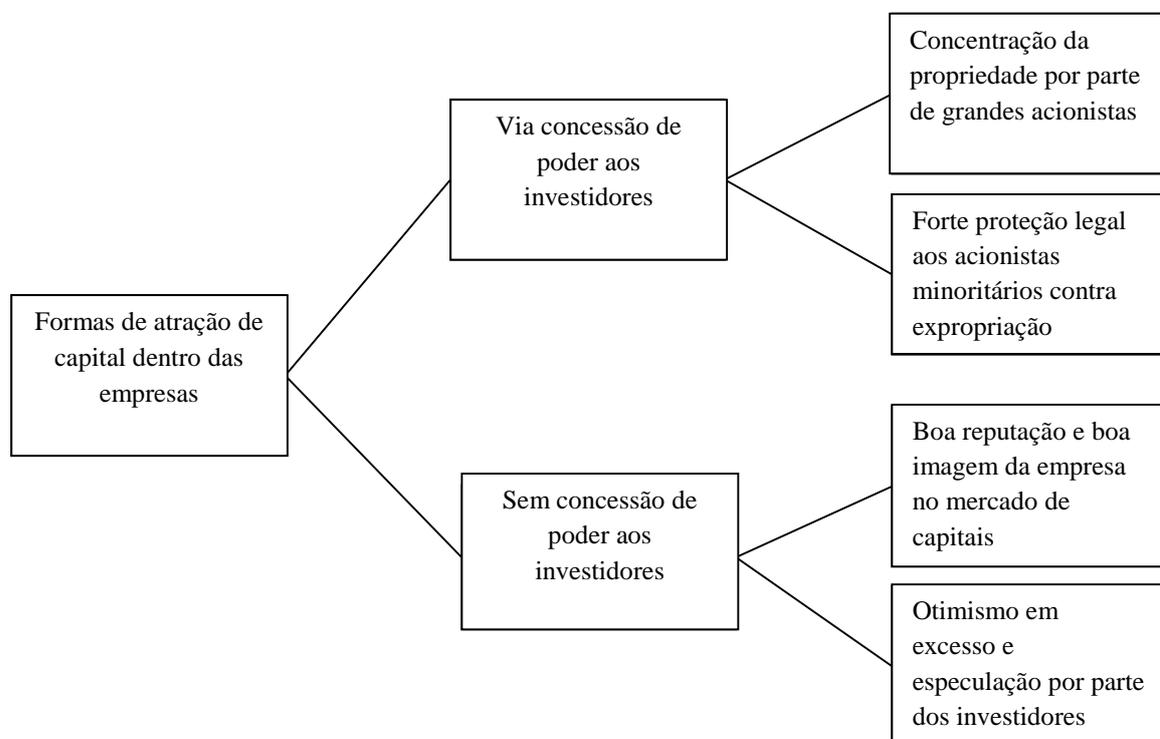
A moderna teoria de estrutura de capital, que se relaciona diretamente com a propriedade, teve início com o estudo de Modigliani e Miller (1958), que verificaram que os determinantes da estrutura de capital de uma empresa não estavam restritos aos seus fatores específicos (como nível de tangibilidade, tamanho, rentabilidade, risco, oportunidades de crescimento, nível de imposto de renda, benefícios fiscais, dentre outros), mas também a outros fatores, como por exemplo, o ambiente no qual a firma está inserida.

Segundo Jensen (1986), um importante fator da teoria de agência está na análise da estrutura de capital, ou seja, a partir de certo nível de endividamento, uma determinada empresa poderia ter mais ou menos oportunidades de crescimento. Um fluxo de caixa residual maior, por exemplo, pode aumentar o comportamento arbitrário do administrador, que tende a usar a riqueza em benefício próprio. Por esse motivo, Jensen (1986) defende um maior nível de endividamento, pois isto obrigaria os administradores a serem mais eficientes, sem contar que as dívidas reduzem os custos de agência do fluxo de caixa livre. Entretanto, baixos índices de

alavancagem financeira podem comprometer a flexibilidade para a tomada de decisões em períodos futuros.

De acordo com Shleifer e Vishny (1997), nem toda forma de atrair capital para dentro das empresas envolve a concessão de poder por parte da companhia, já que a atração de capital pode se dar de várias formas, como por exemplo, pelo acúmulo de concentração da propriedade nas mãos de grandes acionistas, pelo nível de proteção legal concedido aos minoritários (que faz com que estes fiquem mais a vontade para investir) ou até mesmo pela imagem da empresa no mercado, conforme explicitado na figura 4:

Figura 4 - Formas de atração do capital dentro das empresas



Fonte: Shleifer e Vishny (1997).

Silveira (2002) complementa que algumas empresas mais fortes economicamente conseguem captar recursos sem oferecer qualquer poder de troca aos investidores, mas pontua que o ideal é que haja uma combinação de proteção legal e propriedade, pois o objetivo é a igualdade de direitos entre os acionistas.

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

acionária, seu sistema de governança e também seu valor de mercado, sendo todas essas variáveis determinantes na análise dos conflitos entre acionistas.

2.3 Governança corporativa

De acordo com Comparato (2008), o primeiro mercado a apresentar o fenômeno da dispersão acionária foi o mercado norte-americano, principalmente por ser o país conhecido como berço do capitalismo. Um dos principais fatores de disseminação da estrutura americana de capital pulverizado foram as práticas de governança corporativa criadas por bancos de investimento, em que os ocupantes dos cargos de administração fiscalizavam e tentavam impedir possíveis tomadas de controle ou decisões arbitrárias que iam contra os interesses dos acionistas minoritários.

Mesmo com essa cautela, Cunha (2007) afirma que algumas companhias americanas começaram a sofrer tomadas hostis de controle por volta de 1980, o que motivou a criação dos *shark repellents*, mecanismos de defesa para evitar situações em que o controle fosse adquirido por meio de operações no mercado de capitais, contrariando os interesses dos controladores ou administradores. Dentre os mecanismos mais utilizados, destacou-se a *poison pill*, que tinha por objetivo evitar a perda do controle.

Assim, em razão da necessidade de regras de proteção aos acionistas prejudicados pelos abusos cometidos pela administração das companhias, surgiu o conceito de governança corporativa, se apresentando, de acordo com Wald (2003) como a “*criação do estado de direito na sociedade anônima*”.

O fundamento principal da governança, segundo Wald (2003), é resguardar os interesses sociais em detrimento dos particulares, visando também à proteção dos *stakeholders*, que são as pessoas envolvidas com a companhia, como credores, trabalhadores, fornecedores, clientes, etc. Logo, as companhias dotadas de boas práticas de governança corporativa, cujas linhas mestras são a transparência, a integridade e a prestação de contas, tornam seus valores mobiliários mais atraentes aos investidores na medida em que asseguram uma melhor gestão da empresa e a proteção aos interesses dos acionistas.

Silveira, Barros e Famá (2008) e Peng e Sauerwald (2012) afirmam que a concentração acionária é um importante mecanismo interno de governança, enquanto o ambiente institucional é um importante mecanismo externo. A combinação de mecanismos internos e externos determina a qualidade e efetividade de um sistema de governança corporativa.

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

Para a Organização de Cooperação e Desenvolvimento Econômico ou *Organization for Economic Cooperation and Development* - OECD, governança corporativa é:

“(...) um sistema de normas de estruturação da sociedade anônima, visando ao aprimoramento das relações entre os diversos segmentos envolvidos na atividade empresarial, de forma a garantir-lhes tratamento equânime, informação plena, impondo aos controladores e aos administradores a responsabilidade pelos resultados, tanto em relação aos minoritários, quanto aos demais envolvidos direta ou indiretamente na dinâmica empresarial, inclusive a comunidade.”

Shleifer e Vishny (1997) por sua vez a conceituam como um conjunto de restrições que os gestores aplicam sobre si próprios (ou que os investidores aplicam sobre os gestores) a fim de melhorar a alocação errada de recursos.

Já para La Porta *et al.* (1999), é “um conjunto de ferramentas destinadas a evitar a expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores e/ou dos acionistas pelos administradores” .

Larcker, Richardson e Tuna (2007) entendem que a governança corporativa é um conjunto de mecanismos que influencia a tomada de decisões quando a separação entre propriedade e controle está presente, e cita o Conselho de Administração e a presença de investidores institucionais como alguns desses mecanismos.

Sandes (2008) destaca que é também um conjunto de princípios relacionados à transparência, boa-fé e equidade nas relações entre a administração, acionistas e demais partes relacionadas, com a adoção de práticas de transparência, responsabilidade e obediência à legislação e ao

estatuto (respectivamente, *disclosure*, *accountability* e *compliance*), viabilizando o monitoramento da administração da empresa, sobretudo por parte dos acionistas minoritários.

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

A adoção das práticas de governança corporativa foi inicialmente impulsionada pela existência de escândalos financeiros e corporativos nos Estados Unidos e no Reino Unido, o que culminou com a promulgação da Lei *Sarbanes-Oxley* - SOX no ano de 2002. A SOX tinha por objetivo estabelecer sanções que coibissem procedimentos não-éticos e em desacordo com as boas práticas de governança corporativa por parte das empresas, numa tentativa de restabelecer o nível de confiança das informações a fim de restaurar o equilíbrio dos mercados.

No Brasil, Sandes (2008) aponta que o marco inicial nas discussões acerca da governança corporativa se deu em 1995 com a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração, mais tarde rebatizado com o nome atual de IBGC, responsável pelo “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”.

Além desse código, outros marcos da governança corporativa no Brasil merecem ser citados, pois contribuíram para a melhoria nas práticas no país:

- i) Lei 10.303/01, que alterou profundamente a Lei 6.404/76, sobretudo no que se refere à proteção dos acionistas minoritários (seus principais dispositivos visavam o aumento da transparência e qualidade de informações, prestação de contas, responsabilidade pelos resultados, tratamento equitativo entre os acionistas, tipificação e sancionamento de condutas contrárias ao ordenamento legal);
- ii) Criação dos índices Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 de governança corporativa da BM&FBovespa;
- iii) Instituição de novos limites de aplicação dos recursos dos fundos de pensão pela Secretaria de Previdência Complementar - SPC;
- iv) Exigência de algumas práticas de governança corporativa por parte do Banco Nacional de Desenvolvimento - BNDES na análise e concessão de financiamentos para empresas;
- v) Formas de resolução de conflitos entre os acionistas citadas em diversos instrumentos de orientação para uma boa governança, tais como os Princípios de Governança Corporativa

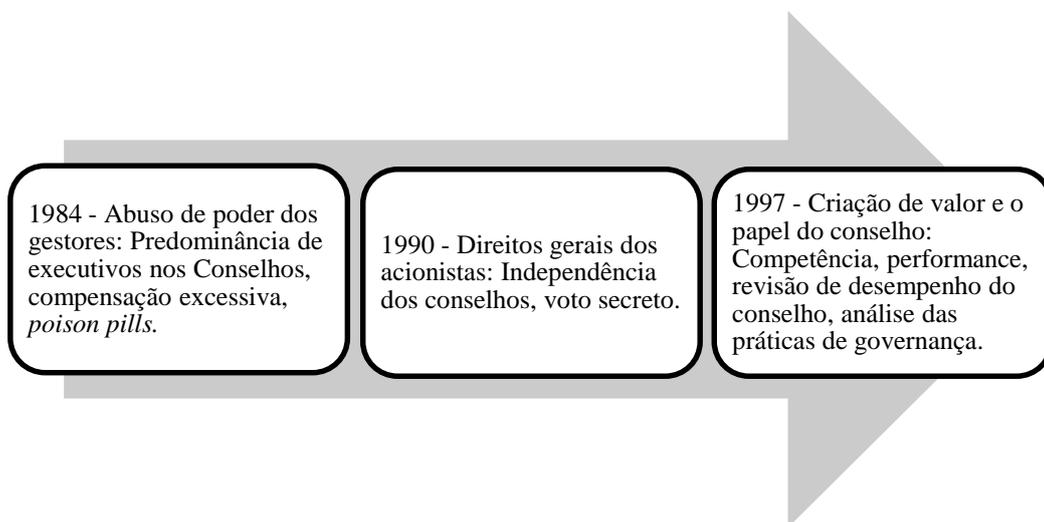
da OCDE e o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, dentre as quais cita-se, principalmente, a arbitragem.

De acordo com Silveira (2002), o ambiente institucional em que a empresa está inserida influencia na governança corporativa, uma vez que o Estado, como principal regulador, é o responsável por definir as regras legais e financeiras. Por esse motivo é que os países apresentam entre si tantas diferenças em relação ao sistema de governança corporativa.

Silveira (2002) cita que o movimento de governança corporativa foi impulsionado pelos investidores institucionais, com destaque para os fundos de pensão, que passaram a monitorar as tomadas de decisões visando impedir que os acionistas fossem prejudicados.

Carlsson (2001) cita o *California Public Employees Retirement System - CALPERS*, fundo de pensão dos funcionários públicos do estado da Califórnia como um dos pioneiros no desenvolvimento de regras para um programa de governança corporativa. A figura 5 retrata a evolução das práticas de governança corporativa nos EUA ao longo dos anos:

Figura 5 - Evolução das práticas de governança corporativa nos EUA



Fonte: Carlsson (2001).

Outros grupos como *Council of Institutional Investors - CII*, *Institutional Shareholder Services - ISS* e *Teacher's Insurance and Annuity Association - College Retirement Equities Fund - TIAA-CREF* também tiveram papel importante no panorama da governança corporativa americana, de acordo com Carlson (2001).

Já no Reino Unido, Carlson (2001) explica que a iniciativa de implantação de práticas de governança corporativa foi do Poder Legislativo, visando coibir escândalos e abuso de poder dentro das companhias, o que culminou com a criação do Comitê *Cadbury* da bolsa de valores de Londres e a publicação do relatório *The Financial Aspects of Corporate Governance*, marco inicial da governança corporativa inglesa, em 1992.

Em outros países da Europa, como na Alemanha, o mesmo autor aponta que o fortalecimento do mercado de ações foi impulsionado pela criação no *Neuer Market* (Novo Mercado) em 1997, que instituiu regras mais rígidas de proteção e transparência aos investidores. Na França houve a elaboração do Relatório *Vienot* em 1995 e seu aprimoramento em 1999, dando início aos debates sobre governança corporativa.

No Brasil, Silveira (2002) ressalta que o modelo de governança corporativa possui as seguintes características:

- i) Estrutura de propriedade: alta concentração de ações ordinárias (com direito a voto) e alto índice de emissão de ações preferenciais (sem direito a voto);
- ii) Predominância de controle familiar ou compartilhado por poucos investidores (acordo de acionistas);
- iii) Acionistas minoritários com baixo índice de atuação;
- iv) Sobreposição de funções entre propriedade e gestão (membros do conselho que também representam interesses dos controladores);
- v) Confusão na divisão de funções do conselho e da diretoria;
- vi) Escassez de conselheiros profissionais e estrutura informal do Conselho de Administração;
- vii) Remuneração dos conselheiros não é tão levada em consideração.

No que tange à aplicação e eficiência da governança corporativa, o Conselho de Administração tem papel fundamental, eis que é responsável por controlar a gestão e monitorar a gerência, funcionando como um elo entre os acionistas, alinhando objetivos e interesses.

As decisões corporativas tomadas de acordo com interesse dos acionistas tendem a maximizar a probabilidade de retorno dos investimentos por meio da criação de mecanismos internos e externos, que atuam na proteção legal dada aos investidores, os quais estão representados no

quadro 5, adaptado do trabalho de Silveira (2002), em consonância com o entendimento de Peng e Sauerwald (2012).

Quadro 5 - Mecanismos de proteção aos investidores

Mecanismos internos	Mecanismos externos
Atuação do conselho de administração;	Obrigatoriedade de divulgação de informações periódicas;
Remuneração dos gestores;	Presença de mercado de aquisições hostil;
Posse de ação por parte de executivos.	Existência de mercado de trabalho competitivo.

Fonte: Adaptado de Silveira (2002).

Em relação à comparação dos sistemas de governança corporativa ao redor do mundo, La Porta *et al.* (2000) acreditam que a melhor base é a abordagem legal, ou seja, a proteção legal oferecida aos fornecedores de recursos. Isso porque na troca de recursos, a empresa deve conceder algum grau de poder ao seu fornecedor (investidor), o que pode se dar por meio de proteção legal contra expropriação por parte dos gestores ou acionistas controladores ou pela concentração de propriedade em virtude da numerosidade de recursos fornecidos.

Ainda para o mesmo autor, em países com melhor governança e maior proteção legal há maior capitalização de mercado das empresas, maior quantidade de empresas de capital aberto, maiores dividendos e maior valor de mercado.

2.4 Valor da empresa

Em relação ao valor de mercado da empresa, algumas considerações se fazem necessárias para entender como esta variável está relacionada e pode ser influenciada pela concentração acionária e pela governança corporativa e ainda, qual a sua relação com o conflito entre acionistas.

Para La Porta *et al.* (2000), a maximização do valor de uma empresa se dá pelo seu bom desempenho e é mensurada através dos lucros obtidos ao final de um dado período, os quais são viabilizados por meio da captação de recursos, via comercialização de ações, títulos e outros direitos, que financiam as atividades empresariais.

No que tange à composição acionária, Silveira (2008) ressalta que a concentração de poder tem sido apontada como a principal causa de conflitos entre acionistas, o que pode impactar no valor da empresa.

Para Caixe e Krauter (2013), quanto maior a concentração acionária, maior o valor da firma, porque a maior participação do controlador no capital da empresa faz com que ele tenha interesse em maximizar seu valor, já que estaria ganhando diretamente com isso.

Em contrapartida, Caixe e Krauter (2013) destacam também que quanto maior a concentração acionária nas mãos de um controlador, maiores as chances de expropriação aos acionistas minoritários. De acordo com o autor, a expropriação da riqueza repercute de várias formas no valor de mercado da empresa no sentido de reduzi-lo, tanto pela imagem negativa decorrente da expropriação aos minoritários, quanto pela destinação equivocada dos recursos, uma vez que o lucro da empresa, ao invés de estar sendo reinvestido em sua atividade-fim, está sendo desviado para aumentar a riqueza pessoal dos controladores.

La Porta *et al.* (2000) explicam que as principais formas de expropriação dos minoritários ocorrem a partir da diversificação excessiva da empresa, reinvestimento do fluxo de caixa em processos que não agregam valor, determinação de remuneração abusiva para os administradores (estipuladas por eles próprios), roubo dos lucros, venda de ativos da empresa por preço abaixo de mercado (também conhecida como *tunneling*, e inclui também a venda de bens da produção, bens do ativo, títulos), designação de membros da família desqualificados para funções de gerência (nepotismo), empreendimento de projetos em desacordo com a viabilidade técnica (de acordo com opinião pessoal), resistência à liquidação ou fusão vantajosa para os acionistas ou resistência a deixar o cargo quando sentem que não estão mais qualificados.

Segundo Jensen e Meckling (1976) e Jensen (2001), o fato de os contratos serem incompletos faz com que os gestores possuam mais informações do que os acionistas, sendo responsáveis pelo direito residual de controle, ou seja, a decisão sobre a melhor forma de alocação dos recursos, o que dá margem a conflitos. Com isso, supõe-se que os conflitos ocorrem mais frequentemente em empresas com maior disponibilidade de caixa, levando a conclusão de que o oportunismo gerencial, traduzido na má alocação de recursos, é responsável por reduzir a quantidade de recursos disponíveis e, conseqüentemente, o valor da empresa.

Uma possível solução para este problema seriam os contratos de incentivo a longo prazo (*stock-options*, planos de remuneração baseados em ações), que atuam como alinhadores de interesses entre gestores e acionista. Mas, o grande problema desse tipo de contrato é que ele gera a possibilidade de gerenciamento e manipulação dos resultados para aumentar o retorno,

o que pode trazer prejuízo aos minoritários, reforçando a ideia de que os gestores, por vezes, podem tomar decisões a fim de maximizar sua utilidade pessoal, destruindo valor corporativo.

Para Silveira *et al.* (2004) e Caixe e Krauter (2013) a presença de grandes acionistas controladores em uma empresa pode produzir efeitos tanto positivos quanto negativos, os quais estão descritos no quadro 6. Os efeitos positivos são chamados de efeito-incentivo, enquanto os negativos de efeito-entrincheiramento:

Quadro 6 - Comparativo efeito-incentivo e efeito-entrincheiramento

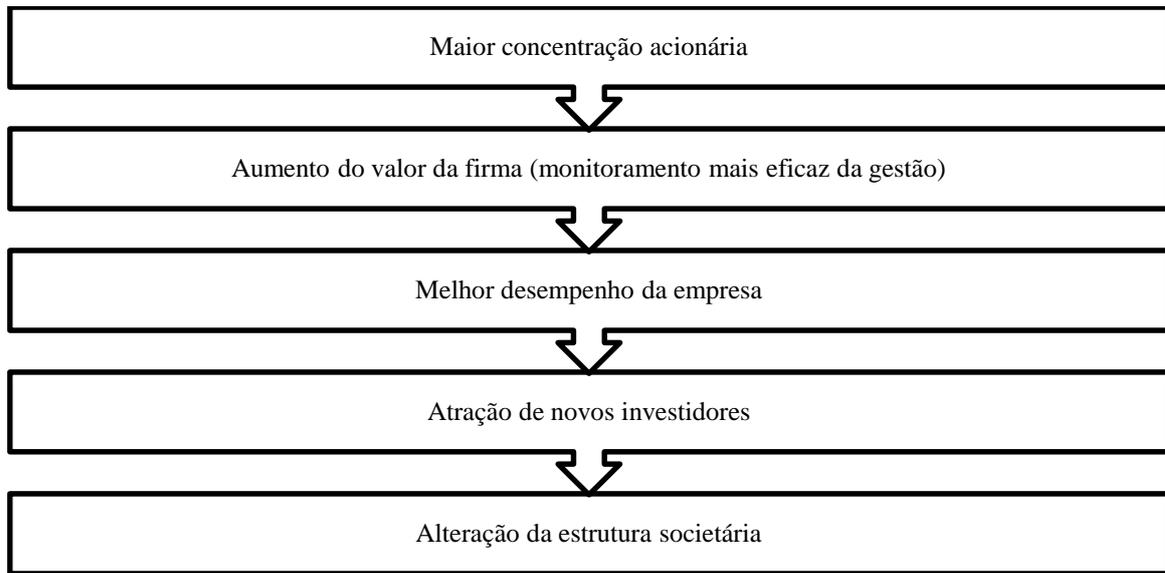
Efeito-incentivo	Efeito-entrincheiramento
Positivo;	Negativo;
<i>Ceteris paribus</i> , quanto maior a participação do acionista controlador no capital total da empresa, maior o interesse dele pela maximização do valor da empresa;	<i>Ceteris paribus</i> , quanto maior o direito de controle (direito de voto) do acionista controlador na empresa, maior a probabilidade de expropriação da riqueza dos acionistas não controladores;
Concentração acionária reduz custos de agência (monitoramento da gestão pelos próprios controladores) o que contribui para o aumento de valor da empresa;	Após uma certa faixa (não determinada pela literatura) de concentração acionária, os custos de agência se intensificariam provocando a redução do valor da empresa;
Alinhamento de interesses entre gestores e acionistas.	Conflito de interesses entre gestores e acionistas.

Fonte: Adaptado de Silveira *et al.* (2004) e Caixe e Krauter (2013).

Caixe e Krauter (2013) complementam que tais efeitos incentivo e entrincheiramento importam em um paradoxo, eis que, teoricamente, quanto maior a concentração acionária, maior o valor da firma. Só que, com o aumento do valor da firma, ocorre a atração de novos investidores, o que vai diluir o capital, tornando-o mais pulverizado, fazendo diminuir a concentração acionária que antes gerou o aumento do valor da empresa, conforme mostra a figura 6. Assim, com o capital mais pulverizado, teria-se uma diminuição do valor da empresa, o que torna a expressão “quanto maior a concentração acionária, maior o valor da firma” controversa.

Da mesma forma, a maior concentração acionária faria reduzir os custos de monitoramento, já que o acionista majoritário é também o acionista controlador, e, por meio de uma gestão mais eficaz, teria-se um aumento no valor da empresa. Em contrapartida, a existência de um acionista majoritário aumentaria as chances de expropriação da riqueza dos minoritários, gerando conflitos e reduzindo o valor da empresa. Ou seja, há um limite muito tênue ainda não delimitado pela literatura em relação ao efeito-incentivo e efeito-entrincheiramento, de modo que ainda não se estabeleceu o que poderia ser uma “composição acionária ótima”.

Figura 6 - Ciclo de atração do capital em empresas de capital aberto



Fonte: Adaptado de Caixe e Krauter (2013).

Quanto ao sistema de governança corporativa, Silveira (2002) afirma que empresas com estruturas de governança corporativa mais desenvolvidas tendem a obter melhores resultados e são melhores avaliadas pelo mercado em relação ao preço de suas ações, levando a conclusão de que a governança corporativa de uma empresa afeta seu valor de mercado.

Para Renders e Gaeremynk (2012) um bom sistema de governança corporativa também minimiza custos decorrentes de problemas de agência e minimiza perda do valor de mercado oriunda de conflitos de interesses entre investidores e tomadores de decisão.

Li *et al.* (2013) explicam que, em economias transitórias, típicas de países em desenvolvimento, como China e Brasil, em que não há um sistema de governança bem desenvolvido e o ambiente institucional é de fraca proteção aos investidores, há maiores possibilidades de conflitos entre controladores e minoritários, já que o controlador tem um envolvimento maior com a empresa e suas operações, podendo atuar em seu próprio benefício, o que pode provocar a redução do valor da empresa.

Assim, conclui-se que a concentração acionária, a governança corporativa e o valor de mercado de uma empresa estão diretamente relacionados, impactando e auxiliando na análise dos conflitos entre acionistas.

Em relação às formas de mensuração do valor da empresa, destaca-se o Q de Tobin, utilizado nos estudos de Silveira (2002), Silveira *et al.* (2004), Silveira, Barros e Famá (2008), Dey (2008), Renders e Gaeremynck (2012) e Caixe e Krauter (2013). Essa variável, desenvolvida por Tobin (1969), é calculada a partir da divisão do valor total dos ativos menos o valor total das dívidas pelo valor de reposição dos ativos.

Famá e Barros (2000) afirmam que as primeiras aplicações do Q de Tobin se deram em estudos de determinantes dos níveis de investimento das empresas, de modo que, se Q é maior que 1, as empresas terão incentivo para investir, já que o valor do capital investido superará os custos. No mesmo raciocínio, se Q é menor que 1, a empresa não terá incentivos para investir, pois o valor do capital investido não compensará.

De acordo com os mesmos autores, no campo das finanças, o Q de Tobin também é muito utilizado como *proxy* para representar o valor da empresa em relação a sua performance e sendo uma variável passível de comparação de empresa para empresa, aparecendo muitas vezes como variável dependente, buscando relações de causalidade com outras variáveis.

Existem outras variáveis que também podem ser utilizadas para mensurar valor da empresa como, por exemplo, o valor da empresa sobre o ativo total, o ROA, que representa o retorno dos ativos, o ROE, que representa o retorno sobre o patrimônio líquido e o *market-to-book ratio*, que representa o valor patrimonial das ações.

Por se apresentar mais adequada ao objetivo do presente estudo e com base em Silveira (2002), Silveira *et al.* (2004), Silveira, Barros e Famá (2008), Dey (2008), Renders e Gaeremynck (2012) e Caixe e Krauter (2013), optou-se pela utilização do Q de Tobin para mensurar valor da empresa, já que os citados autores encontraram resultados significativos a partir de sua utilização.

2.5 Estudos prévios

Neste item apresentam-se os principais trabalhos que formam a plataforma teórica do presente estudo. Em relação a valor da empresa, alguns estudos prévios sobre conflito, concentração acionária e governança corporativa já destacaram sua análise em conjunto com as demais variáveis, motivo pelo qual não foi apresentado um subitem específico para este tema.

2.5.1 Sobre conflitos entre acionistas

Dey (2008) buscou investigar como a governança corporativa estava associada com o nível de conflitos entre acionistas, partindo da hipótese de que empresas com maior tendência de conflitos entre acionistas têm mecanismos de governança corporativa mais reforçados. O estudo exploratório utilizou uma amostra de 371 empresas americanas nos anos de 2000 e 2001, analisando 22 variáveis de governança para obter 7 fatores que representam suas diferentes dimensões a fim de mensurar conflitos de agência. A metodologia utilizada foi a análise de componentes principais e as variáveis usadas para mensurar conflito incluíam tamanho da empresa, estrutura organizacional e de propriedade, lucratividade, alavancagem, risco operacional e fluxo de caixa livre. As empresas foram classificadas em grupos homogêneos através da análise de agrupamento. Ao final, foi montado um modelo de regressão linear no qual a variável dependente conflito de agência e a variável independente governança corporativa foram mensuradas a partir da análise de componentes principais. Os resultados apontaram que empresas com menos conflitos entre acionistas possuem melhores mecanismos de governança corporativa, principalmente no que se refere ao conselho, comitê de auditoria e auditores. Empresas maiores, com estrutura de capital pulverizado, mais lucrativas e com maior risco operacional também possuíam melhor sistema de governança corporativa. Foi também encontrada uma relação positiva entre composição do conselho, independência do auditor e performance. Em síntese, os resultados confirmam que a existência e eficiência dos mecanismos de governança corporativa em uma empresa se dão em função do nível de conflitos entre seus acionistas.

Carney *et al.* (2011) tiveram como objetivo a análise de como a autoridade do(s) acionista(s) majoritário(s) atua(m) no sentido de fazer valer seus interesses dentro da empresa. Para isso foi usada uma abordagem cêntrica-organizacional da empresa que incorpora conceitos tanto da teoria da agência quanto da sócio-política, focando no poder hierárquico e na autoridade do controlador em sistemas de governança predominantemente gerenciais, acionários ou familiares. O estudo qualitativo faz uma revisão da literatura sobre o tema destacando as principais diferenças de conflitos entre os acionistas nos sistemas de governança corporativa sob as perspectivas gerencial, acionária e familiar. Ao final do trabalho, conclui-se que as firmas são pontos de encontro de interesses e um “palco” para os conflitos entre os acionistas.

Renders e Gaeremynk (2012) tiveram como objetivo estudar uma possível relação entre conflitos entre acionistas, governança corporativa e valor da empresa, examinando o impacto

dos conflitos de agência entre principal-principal em relação às demais variáveis em empresas europeias listadas nas principais bolsas de valores do mundo entre os anos de 1999 a 2003. Por meio de análise fatorial, foi construído um índice para mensurar conflito e após, utilizou-se esse índice em um modelo de equações simultâneas. Através dos resultados, verificou-se que a existência de conflitos afeta a qualidade de uma boa governança corporativa e que, quando os conflitos de agência são mais severos, os custos de instalar uma boa governança são maiores. Verificou-se também que a boa governança corporativa associada a um ambiente mais transparente aumenta o valor da empresa, mesmo em firmas que possuam conflitos internos, o que denota que a boa governança é capaz de mitigar efeitos negativos dos conflitos entre principais.

Li *et al.*(2013) consideraram, tomando como base o cenário chinês, dois pressupostos principais como base de seu estudo: i) o poder dos acionistas controladores é menor em regiões com maior proteção aos acionistas e; ii) controladores envolvidos em questões políticas tendem a agir mais em favor de seus interesses e do governo do que em favor dos demais acionistas. Com isso, o estudo teve como objetivo prover evidências empíricas sobre os conflitos entre principais considerando o cenário institucional, levando em conta o nível de proteção aos acionistas e combinações de negócios, buscando examinar também a influência da concentração de propriedade nas combinações de negócios em economias transitórias, onde predomina um vazio institucional associado a um mercado de capital subdesenvolvido, políticas de governo instáveis e contratos vulneráveis. A amostra utilizada foi de 1548 empresas chinesas listadas nas bolsas de Shangaí e Shenzehn, no período de 1998 a 2007, totalizando 9377 observações. A metodologia empregada consistiu em um modelo de regressão que usou como variável dependente a probabilidade de uma empresa sofrer uma combinação de negócios que impactaria na diluição do controle por parte do acionista majoritário. Como variáveis independentes, utilizou-se a porcentagem de ações detidas pelo controlador, o grau de desenvolvimento institucional (índice) e uma *dummy* para indicar se o controlador possuía ou não conexões políticas. Foram também utilizadas variáveis de controle como idade da empresa, tamanho, ROE, dentre outras. Os resultados apontaram que, em regiões onde o sistema legal é mais fortalecido, a probabilidade de expropriação aos minoritários diminui, o que mitiga a resistência a combinações de negócios.

2.5.2 Sobre concentração acionária

Leal e Silva (2008) tiveram como escopo investigar a relação da composição acionária de empresas brasileiras com o valor da firma, analisando a presença de estruturas indiretas de controle como um possível fator causador de conflitos, uma vez que através desse tipo de estrutura, o acionista majoritário consegue aumentar seu poder de controle sem aumentar o investimento na mesma proporção. Foi usada uma amostra de 240 empresas listadas na Bovespa nos anos de 1998, 2000 e 2002, de grupos com características diferentes de concentração e dispersão do controle, nos quais avaliou-se a relação entre categorias de percentuais de participação no controle, desempenho da firma (através do Q de Tobin e do ROA) e participação de grandes acionistas no bloco controlador. Ao final, concluiu-se que a presença de um controlador, por si só, não é vista como negativa e os acionistas majoritários que compartilham o controle são avaliados de forma positiva na proporção do compartilhamento. Por outro lado, a presença de estruturas indiretas de controle foi vista como negativa. O papel de monitoramento do maior acionista por parte de outros grandes acionistas, com ou sem acordo entre eles mostrou-se valorizado pelo mercado. Em relação à criação de valor, empresas com controlador direto apresentaram valor de mercado e retorno sobre ativos maiores, com maior participação dos segundos e terceiros maiores acionistas no capital votante.

Silveira, Barros e Famá (2008) estudaram de que forma alguns atributos corporativos e setoriais seriam capazes de explicar a concentração acionária dos controladores das empresas abertas brasileiras e seu tipo de estrutura, a fim de verificar alguns determinantes da concentração do direito de controle e do direito sobre o fluxo de caixa nas mãos dos controladores, em cias abertas brasileiras. A amostra foi composta por 161 empresas abertas não financeiras com ações negociadas na BM&FBovespa entre os anos de 1998 e 2002. A metodologia compreende regressões pelo método dos mínimos quadrados e pelos procedimentos de efeitos fixos e efeitos aleatórios com dados em painel, e fez uso de variáveis como natureza da operação, tamanho da empresa, fluxo de caixa livre, projetos definidos pelo livre arbítrio do gestor, risco idiossincrático da empresa, desempenho, identidade do acionista, dividendos. O direito de controle e propriedade foi usado como variável dependente, dando origem a dois modelos diferentes, um com cada uma delas. Através dos resultados, observou-se que a concentração média de votos dos acionistas controladores nas companhias abertas é alta (73,9%) e há uma evidente disparidade em

relação à concentração de propriedade (53,54%). Com relação às variáveis de desempenho, constatou-se, com base no Q de Tobin médio que as empresas brasileiras têm destruído valor, investindo em projetos não-maximizadores de valor para seus acionistas ou não têm distribuído proventos para seus minoritários. Observou-se também quase metade (47%) do controle das empresas da amostra está nas mãos de famílias ou controladores individuais, tendo essa proporção caído ao longo dos anos. As regressões por MQO também apontaram para uma relação positiva entre o nível de fluxo de caixa livre e a taxa de investimentos, sugerindo que quanto maiores os recursos disponíveis, maior a concentração de direitos e de propriedade sobre eles. Ao final, o resultado principal não foi significativo no sentido de que não foram encontradas variáveis para determinar concentração acionária ou de propriedade em empresas brasileiras, o que sugere a hipótese de influências exógenas.

Caixe e Krauter (2013) tiveram como objetivo testar se a concentração de propriedade e controle influencia o valor de mercado corporativo. Utilizaram um painel não balanceado composto por 237 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, no período compreendido entre 2001 e 2010, somando 1.199 observações. Foram empregados modelos dinâmicos de regressão, estimados pelo Método dos Momentos Generalizado Sistemático (MMG-Sis), para mitigar possíveis fontes de endogeneidade como a omissão de variáveis, o efeito-feedback e a simultaneidade e usadas variáveis como valor de mercado, Q de Tobin, ativos totais, tamanho da empresa, volatilidade dos retornos, liquidez das ações, participação ou não no índice de governança corporativa da Bovespa, tipo de controle predominante, dentre outras. Nos resultados ficou constatada a existência de relação quadrática entre concentração no direito sobre o fluxo de caixa do acionista controlador e o valor de mercado das firmas. Ademais, os resultados indicam que o valor de mercado corrigido das ações do maior acionista captou o efeito-incentivo, enquanto a concentração no direito de voto capturou o efeito-entrenchamento. Quanto à estrutura, 41,37% em média das empresas possuíam controle familiar ou investidores individuais como acionistas majoritários. Outros resultados da pesquisa embasam a assertiva de que a concentração de poder inicialmente pode ter um impacto positivo no valor de mercado em virtude do monitoramento eficiente da gestão por parte do acionista majoritário. Entretanto, também uma expropriação da saúde empresarial em virtude da supressão dos interesses de acionistas minoritários. Encontrou-se também um comportamento inercial para o valor de mercado da empresa.

Bortolon (2013) por sua vez procurou estudar a existência de estruturas piramidais de controle no Brasil e os principais motivos que levam as empresas a adotar tais estruturas, objetivando encontrar também alguma forma de desvios de direitos. A amostra utilizada foi de 250 empresas brasileiras, financeiras e não financeiras, listadas na BM&FBovespa nos anos entre 2004 e 2006 e os resultados das análises foram segregados em i) análise das entrevistas; ii) das estruturas de propriedade; iii) dos modelos logit; e iv) dos modelos de regressão linear múltipla. Para a investigação do problema, as participações acionárias foram calculadas até se chegar ao último acionista, de modo que as análises quantitativas foram feitas a partir de variáveis econômico-financeiras e de estrutura de propriedade, utilizando modelos de regressão linear múltipla e logit. Como as análises quantitativas ficaram restritas às variáveis financeiras e de estrutura de propriedade, procurou-se identificar outras possíveis respostas para o problema por meio de entrevistas com profissionais de mercado (auditores, conselheiros e advogados). Ao final, verificou-se que estruturas piramidais potencializam o desvio de direitos e são maiores quanto mais níveis existentes até o acionista último. A organização das participações acionárias em pirâmides tem maiores desvios de direitos do que as estruturas horizontais (a teoria que discute o risco moral associa o maior desvio de direitos à maior chance de expropriação de minoritários). Houve também uma relação positiva entre o pagamento de dividendos e a estrutura piramidal.

2.5.3 Sobre governança corporativa

Silveira (2002) teve como objetivo investigar a suposta existência de um relacionamento significativo entre as variáveis de governança corporativa e desempenho ou valor da empresa em uma amostra de empresas abertas brasileiras e não financeiras nos anos de 1999, 2000 e 2001. A metodologia utilizada foi quantitativa, por meio de regressões lineares estimadas com três variáveis independentes de governança corporativa (diretor executivo como presidente do conselho, tamanho e independência do conselho) e variáveis dependentes como Q de Tobin, fórmulas variadas de cálculo do retorno sobre o ativo e sobre o patrimônio líquido, lucro antes dos juros, além de variáveis de controle (setor de atuação, ativo total, receita operacional, etc). Os resultados, que mostraram uma relação mais forte na variável de valor (percepção do mercado) do que na de desempenho apontaram que empresas que tinham pessoas distintas ocupando o cargo de diretor executivo e presidente do conselho possuíam melhor valor de

mercado. As variáveis tamanho e independência do conselho não se mostraram tão relevantes para a pesquisa.

O estudo de Haw *et al.*(2004) teve como objetivo investigar a possível existência de relação entre a gestão de renda e os direitos sobre o fluxo de caixa, a fim de analisar o papel das instituições jurídicas e extra jurídicas sob a perspectiva de proteção aos acionistas minoritários ou de limitação ao poder dos controladores. A amostra foi composta por empresas listadas em 9 países do leste da Ásia e 13 da Europa Oriental, totalizando 25.210 observações, utilizando variáveis como a porcentagem das ações e a gestão sobre o caixa. Outras variáveis para avaliar o tipo de estrutura de controle, faturamento e nível de fluxo de caixa também foram utilizadas, assim como *accruals* e seus retornos, ROA e ROE. Nos resultados, inicialmente não foram encontradas evidências quanto ao papel de instituições limitando a gestão de renda em uma empresa, mas, regressões sugeriram que a gestão de renda é significativamente limitada em países com forte proteção estatutária e em países que usam instituições extrajurídicas. Os resultados também indicam que um sistema baseado em “Common Law” supre os efeitos de instituições legais, sendo preferível ao sistema do tipo “Code Law” no que tange a proteção aos acionistas.

Silveira, Perobelli e Barros (2008) tiveram como escopo investigar empiricamente a influência das práticas de governança corporativa das empresas sobre sua estrutura de capital. A amostra consistiu em 154 empresas abertas não financeiras pertencentes a 17 diferentes setores de atividade, de acordo com o critério de classificação do Economática, composto por 20 categorias. As empresas foram selecionadas com base na liquidez das suas ações e na disponibilidade de dados para a construção das variáveis utilizadas na pesquisa. Especificamente, foram incluídas na amostra as empresas com índice de liquidez anual maior que 0,001% do índice correspondente à empresa com ações mais líquidas nos anos de 2001 e 2002. Quanto a parte metodológica, os sistemas de equações propostos incluíram diversos determinantes potenciais tanto da estrutura de capital quanto da qualidade da governança corporativa sugeridos por pesquisas anteriores e são estimados pelos métodos TOBIT, MQO e Mínimos Quadrados de Três Estágios. Os resultados revelam significativa influência, com sentido positivo, das práticas de governança sobre a alavancagem financeira, em particular daquelas relacionadas com a dimensão estrutura de propriedade e conselho de administração, sugerindo que a governança corporativa pode ser determinante relevante da estrutura de

capital. Por outro lado, os resultados não são conclusivos quanto à influência da alavancagem sobre o índice completo de governança corporativa e sobre dois sub índices dele derivados.

Mallorquí e Martin (2009) buscaram analisar a existência de relação entre os direitos de voto detidos pelo acionista majoritário e o uso de medidas legais protetivas, nos casos em que o proprietário era também investidor institucional, a fim de avaliar o estágio de governança corporativa e a presença ou não de mecanismos de defesa ou proteção aos acionistas. A amostra foi composta por 108 empresas espanholas não financeiras listadas em mercados eletrônicos, no período entre 1996 e 2006, utilizando dados em painel. A principal fonte de informações foi os relatórios financeiros e arquivos internos e foi utilizada uma metodologia que classificou as empresas conforme o direito de voto e o direito sobre o fluxo de caixa, usando também variáveis de controle como tamanho da firma (mensurado pelo logaritmo de vendas no ano) e Q de Tobin. A partir dos resultados, evidenciou-se que quando um banco ou fundo de investimento é o acionista principal, o nível de proteção ao acionista aumenta. Ao mesmo tempo, a acumulação de direitos de voto gera um efeito negativo na probabilidade e no nível de defesa. Entretanto, testando relações lineares entre a concentração de direitos de voto e proteção ao acionista, nenhum resultado significativo foi encontrado (pode ser que exista uma relação não linear). Os resultados sugerem que a concentração de propriedade pode ser usada pelos investidores institucionais como instrumento assecuratório de sua posição e seu poder. Em um ambiente de concentração de propriedade, a presença de investidores institucionais também restringe a possibilidade controle por parte do mercado.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Classificação da pesquisa

A presente pesquisa pode ser caracterizada como teórico-empírica, descritiva e quantitativa.

Teórica porque se dedica a corroborar teorias, conceitos, ideias, visando seu aprimoramento e empírica porque analisa dados e produz informações possibilitando maior concretude às argumentações.

Descritiva, pois, de acordo com Andrade (2007), observam-se, registram-se, analisam-se, classificam-se e interpretam-se fatos sem interferência do pesquisador, estudando-se os fenômenos sem manipulá-los.

Mas isoladamente, a pesquisa descritiva não constrói uma literatura compreensível dos fenômenos a serem estudados. Com isso, surge a necessidade de complementação por meio de uma metodologia quantitativa.

Segundo Martins (1994), a abordagem quantitativa faz uso de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados notadamente quantitativas, com forte preocupação com a relação causal entre as variáveis e a validação da prova científica por meio dos testes estatísticos. Gujarati e Porter (2011) complementam que a aplicação da estatística matemática a dados econômicos a fim de dar suporte empírico ao modelo proposto segue uma ordem que se inicia com a exposição da teoria, passando pela especificação do modelo, obtenção dos dados, estimação dos parâmetros e finalizando com os testes, possíveis projeções e previsões dos resultados obtidos e uso do modelo na prática.

3.2 Amostra

A amostra do estudo consiste em 250 empresas selecionadas de acordo com a disponibilidade dos dados, listadas em índices variados da bolsa de valores BM&FBovespa, quais sejam:

- i) Novo Mercado;
- ii) Governança Corporativa Nível 1;

- iii) Governança Corporativa Nível 2;
- iv) Outros índices, nos quais se incluem Ibovespa Tradicional e Bovespa Mais.

O período de análise foi de 3 anos compreendidos entre 2012 a 2014, e para os 3 anos, utilizou-se exatamente as mesmas empresas, em um painel balanceado.

A escolha pelas empresas de acordo com a disponibilidade dos dados se justifica em virtude do delineamento do estudo e da grande quantidade de variáveis selecionadas e informações necessárias para construir tais variáveis. No início da pesquisa, foram selecionadas aproximadamente 400 empresas. Como era indispensável encontrar todas as informações em uma mesma empresa ao longo de 3 anos, essa amostra inicial foi, ao final, reduzida para 250 empresas.

Por sua vez, a escolha por empresas de diferentes níveis de governança corporativa se justifica porque presume-se que empresas do Novo Mercado, ou seja, com maior nível de governança corporativa, tendem a ter uma estrutura de propriedade menos concentrada, com maior valor de mercado e menor probabilidade de conflitos entre seus acionistas. O mesmo raciocínio é aplicável as empresas dos índices de Governança Corporativa 1 e 2, proporcionalmente, sendo o nível 2 melhor do que o nível 1. Quanto as empresas listadas em outros índices que não os específicos de governança corporativa, estas não necessariamente seguem os mesmos critérios de governança, além de supostamente possuírem estrutura de propriedade mais concentrada, menor valor de mercado e maior probabilidade de conflitos entre seus acionistas.

3.3 Definição teórica e operacional das variáveis

O presente estudo utiliza “Conflito” e “Valor da empresa” como variáveis dependentes, sendo a primeira um constructo e a segunda uma única *proxy*, representada pelo Q de Tobin. Em relação às variáveis independentes, utiliza-se “Concentração acionária” e “Governança Corporativa”, ambas como constructos e “Tipo de acionista controlador” como uma variável binária. Outras variáveis também foram selecionadas para formar um grupo de controle a fim de ampliar a análise dos resultados.

3.3.1 Variáveis dependentes: “Conflito” e “Valor da empresa”

Renders e Gaeremynck (2012) apontam que o objetivo em se usar mais de uma variável para caracterizar “Conflito” se deve ao fato de que não existe uma única *proxy* confiável para representá-la, mas sim, um conjunto de variáveis associadas. Dey (2008) reforça dizendo que, por esse motivo, são necessários vários indicativos, tanto de natureza qualitativa quanto quantitativa.

O mesmo ocorre com as variáveis que estão sendo utilizadas para representar “Governança corporativa”.

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

Essa técnica de usar muitas variáveis para tentar explicar um fenômeno também foi utilizada nos trabalhos de Larcker, Richardson e Tuna (2007), Dey (2008) e Renders e Gaeremynck (2012) e, no presente estudo, foi concluída com auxílio da análise componentes principais, que se mostra uma técnica apropriada quando existem muitas variáveis altamente correlacionadas para um mesmo fenômeno, como no caso em questão.

Em relação às variáveis do constructo “Conflito”, o quadro 7 traz a justificativa, os autores que utilizaram as mesmas variáveis e o sinal esperado em relação aos resultados da pesquisa.

De acordo com a tabela 1, para as variáveis *dummy*, a resposta “Sim” indica maior conflito e “Não” menor conflito. O sinal esperado das variáveis que compõem o constructo “Conflito” se refere ao próprio conflito em si, já que todas elas são *proxies* e atuam, juntas, como variável dependente.

Em relação ao sinal esperado, importante observar que o sinal negativo (-) aproxima a variável *dummy* do número zero, que é o indicativo de menor conflito, enquanto o sinal positivo (+) aproxima-se do número um, indicativo de maior conflito.

Para a variável PROP, foi considerado o valor numérico zero para todas as empresas que só emitem ações ordinárias, já que não é possível calcular a proporção de ações ordinárias e preferenciais se a empresa não emite ações preferenciais.

O percentual máximo que uma empresa brasileira atualmente pode ter em ações PN em seu capital é 50%. Assim, se considerarmos uma empresa que possui seu capital dividido em 100 ações:

- i) Se 50% das ações são ON e 50% PN, PROP = 1
- ii) Se 60% das ações são ON e 40% PN, PROP = 1,5
- iii) Se 70% das ações são ON e 30% PN, PROP = 2,33
- iv) Se 80% das ações são ON e 20% PN, PROP = 4
- v) Se 90% das ações são ON e 10% PN, PROP = 9
- vi) Se 100% das ações são ON, PROP = 0

Para avaliar a melhor proporção em relação à conflito, o ideal é que a razão entre ações ON e PN seja igual a zero, ou seja, o ideal é que a empresa emita apenas ações com direito a voto. Mas, considerando as empresas que emitem ações ordinárias e preferenciais, é preferível a razão entre ações ON e PN igual ao número que mais se distancie do um, o que aponta para uma maior quantidade de ações que conferem direito a voto.

Para a variável DIV, foi considerado o valor dos dividendos pagos por cada ação, individualmente, conforme informações obtidas junto ao banco de dados Economatica e formulários de referência disponíveis no site da BM&FBovespa.

Para as variáveis DIV e L_LIQUIDO, foi considerado o valor numérico zero para as empresas que não apresentaram, respectivamente, distribuição de dividendos e lucro no ano em estudo.

No caso específico do L_LIQUIDO, quando da análise de regressão, o fato de se estar trabalhando com o logaritmo natural desta variável inviabilizou a demonstração do prejuízo do exercício para as empresas que não auferiram lucro, em razão de não ser possível demonstrar logaritmo natural de número negativo.

Assim, as variáveis que integram o constructo conflito são:

Quadro 7 - Variáveis do constructo “Conflito”

Variável	Justificativa	Autores que usaram	Sinal esperado
<p>CLASSES:</p> <p>A empresa emite ações ordinárias e preferenciais</p>	<p>Para Silveira <i>et al.</i> (2004), a emissão de outras classes de ações além das ordinárias constitui o principal mecanismo para separação entre direito de controle e direito sobre o fluxo de caixa, desviando-se da regra “uma ação, um voto”.</p> <p>Para Renders e Gaeremynck (2012) conflitos são exacerbados quando direitos de voto e ao fluxo de caixa são separados, já que permite que os controladores recebam quantias desproporcionais de benefícios corporativos.</p> <p>Assim, espera-se que, em empresas que possuam outras classes de ações além das ordinárias, as probabilidades de haver conflito de interesses entre os acionistas é maior.</p>	<p>Silveira <i>et al.</i> (2004)</p> <p>Renders e Gaeremynck (2012)</p>	<p>(+)</p> <p>Se a empresa emite ações ordinárias e preferenciais, espera-se um maior conflito.</p>
<p>PROP: $\frac{ON}{PN}$</p> <p>Razão entre ações ON e PN na empresa</p>	<p>Com a introdução dos índices de Governança Corporativa pela BM&FBovespa, a tendência é que haja cada vez menos empresas emitindo ações PN, uma vez que o desejável é a adequação à regra “uma ação, um voto”, ou seja, apenas ações ON.</p> <p>Essa variável representa a proporção de ações ON de uma empresa em relação a outras classes de ações, sobretudo, PN, logicamente, para as empresas que possuem outras classes de ações.</p> <p>Para encontrar a razão, foi feita a divisão do número total de ações ON pelo número total das demais classes de ações, aqui chamadas de PN, sabendo que, por lei, uma empresa brasileira está autorizada a emitir, no máximo, 50% de seu capital em ações que não conferem direito a voto.</p> <p>Quanto maior a razão, menor o número de ações que não conferem direito a voto e maiores as chances de conflitos.</p> <p>Para empresas que possuem apenas ações ON, atribuiu-se o valor zero.</p>	<p>Gonzaga e Costa (2009)</p>	<p>(+) para $\neq 0$ (-) para 0</p> <p>Se a razão entre ações ON e PN for diferente de zero, espera-se maior conflito. Se for igual a zero, espera-se menor conflito.</p>
<p>DIV:</p> <p>Dividendos pagos por ação</p>	<p>Os dividendos distribuídos influenciam os benefícios privados de controle, já que sua distribuição afeta a riqueza corporativa. Segundo La Porta <i>et al.</i> (2000), o pagamento de dividendos limita a expropriação da riqueza porque remove valores em poder dos controladores.</p> <p>Assim, quanto maior o pagamento de dividendos, menores as chances de conflitos, até porque os acionistas estão tendo o retorno esperado pelo investimento.</p>	<p>Silveira, et al. (2008)</p> <p>Gonzaga e Costa (2009)</p> <p>Renders e Gaeremynck (2012)</p>	<p>(-)</p> <p>Quanto maior os dividendos pagos por ação espera-se menor conflito.</p>
<p>AC_AC:</p> <p>Não existem acordos de acionistas que influenciem ou vinculem os direitos de votos</p>	<p>Segundo Renders e Gaeremynck (2012), em empresas com múltiplos blocos controladores, espera-se que a severidade do conflito entre acionistas seja maior, já que espera-se maior probabilidade de expropriação dos minoritários.</p> <p>Para Silveira (2002), o acordo de acionistas que influencia ou vincula os direitos de voto representa um retrocesso em relação as boas práticas de governança corporativa.</p>	<p>Silveira (2002)</p> <p>Renders e Gaeremynck (2012)</p>	<p>(-)</p> <p>Se não existem de acordos de acionistas que vinculem ou modifiquem os direitos de voto, espera-se menor conflito.</p>

Variável	Justificativa	Autores que usaram	Sinal esperado
<p>PROT:</p> <p>A empresa não adota medidas de proteção ao acionista</p>	<p>Segundo La Porta <i>et al.</i> (2000), a ocorrência de conflitos muitas vezes está relacionada ao grau de proteção conferido aos acionistas. Por isso, são desejáveis algumas medidas de proteção ao acionista, das quais se destacam: 1) Existência na empresa somente de ações que conferem direito a voto; 2) <i>Tag along</i> para 100% das ações; 3) Obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro da empresa ou saída de segmento; 4) Obrigatoriedade de adesão à Câmara de Arbitragem da BM&F Bovespa para a resolução dos conflitos; e 5) Mínimo de 25% de ações em circulação. Se a empresa não adota no mínimo as medidas acima elencadas, presume-se que seus acionistas estejam menos protegidos.</p>	<p>La Porta <i>et al.</i> (2000)</p> <p>Lacker, Richardson e Tuna (2007)</p> <p>Adaptado pela Autora</p>	<p>(+)</p> <p>Se a empresa não adota medidas de proteção aos acionistas, espera-se um maior conflito.</p>
<p>CAM:</p> <p>A empresa não participa da Câmara de Arbitragem do Mercado</p>	<p>A Câmara de Arbitragem do Mercado - CAM oferece um foro especializado para a solução de conflitos relativos aos acionistas, no que tange ao direito empresarial e societário relacionado ao mercado de capitais. Para empresas do Novo Mercado e do Nível 2 de Governança Corporativa, a participação na CAM é obrigatória. Às demais empresas é dada a faculdade de optar por participar ou não. Presume-se que as empresas que se utilizem da cláusula compromissória, o qual obriga a solução de conflitos por meio da CAM estejam mais comprometidas com transparência e com melhores práticas de governança corporativa, fazendo com que seja menor a probabilidade de ocorrência de conflitos.</p>	<p>Proposta pela Autora</p>	<p>(+)</p> <p>Se a empresa não participa da CAM, espera-se um maior conflito.</p>

Fonte: Elaboração própria.

Outra variável dependente escolhida para o presente estudo foi o “Valor da empresa” representado pelo Q de Tobin, conforme quadro 8.

Existem várias formas de cálculo para essa variável. Algumas delas utilizam o valor de mercado das ações ordinárias e preferenciais, mas no presente estudo, optou-se por utilizar o valor de mercado da empresa (por ser um dado mais confiável, de fácil obtenção e menor volatilidade) além do valor total das dívidas líquidas, o valor dos ativos circulantes e o valor total dos ativos, conforme fórmula (1).

Todas as informações foram obtidas junto ao banco de dados Economatica.

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

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

Alguns estudos como os de Silveira (2002), Dey (2008) e Renders e Gaeremynck (2012) utilizaram também o ROA e/ou ROE, mas nos resultados, o Q de Tobin se mostrou mais significativo.

Quadro 8 – Variável “Valor da empresa”

Variável	Justificativa	Autores que usaram	Sinal esperado
VALOR: Q de Tobin	Essa variável foi introduzida para mensurar o valor de mercado corporativo. Quanto maior seu valor, maior a indicação de aumento de uso dos recursos e consequente lucratividade, que implica em aumento de valor corporativo. Famá e Barros (2000) apontam o uso do Q de Tobin como <i>proxy</i> para representar o valor da empresa sendo uma variável muito utilizada em razão de poder ser comparada entre empresas de uma mesma amostra.	Silveira (2002)	(+)
		Silveira <i>et al.</i> (2004) Dey (2008) Renders e Gaeremynck (2012) Caixe e Krauter (2013)	Espera-se que quanto maior o Q de Tobin, maior o valor da empresa. (-) Em relação aos conflitos, espera-se que quanto maior o Q de Tobin, menor o conflito.

Fonte: Elaboração própria.

3.3.2 Variáveis independentes

Como variáveis independentes do estudo foram usados 2 constructos, quais sejam, “Concentração acionária” e “Governança corporativa”, além da variável binária “Tipo de acionista controlador”.

Nos constructos, algumas variáveis são numéricas, enquanto outras são binárias. O uso das variáveis binárias tem como objetivo introduzir regressores qualitativos no modelo.

Para os constructos, a metodologia foi utilizada com base em Silveira (2002), Dye (2008) e Renders e Gaeremynck (2012).

No que se refere à “Concentração acionária”, Silveira (2002) foi o único que a utilizou como variável do grupo de controle e não como variável dependente ou independente. A operacionalização da variável “Concentração acionária” no presente estudo se assemelha mais à forma usada por Renders e Gaeremynck (2012), embora tais autores tenham a incluído dentro do constructo “Conflito”.

Na presente pesquisa optou-se por criar um constructo só para “Concentração acionária”, já que tais variáveis estão bem definidas na literatura como sendo representativas de controle e

propriedade, enquanto as variáveis que representam conflito não estão assim tão bem definidas, haja vista a infinidade de fatores que podem representar conflito. As variáveis usadas para representar “Concentração acionária” estão especificadas no quadro 9:

Quadro 9 - Variáveis do constructo “Concentração acionária”

Variável	Justificativa	Autores que usaram	Sinal esperado
AC_MAJ: Percentual de ações detidas pelo acionista majoritário	A concentração acionária do acionista majoritário é uma variável ligada à estrutura de propriedade da firma e indicativa da concentração no direito sobre o fluxo de caixa detido. Quanto maior o percentual do acionista controlador, maiores suas chances de conduzir as estratégias corporativas e extrair riqueza para si e maiores as chances de ocorrer conflitos. Em relação ao valor da empresa, uma maior concentração acionária aponta para um melhor gerenciamento da empresa, contribuindo para o aumento de sua performance.	La Porta (1999) Silveira (2002) Dey (2008) Renders e Gaeremynck (2012) Caixe e Krauter (2013)	(+) para CON Quanto maior o % do acionista majoritário, maior o conflito. (+) para VE Quanto maior o % do acionista majoritário, maior o valor da empresa.
2AC: Percentual de ações detidas pelo segundo maior acionista	No caso da presença de um segundo acionista majoritário, supõe-se que o risco de expropriação aos minoritários seria menor, pelo monitoramento da gestão também por parte do segundo acionista. Logo, menores as chances de haver conflitos entre os acionistas. Em relação ao valor da empresa, se com um segundo grande acionista as chances de conflito seriam menores, isso reflete positivamente na performance, aumentando valor.	Renders e Gaeremynck (2012)	(-) para CON Quanto maior o % do segundo acionista majoritário, menor o conflito. (+) para VE Quanto maior o % do segundo acionista majoritário, maior o valor da empresa.
FREE_FLOAT: Percentual de ações em circulação no mercado	A porcentagem de ações em circulação ou detidas por outros acionistas visa demonstrar o quanto o capital da empresa está pulverizado. Presume-se que, quanto mais pulverizado o capital, menores seriam as chances de conflitos decorrentes da expropriação aos minoritários, pois não haveria concentração de poder nas mãos de um único acionista. Em relação ao valor da empresa, a pulverização do capital implica em menor valor da empresa, já que não há um acionista majoritário responsável pelo gerenciamento eficaz. Mas esta afirmação é controversa já que nos EUA ocorre exatamente o contrário.	Silveira (2008) Renders e Gaeremynck (2012)	(-) para CON Quanto maior o % de ações em circulação majoritário, menor o conflito. (-) para VE Quanto maior o % de ações em circulação, menor o valor da empresa.

Fonte: Elaboração própria.

Para AC_MAJ e 2AC, utilizou-se o número correspondente ao percentual total de ações em posse do acionista majoritário e do segundo maior acionista, respectivamente. Já FREE_FLOAT representa o percentual total de ações em circulação no mercado.

Para classificar o “Tipo de acionista controlador”, foi utilizado um grupo de variáveis binárias que representam a classificação do acionista controlador das empresas da amostra, a fim de melhor caracterizá-las e facilitar as previsões e projeções quando da análise dos resultados finais. Nesse conjunto de variáveis, para cada empresa foi atribuído o valor 1, resposta “Sim”, para um dos 6 tipos de acionista controlador e 0, resposta “Não” para os demais. Foram utilizadas seis variáveis binárias elaboradas com base na classificação empregada por Okimura, Silveira e Rocha (2007) e Silveira *et al.* (2008), conforme quadro 10:

Quadro 10 - Variável “Tipo de acionista controlador”

Variável	Justificativa	Autores que usaram	Sinal esperado
<p>TIPOAC:</p> <p>Tipo de Acionista Controlador</p> <p>PE: Propriedade estrangeira</p> <p>PN: Propriedade privada nacional</p> <p>EST: Propriedade estatal</p> <p>FAM: Propriedade familiar ou um único investidor particular</p> <p>FUNDP: Propriedade por fundos de pensão</p> <p>IFIN: Propriedade por instituição financeira</p>	<p>O tipo de acionista (privado nacional, estrangeiro, estatal, entre outros) pode influenciar a estrutura de propriedade e controle da organização.</p> <p>Por exemplo, uma companhia sob controle estatal pode ser obrigada por lei a manter certa concentração de propriedade mínima, conforme aponta Silveira <i>et al.</i> (2008).</p> <p>Essa classificação ajuda a identificar e relacionar os resultados obtidos ao final da análise.</p>	<p>La Porta (1999)</p> <p>Silveira <i>et al.</i> (2008)</p> <p>Caixe e Krauter (2013)</p>	<p>Para CON</p> <p>(-)</p> <p>PE, FUNDP, IFIN</p> <p>(+)</p> <p>PN, EST, FAM</p> <p>Para VE</p> <p>(+)</p> <p>PE, FUNDP, IFIN</p> <p>(-)</p> <p>PN, EST, FAM</p>

Fonte: Elaboração própria.

No que tange as variáveis do constructo “Governança corporativa”, os critérios utilizados para a escolha e categorização das variáveis mais se assemelham aos utilizados por Silveira (2002) e Dye (2008), já que Renders e Gaeremynck (2012) utilizaram um índice específico de governança corporativa chamado *Deminor Rating*, muito usado em estudos europeus, o qual agrupa fatores como violação dos princípios “uma ação, um voto”, *quorum* mínimo para votação em assembleia e demais formalidades como voto por procuração, confidencial ou virtual, propostas dos sócios, ações de derivativos, medidas protetivas aos acionistas, composição do conselho, remuneração de seus membros, dentre outras.

Entretanto, ressalta-se que todas as variáveis consideradas relevantes para o estudo foram incluídas nesse grupo e transformadas em *dummy* para facilitar a análise, conforme quadro 11.

Para INDEP, a fórmula utilizada foi baseada no número total de membros internos, externos e totais que compõe o Conselho de Administração da empresa:

$$INDEP = \frac{\text{N}^\circ \text{ de membros externos}}{\text{N}^\circ \text{ de membros totais}} - \frac{\text{N}^\circ \text{ de membros internos}}{\text{N}^\circ \text{ de membros totais}} \quad (2)$$

Todas as empresas que possuíam a mesma quantidade de membros externos e internos na composição do conselho tiveram INDEP igual a zero. Tomando por base uma das empresas da amostra, a empresa “Aliansce” no ano de 2014, que possuía em seu conselho 6 membros totais, sendo 3 internos e 3 externos, obteve INDEP igual a zero.

Todas as empresas que não possuíam membros externos na composição do conselho tiveram INDEP igual a -1. A empresa “Amazonia”, por exemplo, que no mesmo ano de 2014, possuía igualmente 6 membros totais no conselho, mas nenhum deles externo, apresentou INDEP igual a -1.

Empresas que possuíam mais membros internos do que externos apresentaram INDEP mais próximo de -1, como por exemplo a empresa “AES Tiete” que possuía em 2014 8 membros totais no conselho, sendo 7 internos e 1 externo, e apresentou INDEP igual a -0,75. Já empresas que possuíam membros externos mais numerosos, mas inferior a 50% da composição total, apresentaram INDEP mais próximo de 0, como foi o caso da “Arezzo” que em 2014 possuía 10 membros totais, sendo 6 internos e 4 externos e apresentou INDEP igual a -0,2.

Como os valores de INDEP variaram muito e não foi encontrado na literatura um valor ótimo para INDEP, o presente estudo extraiu a média desta variável e classificou as *dummies* em zero para aquelas empresas que apresentaram INDEP abaixo da média do ano e 1 para as empresas que apresentaram INDEP acima da média do ano. A média de INDEP dos anos de 2012, 2013 e 2014 foi, -0.5, -0.4 e -0.5, respectivamente, com 0,4 de desvio-padrão. Considerando que os valores de INDEP são negativos, quanto mais próximos de 0, ou seja, acima da média, maior o grau de independência e melhor a governança e quanto mais próximos de -1, ou abaixo da média, menor o grau de independência e pior a governança.

Como o objetivo era deixar todas as variáveis do constructo “Governança corporativa” em formato *dummy*, estabeleceu-se sua média como um parâmetro. Em tese, segundo Silveira (2002) e Dey (2008), quanto maior o grau de independência do Conselho de Administração, melhor a governança. Assim, às empresas que tiveram INDEP abaixo da média foi atribuído o

valor zero, representando pior governança enquanto para as acima da média foi atribuído o valor um, representando melhor governança.

Em relação à SEG_DIF, considerou-se como pertencentes a um segmento diferenciado de governança corporativa apenas as empresas do Novo Mercado e nível 2, que possuem requisitos muito similares. As empresas do nível 1 possuem um nível de exigência menor quanto as práticas de governança corporativa, motivo pelo qual não foram consideradas como pertencentes á um segmento diferenciado, embora recebam da BM&FBovespa essa classificação.

Quadro 11 - Variáveis do constructo “Governança corporativa”

Variável	Justificativa	Autores que usaram	Sinal esperado
<p>EXT:</p> <p>Há presença de membros externos no Conselho de Administração</p>	<p>De acordo com Silveira (2002), a presença de membros externos à empresa no Conselho traz mais transparência à gestão e menores possibilidades de conflito.</p> <p>Se a empresa possui membros externos em seu Conselho, presume-se que ela está mais comprometida com a estrutura de governança corporativa.</p> <p>Estando mais comprometida com a governança, espera-se um aumento no valor da empresa.</p>	Silveira (2002)	<p>(-) para CON</p> <p>Se há presença de membros externos, melhor a governança corporativa, menor o conflito.</p> <p>(+) para VE</p> <p>Se há presença de membros externos, melhor a governança corporativa, maior o valor da empresa.</p>
<p>TOT:</p> <p>O Conselho de Administração é composto por até de 5 membros</p>	<p>Em relação ao tamanho do Conselho de Administração a ideia é que exista uma faixa ótima para os conselhos com 5 a 9 membros.</p> <p>Para Silveira (2002) empresas com conselhos menores apresentam melhores índices financeiros e melhor desempenho, pois um conselho com muitos membros poderia dificultar a tomada de decisão, provocando conflitos e prejudicando a qualidade de uma boa governança.</p>	Silveira (2002) Dey (2008)	<p>(-) para CON</p> <p>Se o conselho é composto por até 5 membros, melhor a governança corporativa, menor o conflito.</p> <p>(+) para VE</p> <p>Se o conselho é composto por até 5 membros, melhor a governança corporativa, maior o valor da empresa.</p>
<p>INDEP:</p> <p>Grau de independência do conselho é superior à media do ano</p>	<p>Segundo Silveira (2002) não existe um arcabouço conceitual para imaginar uma composição “ótima” para os conselhos das empresas, mas, assumiu-se que, quanto maior a independência do Conselho, maior o valor da empresa e melhor o seu desempenho e menores as chances de haver conflitos entre os acionistas.</p>	Silveira (2002) Dey (2008)	<p>(-) para CON</p> <p>Se o grau de independência for superior à média, melhor a governança corporativa, menor o conflito.</p> <p>(+) para VE</p> <p>Se o grau de independência for superior à média, melhor a governança corporativa, maior o valor da empresa.</p>

Variável	Justificativa	Autores que usaram	Sinal esperado
<p>SEG_CEO:</p> <p>Há segregação entre os ocupantes dos cargos de Diretor Presidente e Presidente do Conselho</p>	<p>O fato de que o Diretor Executivo também possa ocupar a posição de Presidente do Conselho depõe contra as boas práticas de governança, aumentando as chances de conflito e fazendo com que seja menor o valor da empresa.</p>	<p>Silveira (2002)</p>	<p>(-) para CON Se há segregação, melhor a governança corporativa, menor o conflito.</p> <p>(+) para VE Se há segregação, melhor a governança corporativa, maior o valor da empresa.</p>
<p>REM_VAR:</p> <p>A diretoria executiva recebe remuneração variável</p>	<p>A remuneração variável pode ser entendida como o valor fixo ou percentual sobre o salário do empregado que atinge determinadas metas, como forma de motivar empregados a atingir melhores desempenhos. Sua presença nas empresas minimizaria possíveis conflitos de agência, além de ser indicativa de melhor governança e, consequentemente, melhor valor da empresa.</p>	<p>Silveira (2002)</p>	<p>(-) para CON Se a diretoria recebe remuneração variável, melhor a governança corporativa, menor o conflito.</p> <p>(+) para VE Se a diretoria recebe remuneração variável, melhor a governança corporativa, maior o valor da empresa.</p>
<p>REM_ACOES:</p> <p>A empresa possui algum tipo de plano de remuneração baseado na compra de ações</p>	<p>Para a CVM, a opção de remuneração baseada em ações dá ao empregado o direito de comprar um certo número de ações da companhia a um preço fixo por um certo número de anos. A lógica deste benefício é a expectativa que o preço das ações subirá e os empregados poderão comprá-las a um preço mais baixo e vendê-las pelo preço corrente do mercado depois. Para Nunes (2008) a utilização por esse tipo de remuneração melhora a estrutura de governança e minimiza os conflitos de agência, fazendo aumentar o valor da empresa.</p>	<p>Silveira (2002)</p>	<p>(-) para CON Se a empresa possui algum tipo de plano de remuneração baseado na compra de ações, melhor a governança corporativa, menor o conflito.</p> <p>(+) para VE Se a empresa possui algum tipo de plano de remuneração baseado na compra de ações, melhor a governança corporativa, maior o valor da empresa.</p>
<p>SEG_DIF:</p> <p>Empresas participantes do Novo Mercado e GC 2</p>	<p>O fato de a empresa participar de um segmento diferenciado de governança corporativa, como é o caso das empresas que participam do Novo Mercado e Governança Corporativa Nível 2 já é suficiente para menores possibilidades de ocorrência de conflitos de agência. Sendo assim, maior o valor da empresa.</p>	<p>Silveira (2002)</p>	<p>(-) para CON Se a participa do NM ou GC2, melhor a governança corporativa, menor o conflito.</p> <p>(+) para VE Se a participa do NM ou GC2, melhor a governança corporativa, maior o valor da empresa.</p>

Fonte: Elaboração própria.

3.3.3 Variáveis do grupo de controle

Além das variáveis dependentes e independentes, foram utilizadas também variáveis de controle as quais estão especificadas no quadro 12. O objetivo principal em introduzir

variáveis de controle ao modelo é isolar sua influência sobre o relacionamento entre as variáveis de interesse mencionadas anteriormente.

Quadro 12 - Variáveis do grupo de controle

Variável	Justificativa	Autores que usaram	Sinal esperado
IDADE: Idade da empresa	O tempo de experiência em uma empresa no mercado tende a fazer com que sua estrutura seja mais completa, solidificada e transparente.	Renders e Gaeremynck (2012)	(-) para CON Quanto maior a idade da empresa, menor o conflito. (+) para VE Quanto maior a idade da empresa, maior seu valor.
FUNC: Nº de funcionários da empresa	O número de funcionários que uma empresa possui diz muito sobre o tamanho de sua estrutura. Quanto maior os funcionários que uma empresa possui, maior deve ser a estrutura de governança da empresa.	Silveira (2002) Renders e Gaeremynck (2012)	(-) para CON Quanto maior o nº. de funcionários, menor o conflito. (+) para VE Quanto maior o nº. de funcionários, maior o valor da empresa.
AT_TOT: Total de ativos	O relacionamento entre o tamanho da empresa, sua estrutura societária e seu valor de mercado podem ser controversos, eis que quanto maior a companhia, maior tende a ser o seu valor de mercado, o que dificulta a existência de uma participação acionária elevada por parte do acionista controlador. Por outro lado, quanto maior a empresa e mais pulverizado seu capital, maiores os custos de monitoramento, o que pode repercutir em menor valor de mercado. Para AT_TOT foi utilizada a notação em logaritmo natural apenas nas análises de regressão, para padronizar os valores, reduzir os <i>outliers</i> e aumentar a qualidade da interpretação.	Silveira (2002) Silveira <i>et al.</i> (2004) Caixe e Krauter (2013)	(-) para CON Quanto maior o valor dos ativos totais, menor o conflito. (+) para VE Quanto maior o valor dos ativos totais, maior o valor da empresa.
L_LIQUIDO: Total do lucro líquido do exercício	O lucro líquido, assim como o valor dos ativos totais indica o porte da empresa. Destaca-se que para L_LIQUIDO também foi utilizada a notação em logaritmo natural apenas nas análises de regressão, pelos mesmos motivos especificados em AT_TOT.	Silveira (2002) Renders e Gaeremynck (2012)	(-) para CON Quanto maior o lucro líquido, menor o conflito. (+) para VE Quanto maior o lucro líquido, maior o valor da empresa.
BOLSAS: Nº de bolsas que a empresa está listada	Quanto maior o número de bolsas de valores em que a empresa negocia suas ações, maiores os números de requisitos que ela precisa preencher e conseqüentemente, mais adequada tende a ser sua estrutura de governança corporativa, bem como maior tende a ser o seu valor de mercado.	Renders e Gaeremynck (2012)	(-) para CON Quanto mais bolsas a empresa estiver listada, menor o conflito. (+) para VE Quanto mais bolsas a empresa estiver listada, maior o valor da empresa.

Variável	Justificativa	Autores que usaram	Sinal esperado
SETOR: Setor de Atuação	O setor em que a empresa atua pode dizer muito sobre suas características, uma vez que alguns setores possuem regulamentações específicas.	Silveira (2002) Silveira <i>et al.</i> (2004) Renders e Gaeremynck (2012) Caixe e Kramer (2013)	Não se aplica.

Fonte: Elaboração própria.

A tabela 1 apresenta uma síntese dos constructos, das variáveis quantitativas e qualitativas e suas respectivas categorizações.

Para as variáveis *dummy*, foram destacadas as respostas em “Não” e “Sim”, sendo que para cada resposta “Não” foi atribuído o número zero e para cada resposta “Sim” o número um. As demais variáveis são numéricas.

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

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

Na tabela 1, optou-se por manter o zero como resposta “Não” e o um como resposta “Sim” para padronizar a categorização das variáveis *dummy*, mas, no constructo “Conflito”, a resposta “Não” deve ser interpretada como um “Sim” porque indica menor conflito (número zero).

Assim, a construção das variáveis dentro do constructo “Conflito” foi feita de forma negativa (não emitem apenas ações ordinárias, não existem acordos, não adota medidas, não participa da CAM) de modo a possibilitar essa interpretação. Diferentemente do constructo “Governança corporativa”, em que a resposta “Não” indica pior governança e “Sim”, melhor.

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

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

Fonte: Elaboração própria.

De acordo com a categorização das variáveis foram construídas as equações de regressão com dados em painel.

3.4 Fonte dos dados

Em relação à técnica de coleta de dados, foram utilizadas informações obtidas junto às demonstrações contábeis, relatórios financeiros e no site individual de cada empresa da amostra (na parte de “Relação com Investidores), por meio de uma pesquisa documental.

O banco de dados Economática e os formulários de referência das empresas (acessível pelo site da BM&FBovespa) também foram usados na identificação de algumas das variáveis, conforme mostra o quadro 13:

Quadro 13 - Fonte dos dados coletados

Variáveis	Fonte
1) CLASSES 2) AC_MAJ 3) 2AC 4) TIPO AC 5) L_LIQUIDO 6) SETOR 7) BOLSAS	Economática
8) DIV 9) FREE_FLOAT 10) AT_TOT	Economática e complementação com dados do site BM&FBovespa
11) AC_AC 12) PROT 13) CAM 14) EXT 15) TOT 16) SEG_CEO 17) REM_VAR 18) REM_ACOES 19) SEG_DIF 20) FUNC 21) IDADE	BM&FBovespa (Formulário de referência)
22) PROP 23) VALOR	Calculado pela autora com base em informações do Economática
24) INDEP	Calculado pela autora com base em informações do site BM&FBovespa

Fonte: Elaboração própria.

3.5 Análises estatísticas

As análises estatísticas são fundamentais para o melhor entendimento das variáveis coletadas, e foram feitas, no presente estudo, em quatro etapas:

- i) Análise descritiva: avaliar a ocorrência das variáveis e sua evolução ao longo dos anos em estudo;
- ii) Análise de componentes principais: reduzir o número de variáveis de acordo com o potencial explicativo de cada uma;
- iii) Análise de regressão: estimar ou prever o valor médio de uma variável com base nos valores fixos de outras variáveis;
- iv) Análise de agrupamento: isolar os resultados a fim melhorar a qualidade da interpretação.

Para essas análises, foram escolhidas ferramentas que permitem, simultaneamente, a coleta de dados qualitativos e quantitativos.

A análise descritiva é de fundamental importância para a apresentação inicial das variáveis e por isso foi a primeira etapa do estudo.

Após, foi feita uma análise de componentes principais visando reduzir o número de dimensões para criação de indicadores para os constructos “Conflito”, “Concentração acionária” e “Governança corporativa”.

A análise de componentes principais é um tipo de análise de dados multivariados que está baseada apenas na correlação linear das variáveis observadas.

Segundo Gujarati e Porter (2011), a análise de componentes principais é uma análise exploratória, que objetiva simplificar e facilitar a interpretação, reduzindo dados e propondo uma única solução, resumindo informações em um modelo concreto.

A técnica de análise de componentes principais do presente estudo foi baseada em Nagar e Basu (2002), que converte uma matriz de dados “X”, com “N” observações de “K” indicadores, em um conjunto novo de “K” variáveis ortogonais, de modo que a primeira delas tenha a máxima variância possível.

Em síntese, este método busca explicar a estrutura de variância e covariância de um vetor aleatório, mediante combinações lineares das variáveis aleatórias originais. As combinações lineares construídas são denominadas “componentes principais”, sendo que de “K” variáveis originais é possível obter “M” componentes principais.

De acordo com Krishnakumar e Nagar (2008), a primeira componente principal e a média ponderada de todas as componentes geradas na análise com suas respectivas variâncias, são os dois métodos mais frequentemente empregados para criação de índices quando da utilização das componentes principais.

Importante destacar que, quando se considera somente a primeira componente, embora seja uma representação mais simples, há uma grande possibilidade em se explicar somente uma pequena parte da variabilidade, enquanto que ao considerar todas as componentes, é possível explicar 100% das variações.

Dessa forma, considerando que ao utilizar somente a primeira componente iria se perder grande parte da variabilidade dos dados, os indicadores para representar os constructos “Conflito”, “Concentração acionária” e “Governança corporativa” foram criados sobre a metodologia proposta por Nagar e Basu (2002), que os calcula sobre a média ponderada de todas as componentes principais obtidos na análise de componentes principais.

Assim sendo, tem-se que os pesos são uma média ponderada de todas as componentes com as variâncias proporcionais de cada uma delas.

Para obter as componentes principais, o primeiro procedimento adotado foi o de padronizar as variáveis, para evitar o problema de que as ponderações fossem feitas com base nas diferenças de unidades de medida. A padronização implica, para cada variável, em subtrair sua média e dividir o resultado pelo desvio padrão. Dessa forma, considerando uma matriz “X”, com “N” observações e com as “K” variáveis, tem-se que:

$$X = \begin{bmatrix} X_{1,1} & \dots & X_{1,k} \\ \vdots & \vdots & \vdots \\ X_{N,1} & \dots & X_{N,k} \end{bmatrix} \quad (3)$$

Sendo que cada uma das variáveis foi padronizada da seguinte forma:

$$X_k = \frac{X_k - \bar{X}_k}{\sigma_{X_k}} \quad (4)$$

com $k=1,2,\dots,N$. Em que \bar{X}_k é a média aritmética e σ_{X_k} o desvio padrão da variável X_k .

O segundo passo consistiu em obter a matriz de correlação das variáveis já padronizadas e em seguida, resolver a equação determinística $|R - \lambda I| = 0$ para λ , em que R é a matriz de correlação das variáveis padronizadas e λ as variâncias das componentes (autovalores).

A matriz de correlação, para cada constructo, foi construída utilizando estimadores de correlações diferentes, uma vez que, em alguns casos, dentro de um mesmo constructo, haviam variáveis categóricas e quantitativas, como por exemplo, para o constructo “Conflito”. Portanto, para medir a correlação entre variáveis binárias foi utilizado o coeficiente de correlação tetracórica, de acordo com Ferguson (1981). Para medir a correlação entre as variáveis quantitativas foi utilizado o coeficiente de correlação de Pearson, enquanto que para medir correlação entre variáveis binárias e quantitativas foi utilizado o coeficiente de correlação bisserial, de acordo com Olsson, Drasgow e Dorans (1982).

Se fosse utilizado somente o coeficiente de correlação de Pearson, que é o coeficiente academicamente mais conhecido, estar-se-ia subestimando as correlações, o que poderia implicar em resultados não-confiáveis.

Por fim, o terceiro passo consistiu em encontrar os pesos das componentes, também chamados de autovetores (α), correspondentes a cada λ , mediante a resolução da equação matricial $(R - \lambda I) \alpha = 0$, sujeita a restrição $\alpha^t \alpha = 1$.

Com isso, encontrou-se as componentes principais dadas por:

$$\begin{cases} PC_1 = a_{1,1}X_1 + a_{1,2}X_2 + \dots + a_{1,k}X_k \\ PC_2 = a_{2,1}X_1 + a_{2,2}X_2 + \dots + a_{2,k}X_k \\ \vdots \\ PC_k = a_{k,1}X_1 + a_{k,2}X_2 + \dots + a_{k,k}X_k \end{cases}$$

em que α é um autovetor.

Para extrair os indicadores propostos de acordo com a metodologia de Nagar e Basu (2002), utilizou-se a seguinte fórmula:

$$\text{Indicador} = \left[\frac{\lambda_1 PC_1 + \lambda_2 PC_2 + \dots + \lambda_k PC_k}{\lambda_1 + \lambda_2 + \dots + \lambda_k} \right] \quad (5)$$

em que $\lambda_1 = \text{var}(PC_1)$, sendo que $\lambda_j(\text{pesos}) = \frac{\lambda_j}{\sum_{j=1}^k \lambda_j}$.

Os indicadores obtidos mediante a aplicação da fórmula 5 possuem média zero e variância σ^2 , podendo assumir qualquer valor positivo ou negativo, o que dificultaria sua análise.

Assim, para facilitar a análise, optou-se por padronizar os indicadores em uma escala de 0 a 1, considerando como sendo os maiores valores indicativos de maior conflito, concentração acionária e governança corporativa. Para tanto, utilizou-se a fórmula 6, que leva em consideração os valores mínimos e máximos dos indicadores obtidos com a fórmula 5.

$$\text{Indicador_Pad} = \left[\frac{\text{Indicador} - \min(\text{Indicador})}{\max(\text{Indicador}) - \min(\text{Indicador})} \right] \quad (6)$$

em que “Pad” representa “padronizado”.

A importância relativa de cada uma das variáveis que fazia parte dos indicadores foi calculada substituindo os componentes principais (PC_1, PC_2, \dots, PC_k) pela combinação linear que eles representam, de acordo com Correia (2008). Sendo assim, o peso para X_1 padronizado foi dado por:

$$\text{Peso} = \left[\frac{\lambda_1 a_{1,1} + \dots + \lambda_k a_{k,1}}{\lambda_1 + \dots + \lambda_k} \right] \quad (7)$$

O peso para as demais variáveis padronizadas foi encontrado da mesma forma.

Após a criação, padronização e cálculo da importância relativa de cada um dos indicadores, o próximo passo consistiu em avaliar se as medianas de cada constructo eram diferentes ao longo do tempo.

Para isso, foi usado o Teste de Friedman (1939), que testa as medianas, ou seja, o 2º quartil. A hipótese nula deste teste consiste na igualdade das médias, enquanto a hipótese alternativa consiste na diferença delas. O nível de significância escolhido foi de 5%.

A escolha pelo Teste de Friedman se deu por ser este um teste não-paramétrico, mais robusto, e que não é influenciado pela presença de *outliers*, utilizado quando não são cumpridos os pressupostos necessários à análise de variância paramétrica, especialmente no que se refere à normalidade e a homoscedasticidade.

O passo seguinte foi a análise de regressão. Gujarati e Porter (2011) destacam que regressão é o estudo da dependência de uma variável dependente em relação a uma ou mais variáveis

independentes com o objetivo de estimar e/ou prever um valor ou comportamento médio da primeira em termos dos valores conhecidos das demais.

Para verificar o impacto dos índices de “Governança corporativa”, “Concentração acionária” e “Tipo de acionista controlador” sobre os índices “Conflito” e “Valor da empresa”, controlando pelas demais variáveis do grupo de controle, foram utilizadas regressões apropriadas para dados em painel, utilizando ora “Conflito”, ora “Valor da empresa” como variável dependente, conforme fórmulas (8) e (9):

$$CON_{it} = \beta_0 + \beta_1 CA + \beta_2 TipoAC + \beta_3 GC + \beta_4 GrupoControle + \epsilon \quad (8)$$

$$VE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CA + \beta_2 TipoAC + \beta_3 GC + \beta_4 GrupoControle + \epsilon \quad (9)$$

Em que:

i: número correspondente a iésima empresa da amostra – de 1 a 250;

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

β_0 : Intercepto do modelo de regressão;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: Coeficientes;

ϵ : Termo de erro;

CON: Conflito entre acionistas;

VE: Valor da empresa;

CA: Concentração acionária;

TipoAC: Tipo de Acionista controlador;

GC: Governança corporativa;

GrupoControle: Variáveis do grupo de controle.

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

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

Os modelos e os testes de suposição e diagnósticos no presente estudo para os modelos agrupado, de efeito fixo e aleatório foram realizados utilizando as funções do pacote *plm*, conforme estudos de Croissant e Millo (2008), do *software R*. Já os modelos e testes de suposição e diagnósticos para os modelos marginais foram realizados as funções do pacote *geepack*, de acordo com Halekoh, Hojsgaard e Yan (2006), também do *software R*.

3.5.1 Modelos de regressão para dados em painel

Dados em painel ocorrem quando se tem a mesma unidade *cross section*, por exemplo, indivíduo ou empresa, medido ao longo do tempo. Os modelos para dados em painel apresentam seu foco na heterogeneidade das unidades *cross section*, envolvendo, segundo Wooldridge (2002), as seguintes hipóteses básicas:

- i. O número das unidades (n) deve ser maior que o número de observações no tempo (t) por unidade;
- ii. Os efeitos específicos das unidades devem ser correlacionados com as variáveis explicativas, mas não devem ser correlacionados com o termo de erro (ε_{it});
- iii. O termo de erro (ε_{it}) deve ser independente e identicamente distribuído, com média zero e variância constante;
- iv. As variáveis explicativas devem ser estritamente exógenas.

Quando se trata de dados em painel, os modelos mais utilizados são os modelos de efeitos agrupados, efeitos fixos e efeitos aleatórios. Se as suposições de heterogeneidade e independência dos erros (ε_{it}) forem violadas, existem métodos que permitem tratar esses inconvenientes.

Modelo de efeito agrupado

No modelo de efeito agrupado, pressupõem que a influência das variáveis explicativas x_{it} sobre a variável dependente y_{it} é idêntica para todas as unidades *cross section*, sendo que não se admite que cada unidade *cross section* tenha seu próprio intercepto, incorporando assim, a heterogeneidade existente entre as unidades. Logo, o efeito entre as unidades *cross section* são agrupados em um único intercepto.

Portanto, pode-se representar o modelo de efeito agrupado da seguinte forma:

$$y_{it} = \beta_0 + \sum_{p=1}^P \beta_p X_{itp} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

Sendo que $i=1,2,\dots,n$, (unidades *cross section*), $t=1,2,\dots,T$ (tempos) e $p=1,2,\dots,P$ (variáveis independentes). Como é muito comum existir uma grande heterogeneidade entre as unidades *cross section*, esse modelo é pouco utilizado em dados em painel.

Modelo de efeito fixo

No modelo de efeito fixo, pressupõem que a influência das variáveis explicativas x_{it} sobre a variável dependente y_{it} é idêntica para todas as unidades *cross section*, porém se admite que cada unidade *cross section* tenha seu próprio intercepto representado por um conjunto de variáveis binárias, incorporando assim, a heterogeneidade existente entre as unidades.

Dessa forma, pode-se representar o modelo de efeito fixo da seguinte forma:

$$y_{it} = \beta_{0i} + \sum_{p=1}^P \beta_p X_{itp} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

Sendo que $i=1,2,\dots,n$, (unidades *cross section*), $t=1,2,\dots,T$ (tempos) e $p=1,2,\dots,P$ (variáveis independentes). De acordo com Kennedy (2009) as principais desvantagens desse modelo é o fato de se consumir muitos graus de liberdade com a estimação dos interceptos por unidade *cross section* e de não permitir a estimação dos coeficientes angulares para as variáveis explicativas que não apresentam variabilidade com o tempo.

Modelo de efeito aleatório

Nos modelos de efeitos aleatórios, também se pressupõem que a influência das variáveis explicativas x_{it} sobre a variável dependente y_{it} é idêntica para todas as unidades *cross section*, porém acomoda-se a heterogeneidade entre as unidades *cross section*, utilizando-se uma variável aleatória da seguinte forma:

$$y_{it} = \alpha_{0i} + \sum_{p=1}^P \beta_p X_{itp} + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

Sendo $\alpha_{0i} = \gamma + \gamma_i$, com $\gamma_i \sim N(0, \sigma_b^2)$, com $i=1,2,\dots,n$, (unidades *cross section*), $t=1,2,\dots,T$ (tempos) e $p=1,2,\dots,P$ (variáveis independentes).

Segundo Kennedy (2009), este modelo economiza graus de liberdade e produz um estimador mais eficiente dos coeficientes de inclinação do que o modelo de efeitos fixos. Isso ocorre porque ele permite a estimação dos coeficientes das variáveis explicativas que não variam com o tempo. Por outro lado, este método não é adequado quando ocorre correlação entre o componente de efeito específico do termo de erro e as variáveis explicativas.

Modelo marginal

Os modelos marginais, também conhecidos como *Generalized Equations Estimating* – GEE, por sua ausência de suposição sobre normalidade e homocedasticidade dos erros e facilidade de interpretação têm sido preferidos para modelagem de dados longitudinais, de acordo com Fitzmaurice, Laird e Ware (2011).

Para McCullagh e Nelder (1989), o GEE pode ser considerado uma extensão dos modelos lineares generalizados, que diretamente incorpora a correlação entre as medidas da mesma unidade amostral. Para Liang e Zeger (1986) é um caminho para contabilizar a correlação existente entre as medidas das mesmas empresas ao longo do tempo.

Assim, o modelo marginal proposto por Liang e Zeger (1986) pode ser apresentado através das seguintes especificações:

- i) Estrutura da média;
- ii) Estrutura da variância;
- iii) Estrutura de correlação.

Como o presente estudo trabalha com uma resposta contínua, o modelo mais usual seria o modelo linear. Dessa forma a estrutura da média pode ser definida como:

$$E(y_{it}) = \beta_0 + \sum_{p=1}^P \beta_p X_{pit} \quad (13)$$

Já a estrutura da variância, como se trata de um modelo linear, tem-se uma função independente da média: $Var(y_{i,t}) = \emptyset$.

Já a estrutura de correlação, utilizada para captar a dependência entre as medidas das mesmas empresas ao longo do tempo foi a autorregressiva de primeira ordem:

$$\text{Corr}(y_{i,t}y_{i,k}) = \alpha^{|k-t|} \quad (14)$$

sendo que $0 \leq \alpha \leq 1$.

É interessante destacar que independente da estrutura proposta para modelar a estrutura de dependência, as estimativas para a estrutura da média são consistentes, de acordo com Liang e Zeger (1986).

Testes estatísticos

Diante dos modelos apresentados, para modelar dados em painel o primeiro passo é verificar se os interceptos que captam a heterogeneidade *cross section* são iguais, pois, sendo, pode-se utilizar o modelo de efeitos agrupados, também conhecido como *pooled regression* e Mínimos Quadrados Ordinários – MQO.

O teste utilizado para testar a hipótese nula de que os interceptos são iguais foi o teste do multiplicador de Lagrange ou *Lagrange Multiplier* - LM que se baseia no método dos mínimos quadrados ordinários dos resíduos da regressão. Se a hipótese nula for rejeitada, indicando que há variação nos interceptos das unidades, o próximo passo consiste em definir qual estimador é mais adequado: efeitos fixos ou aleatórios.

O teste de Hausman (1978) foi utilizado para verificar qual estimador era o mais adequado, se o de efeitos fixos ou aleatórios, testando a hipótese nula de que não existe correlação entre as variáveis explicativas e os efeitos individuais dos interceptos. A estatística deste teste é dada por:

$$H = (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE})^t V^{-1}_{(\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE})} (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE}) \sim \chi_{(k)}^2 \quad (15)$$

sendo $\hat{\beta}_{FE}$ o estimador consistente sob as hipóteses nula e alternativa e $\hat{\beta}_{RE}$ o estimador eficiente sob a hipótese nula, mas inconsistente se H_0 for rejeitada e V a variância dos coeficientes de inclinação estimados.

Dessa forma, se os efeitos do intercepto não forem correlacionados com as variáveis explicativas, escolhe-se o estimador de efeitos aleatórios, que é eficiente e consistente. Caso contrário, havendo tal correlação, opta-se pelo estimador de efeitos fixos.

No presente estudo, o teste de Hausman foi utilizado somente para as variáveis que variaram no tempo. O mesmo teste com os mesmos padrões foi utilizado por Silveira, Barros e Famá (2008).

É comum em modelos de dados em painel encontrar o problema de heterocedasticidade e de autocorrelação do termo de erro. Nesta pesquisa, quando isso ocorreu, foi utilizado o estimador *Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent* – HAC proposto por Andrews (1991) para a matriz de covariância dos coeficientes estimados, possibilitando assim realizar inferências válidas para os modelos ajustados.

Para testar a homocedasticidade foi utilizado o teste de Breusch-Pagan (1979) e para testar a independência dos erros foi utilizado o teste de autocorrelação de Wooldridge (2002).

Além das suposições de homocedasticidade e independência dos erros, os modelos de efeito agrupado, fixo e aleatório também supõem que os erros sejam normalmente distribuídos. Para isso, foi necessário testar a normalidade dos resíduos através do teste de Jarque-Bera (1987).

Análise de agrupamento

Por último, feitas as análises de regressões e com o objetivo de agrupar as empresas que apresentaram comportamentos semelhantes referentes aos indicadores das variáveis independentes “Conflito” e “Valor da empresa”, utilizou-se uma análise hierárquica de agrupamento com base no método de Ward (1963), método também aplicado por Dey (2008).

Segundo Gujarati e Porter (2011), a análise de agrupamento também é uma análise exploratória, que tem como objetivo a simplificação estrutural do objeto em estudo a partir da divisão dos elementos da amostra em grupos, de acordo com alguns critérios, como por exemplo, ligação simples, ligação completa, média das distâncias, dentre outros.

Em síntese, tal análise se presta a enriquecer a apresentação final dos resultados por meio de similaridades encontradas no comportamento das empresas da amostra.

Conforme mencionado, o presente estudo optou pelo método de Ward (1963), que, de acordo com Gujarati e Porter (2011) é um método que forma grupos heterogêneos com elementos homogêneos e variância mínima, utilizando como medida de dissimilaridade a distância euclidiana e buscando formar grupos de maneira a atingir sempre o menor erro interno entre os vetores que compõe cada grupo e o vetor médio do grupo, ou seja, o método busca o mínimo desvio padrão entre os dados de cada grupo.

Com essa análise, formam-se grupos que divergem entre si, mas, dentro de um mesmo grupo, as empresas da amostra apresentam comportamento similar e por isso são agrupadas. Para a presente pesquisa, os elementos da amostra serão agrupados com base em seus resultados quanto à ocorrência de conflitos e quanto ao valor da empresa, a fim de confirmar qual o tipo de relação entre estas duas variáveis.

3.6 Limitações metodológicas

Como limitações metodológicas do estudo, considera-se a já mencionada dificuldade em se estabelecer uma *proxy* confiável para “Conflito”, pois não existe uma única variável que possa representá-lo, e sim uma combinação de fatores. Assim, no que se refere ao conflito entre acionistas a presente pesquisa se limita as variáveis estudadas.

Em relação à governança corporativa, foram selecionados os principais atributos característicos de uma boa governança, limitando-se o estudo aos atributos selecionados.

Ainda com as mencionadas limitações, acredita-se que as variáveis selecionadas foram **significativamente relevantes** para o objeto do estudo.

4 ANÁLISES E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Neste item, apresentam-se e discutem-se os resultados da pesquisa com base na metodologia detalhada no capítulo anterior.

4.1 Análise descritiva

A evolução das variáveis ao longo dos anos estudados, quais sejam, 2012, 2013 e 2014 está representada na tabela 2.

Destaca-se que, para as variáveis qualitativas, foi apresentada a frequência absoluta (numérica) e a frequência relativa (percentual) de cada uma, em cada ano em análise. Já para as variáveis quantitativas, foi apresentada a média e o desvio-padrão (entre parênteses).

As variáveis FUNC, AT_TOT e L_LIQUIDO do grupo de controle tiveram sua escala reduzida para facilitar a análise.

- i. Dentro do constructo “Conflito”:
 - a) O percentual de empresas que emitem ações ordinárias e preferenciais se manteve estável ao longo dos anos em estudo em 40,8%. Adicionalmente, pode-se afirmar que o percentual de empresas que emitem apenas ações ordinárias também se manteve estável, em 59,2% (100% - 40,8%). Logo, a maioria das empresas da amostra emite apenas ações ordinárias, sendo tal conduta preferível, uma vez que presume-se menor conflito, já que todos os acionistas possuem direito de voto e participam da tomada de decisões;
 - b) Em relação à proporção entre ações ON e PN, a média constante da tabela 2 se aplica apenas as empresas que emitem duas classes (ou mais) de ações, já que para as empresas que emitem apenas ações ordinárias o valor foi zerado. Em 2012 a média foi de 1,3, subindo para 1,6 em 2013 e caindo para 1,5 em 2014, apontando que, para a maioria das empresas que possuem duas classes de ações, predominam as ações que conferem direito a voto. Por exemplo, uma empresa que possui 60% de ações ON e 40% PN tem média igual a 1,5;
 - c) A maioria das empresas da amostra (57,6%) não possuem acordos de acionistas que modifiquem ou vinculem os direitos de voto;
 - d) Em relação às medidas de proteção aos acionistas, o percentual de empresas que não adotam algumas medidas selecionadas de proteção ao acionista de acordo com o que foi

estabelecido no quadro 7 diminuiu ao longo dos anos, passando de 46% em 2012, 40% em 2013 e 39,6% em 2014. Consequentemente, o percentual de empresas que adotam as medidas de proteção ao acionista aumentou ao longo dos anos, passando de 54% (100% - 46%) em 2012 para 60,4% (100% - 39,6%) em 2014. Este resultado indica que as empresas vem se preocupando, cada vez mais, em proteger seus acionistas;

e) O percentual de empresas que participam da CAM aumentou de 57,6% em 2012 (100% - 42,4%) para 60,4% em 2014 (100% - 39,6%). Este aumento no percentual pode ser interpretado da mesma forma que o percentual de medidas de proteção ao acionista, apontando para uma tendência em proteger os direitos dos acionistas ao zelar por uma forma melhor de solução dos conflitos.

ii. Dentro do constructo “Valor da empresa” a média do Q de Tobin apresentou um decréscimo durante os anos de 2013 e 2014 (0,6) quando comparado ao ano 2012 (0,9), o que indica que as empresas, ao longo dos anos, tiveram seu valor de mercado diminuído. Este resultado se apresenta ao verificado no estudo de Silveira (2002), já que este autor também observou um decréscimo do Q de Tobin ao longo dos anos, sugerindo que as empresas da amostra poderiam estar investindo em projetos não-maximizadores de valor.

iii. Dentro do constructo “Concentração acionária”:

a) Houve um pequeno aumento ao longo dos anos na média do percentual de ações detidas pelo acionista majoritário, mas o percentual manteve-se estável em torno de 40%. O resultado diverge do encontrado em Silveira (2008), já que neste último estudo verificou-se que o percentual de concentração de ações nas mãos de um único acionista tinha média de 73,9%

b) Verificou-se também uma pequena redução no percentual de ações detidas pelo segundo acionista majoritário, mas o percentual manteve-se estável em torno de 12,5%;

c) Em relação ao percentual de ações em circulação no mercado houve um aumento significativo de 2012 (32,6%) para 2013 (47,3%), mantendo-se estável em 2014 (45,4%). Assim, para os anos de 2012 a 2014 pode-se afirmar que todas as empresas da amostra possuíam pelo menos 25% das ações em circulação, sendo que em 2013 e 2014 esse percentual quase atingiu a metade das ações em circulação, o que aponta para uma tendência de pulverização do capital social.

- iv. Dentro do constructo “Tipo de acionista controlador”, o tipo mais frequente foi PN (empresas privadas nacionais), com média de aproximadamente 42% ao longo do tempo, seguido por FAM (família ou único investidor) com média de aproximadamente 22,5% ao longo do tempo. Nesse ponto, os resultados também divergem de Silveira (2008), que encontrou 47% das empresas estudadas controladas por família ou únicos investidores. Os tipos menos frequentes foram IFIN (instituições financeiras) e FUNDP (fundo de pensão nacional), com, respectivamente, 6,5% e 2,5% de média percentual aproximada. Chama-se atenção para o aumento no percentual de empresas controladas por outras empresas estrangeiras (PE), que subiu de 15,6% em 2012 para 19,6% em 2014.
- v. Dentro do constructo “Governança corporativa”, todas as variáveis (exceto TOT) apresentaram um pequeno aumento nos percentuais ao longo do tempo. Logo, afirma-se que as empresas vem melhorando, de um modo geral, a qualidade e as práticas de governança corporativa. Quase 70% das empresas possuem membros externos no Conselho de Administração. Quanto ao tamanho do conselho, menos de 20% das empresas possuem até 5 membros, enquanto mais de 80% possuem mais de 5 membros. Mais de 80% das empresas possuem diferentes ocupantes para os cargos de Diretor Executivo e Diretor Presidente. Em relação à remuneração variável para membros da diretoria executiva, aproximadamente 80% das empresas utilizam esse incentivo, contra 60% que utilizam algum tipo de plano de remuneração baseado na compra de ações.
- vi. Em relação às variáveis do grupo de controle (exceto SETOR, que foi representada separadamente na tabela 3):
- Nos anos em estudo, a idade média das empresas foi de 28,8 anos;
 - A média do número de funcionários aumentou de 9,4 mil em 2012 para 9,7 mil em 2014;
 - Em média, o valor do total dos ativos detidos pelas empresas da amostra superou o valor de R\$ 20.000.000,00 para os anos em estudo;
 - O valor do lucro líquido diminuiu ao longo dos anos, de aproximadamente R\$ 511.000,00 em 2012 para R\$ 437.000,00 e R\$ 416.000,00, respectivamente, em 2013 e 2014. Essa variável parece estar diretamente relacionada com a variável “Valor da empresa”, representada pelo Q de Tobin, que também apresentou queda nos anos em estudo;
 - A maioria das empresas da amostra de acordo com o banco de dados Economática está listada apenas na bolsa de valores brasileira;

Tabela 2 - Descrição das variáveis ao longo do tempo

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

Fonte: Dados da pesquisa.

A tabela 3 mostra as empresas da amostra por setor, de acordo com a classificação do Econômica.

A maioria das empresas da amostra são do setor de energia elétrica (12%), seguido do setor de finanças e seguros (10,8%) e construção (7,2%), e 24% das empresas foram classificadas como pertencentes a outros setores não especificados.

Destaca-se que a classificação dos setores usada na pesquisa foi a mesma utilizada pelo banco de dados Económica.

Tabela 3 - Descrição do setor da empresa

	Variáveis	N	%
Setor	Agro e Pesca	4	1,6%
	Alimentos e Bebidas	10	4,0%
	Comércio	15	6,0%
	Construção	18	7,2%
	Eletroeletrônicos	6	2,4%
	Energia Elétrica	30	12,0%
	Finanças e Seguros	27	10,8%
	Máquinas Industriais	4	1,6%
	Mineração	9	3,6%
	Outros	60	24,0%
	Papel e Celulose	4	1,6%
	Petróleo e Gás	6	2,4%
	Química	7	2,8%
	Siderurgia e Metalurgia	11	4,4%
	Software e Dados	3	1,2%
	Telecomunicações	4	1,6%
	Têxtil	10	4,0%
	Transporte Serviço	11	4,4%
	Veículos e peças	11	4,4%
	Total		250

Fonte: Dados da pesquisa.

O próximo passo consistiu na criação de indicadores a fim de possibilitar uma melhor interpretação das variáveis em cada constructo e dos próprios constructos que serão utilizados na análise de regressão.

4.2 Criação dos indicadores

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

4.2.1 Conflito

Na tabela 4 verificam-se os resultados da análise de componentes principais para o constructo “Conflito”.

Pelos resultados, pode-se destacar que a primeira componente (PC-1) foi capaz de explicar 54,8% da variabilidade dos dados, tendo apresentado pesos negativos para as variáveis DIV e AC_AC e positivo para as demais. Já a segunda componente foi capaz de explicar 25% da variabilidade dos dados. As quatro últimas componentes apresentaram um importância menor, uma vez que foram capazes de juntas, explicar pouco mais de 20% da variabilidade dos dados.

Para análise dos sinais (negativo ou positivo) que indicam a influência positiva ou negativa da variável para o constructo, utiliza-se o peso geral apresentado na penúltima coluna da tabela, já que este é o peso ponderado calculado com base em todas as componentes.

Conforme mencionado, não se utilizou somente a primeira componente para não perder os 45,2% (100% - 54,8%) da variância não explicada pela PC-1.

Tabela 4 - Análise de componentes principais para “Conflito”

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

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com os pesos finais representados na penúltima coluna, considerando os pesos de todas as componentes ponderadas pelas suas respectivas variâncias, o indicador criado para “Conflito” (ICON_Pad) tem a seguinte interpretação:

- i) Quanto maior CLASSES, PROP, PROT, CAM (sinal positivo) e menor DIV e AC_AC (sinal negativo) maior o conflito na empresa:
 - a) Maior “CLASSES” significa emitir ações ordinárias e preferenciais;
 - b) Maior “PROP” significa que a empresa não emite apenas ações ordinárias, caso contrário PROP seria zero;

- c) Maior “PROT” significa que a empresa adota determinadas medidas de proteção ao acionista;
- d) Maior “CAM” significa que a empresa não participa da Câmara de Arbitragem do Mercado;
- e) Menor “DIV” significa menor valor dos dividendos pagos por cada ação;
- f) Menor “AC_AC” significa que existe acordo de acionistas que modifiquem os direitos de votos.
- ii) Das 6 variáveis do constructo “Conflito”, as três que mais impactam no indicador foram DIV, PROP e CLASSES, com, respectivamente, 24,9%, 19,6% e 18% de importância relativa.

4.2.2 Concentração acionária

Os resultados da análise de componentes principais para o constructo “Concentração acionária”, conforme tabela 5, apontam que a primeira componente foi capaz de explicar 56,0% da variabilidade dos dados, tendo apresentado pesos negativos para 2AC e FREE_FLOAT e positivo para AC_MAJ. Já a segunda componente foi capaz de explicar 35,3% da variabilidade dos dados, enquanto que a terceira, menos relevante, explicou apenas 8,7%.

Tabela 5 - Análise de componentes principais para “Concentração acionária”

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

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com os pesos finais da penúltima coluna e considerando os pesos de todas as componentes ponderados pelas suas respectivas variâncias, o indicador criado para “Concentração acionária” (ICA_Pad) tem a seguinte interpretação:

- i) Quanto maior AC_MAJ e 2AC e menor FREE_FLOAT, maior a concentração acionária:
- a) Maior “AC_MAJ” significa maior percentual de ações detidas pelo acionista majoritário;
 - b) Maior “2AC” significa maior percentual de ações detidas pelo segundo acionista majoritário;
 - c) Menor “FREE_FLOAT” significa menor percentual de ações em circulação no mercado.
- ii) Das 3 variáveis do constructo “Concentração acionária”, a variável que mais impactou no indicador foi “FREE_FLOAT” com 50% de importância relativa.

Em relação ao “Tipo de acionista controlador” não foi usada a análise de componentes principais porque, embora possua seis categorizações, trata-se de uma única variável e a análise de componentes principais no presente estudo está sendo feita apenas para os constructos que possuem mais de uma variável.

4.2.3 Governança corporativa

Para o constructo “Governança corporativa”, a análise de componentes principais resultou em 7 componentes, de modo que a primeira componente PC-1 foi capaz de explicar 50,7% da variabilidade dos dados, seguida por 19,5% da componente PC-2. As demais componentes juntas explicaram 29,8% da variabilidade, sendo menos relevantes. A primeira componente apresentou peso negativo somente para TOT, enquanto a segunda componente só não apresentou pesos negativos para SEG_CEO e REM_VAR.

De acordo com os pesos finais, considerando os pesos de todas as componentes ponderados pelas suas respectivas variâncias, conforme tabela 6, o indicador criado para “Governança corporativa” (IGC_Pad) tem a seguinte interpretação:

- i) Quanto menor TOT (em razão do sinal negativo apresentado pela coluna “Peso geral”) e maior EXT, INDEP, SEG_CEO, REM_VAR, REM_ACOES e SEG_DIF (em razão do sinal positivo em PC-1 na coluna “Peso geral”) melhor a governança corporativa:

- a) Menor “TOT” significa que o conselho é composto por número de membros acima de 5;
- b) Maior “EXT” significa que há a presença de membros externos à empresa no Conselho de Administração;
- c) Maior “INDEP” significa que o grau de independência do conselho é superior à média do ano;
- d) Maior “SEG_CEO” significa que há segregação entre os ocupantes dos cargos de Diretor Executivo e Presidente do Conselho;
- e) Maior “REM_VAR” significa que a Diretoria Executiva recebe remuneração variável;
- f) Maior “REM_ACOES” significa que a empresa possui algum tipo de plano de remuneração baseado na compra de ações;
- g) Maior “SEG_DIF” significa que a empresa participa do Novo Mercado ou Governança Corporativa Nível 2.

Tabela 6 - Análise de componentes principais para “Governança corporativa”

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

Fonte: Dados da pesquisa.

- ii) Das 7 variáveis do constructo “Governança corporativa”, exceto INDEP que apresentou uma importância relativa inferior, as demais variáveis apresentaram uma importância similar para construção do constructo.

4.3 Apresentação dos indicadores ao longo do tempo

Para análise dos indicadores criados ao longo do tempo foi utilizado o Teste de Friedman, cuja hipótese nula consiste na igualdade das medianas e a hipótese alternativa, na diferença delas.

O nível de significância usado para este teste e todos os outros do presente estudo foi de 5%.

A escolha por este teste se deu em função dos resíduos não possuírem distribuição normal, haja vista que seus valores variavam de menos infinito a mais infinito, e por isso foi necessário padroniza-los pela fórmula (6), há que o interesse era que esses resíduos tivessem valores entre zero e mais infinito.

O Teste de Jarque-Bera testa a normalidade utilizando como parâmetros os coeficientes de curtose e assimetria (que na normal são de 3 e 0, respectivamente). Assim, a normalidade é sua hipótese nula, de modo que, se o p-valor for menor do que 5% ($p < 0,05$), rejeita-se a normalidade. Mas se o p-valor for maior do que 5% ($p > 0,05$), aceita-se a normalidade. O interesse em saber se a distribuição é normal se deve ao fato de que desvios muito grandes podem invalidar os erros-padrão e intervalos de confiança.

De acordo com o quadro 8, que mostra os resultados do Teste de Jarque-Bera utilizado, os resíduos da amostra não apresentaram distribuição normal ($p\text{-valor} < 0,001$).

Na tabela 7 estão sintetizadas as médias, os desvios-padrão, os quartis e o p-valor da estatística do Teste de Friedman para os 3 anos do estudo.

Tabela 7 - Medidas descritivas e Teste de Friedman para os indicadores ao longo dos anos

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

Fonte: Dados da pesquisa.

O indicador de “Conflito” (ICON_Pad) não apresentou variação significativa ao longo do tempo, enquanto os indicadores de “Concentração acionária” (ICA_Pad) e “Governança corporativa” (IGC_Pad) apresentaram uma variação significativa, sendo que ICA_Pad apresentou o menor valor médio em 2013 e o maior em 2012, enquanto que IGC_Pad apresentou o menor valor médio em 2012 e o maior em 2014.

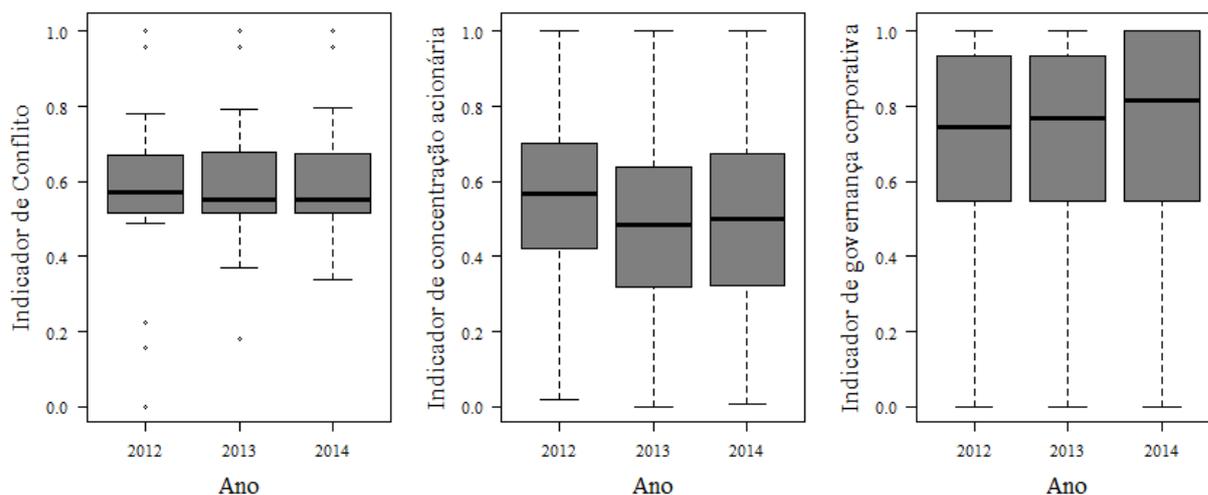
Como o p-valor de ICA_Pad e IGC_Pad foi menor que o nível de significância de 5%, ou seja, menor que 0,05, rejeita-se a hipótese nula de que as medianas são iguais, o que se comprova pelo fato de que ICA_Pad diminuiu e IGC_Pad aumentou ao longo dos anos. Em

relação ao p-valor de ICON_Pad, superior ao nível de significância de 5%, aceita-se a hipótese nula de que as médias são iguais, uma vez que não variaram significativamente ao longo dos anos. Logo, afirma-se que o indicador de conflito manteve-se estável ao longo dos anos.

O gráfico 3 ilustra os resultados da tabela 7, confirmando a consistência dos dados utilizados na pesquisa. Pela plotagem dos gráficos, observa-se que o indicador de conflitos (ICON_Pad) é o que mais apresenta dados do tipo *outliers*, representados pelas pequenas bolinhas nas extremidades do gráfico.

Nos indicadores em que não se verifica a presença de dados do tipo *outliers*, como é o caso do IGC_Pad, as linhas abaixo e acima dos gráficos representam os valores mínimo e máximo dos dados. A linha preta mais grossa representa a mediana, enquanto a linha inferior e superior à esta, representam, respectivamente, o primeiro e terceiro quartis.

Gráfico 3 - Boxplot para os indicadores de “Conflito”, “Concentração acionária” e “Governança corporativa” ao longo dos anos



Fonte: Dados da pesquisa.

A criação e análise dos indicadores precederam à análise de regressão porque os constructos “Conflito”, “Concentração acionária” e “Governança corporativa” continham mais de uma variável, de modo que todas elas foram consideradas relevantes para o objetivo do estudo. Assim sendo, utilizou-se os indicadores criados nas análises de regressão, que foram feitas para os modelos de efeitos fixos e também para os modelos marginais.

4.4 Testes e resultados da análise de regressão para o modelo de efeitos fixos

4.4.1 Conflito (ICON_Pad)

Para “Conflito”, em razão do p-valor menor que 0,001 foi rejeitada a hipótese de que os interceptos são iguais entre as unidades *cross section* pelo teste de Lagrange (LM), descartando assim a possibilidade de ajustar o modelo de efeito agrupado.

Pelo teste de Hausman foi verificada a preferência pelo modelo de efeito fixo ao invés do modelo de efeito aleatório através do p-valor menor que 0,001.

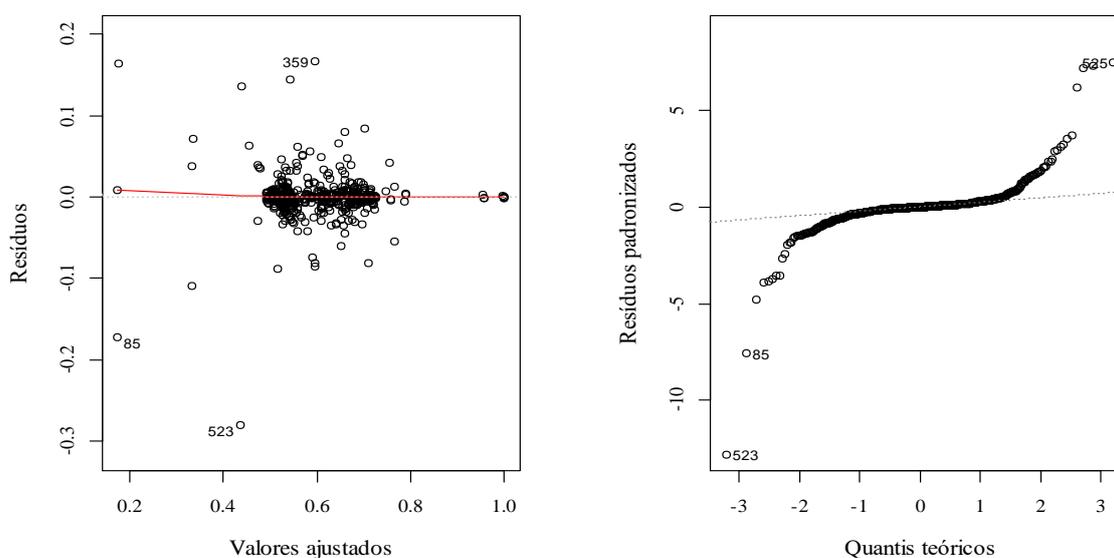
Entretanto, no modelo de efeito fixo não é possível estimar os coeficientes das variáveis que não variam no tempo, ou seja, “Bolsas” e “Setor”, uma vez que os efeitos dessas variáveis já estão sendo considerados nos coeficientes de cada unidade *cross section*.

Assim, considerando os resultados dos testes de Lagrange e Hausman, foi estimado o seguinte modelo de efeito fixo:

$$\text{ICON_Pad}_{it} = \beta_{0i} + \beta_1(\text{ICA_Pad}_{it}) + \beta_2(\text{IGC_Pad}_{it}) + \sum_{p=3}^7 \beta_p \text{TAC}_i + \sum_{p=8}^{11} \beta_p \text{VC}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (16)$$

Conforme gráfico 4, foi gerado o gráfico dos resíduos e valores ajustados para o indicador de “Conflito”:

Gráfico 4 - Resíduos x valores ajustados e QQ - Plot para modelo de efeito fixo – Indicador de “Conflito”



Fonte: Dados da pesquisa.

Após a aplicação do teste de Breusch-Pagan (1979) verificou-se a existência de heterocedasticidade dos resíduos, violando a premissa básica de homocedasticidade (p-valor menor que 0,001). Pelo teste de autocorrelação de Wooldridge (2002) também houve evidências de autocorrelação dos resíduos (p-valor menor que 0,001).

Dessa forma para obter estimadores consistentes para os erros padrões (erros padrões robustos a heterocedasticidade e autocorrelação) foi adotado o estimador HAC para a matriz de covariância.

Na tabela 8, ao avaliar os coeficientes da regressão (β) e sua significância (p-valor), pode-se interpretar que:

- i) Mantendo constantes as demais variáveis, não existe uma influência significativa (p-valor = 0,516) da concentração acionária sobre o conflito;
- ii) Mantendo constantes as demais variáveis, existe uma influência significativa (p-valor menor que 0,001) e negativa ($\beta = -0,038$) da governança corporativa sobre o conflito, sendo que a cada unidade que se aumenta em IGC_Pad espera-se uma redução de 0,038 no valor médio do indicador de conflito (ICON_Pad);
- iii) Mantendo constantes as demais variáveis, o tipo de acionista controlador EST, apresentou de forma significativa (p-valor = 0,008) uma maior média de conflito, se comparado ao tipo de acionista PN, cujos valores não estão sendo representados porque o tipo PN foi considerado o referencial, por apresentar a menor média;
- iv) Mantendo constantes as demais variáveis não houve influência significativa das variáveis do grupo de controle sobre o indicador de conflito (ICON_Pad);
- v) As variáveis do grupo de controle BOLSAS e SETOR não foram analisadas em virtude do ajuste do modelo de efeito fixo, que não capta o efeito das variáveis que não variam no tempo;
- vi) A concentração acionária, governança corporativa, os tipos de acionista controlador e as demais variáveis de controle foram capazes de explicar apenas 6,30% da variabilidade de conflito, valor do R2 ajustado do modelo;
- vii) Avaliando a estatística Generalized Variance Inflation Factor - GVIF, pode-se verificar que a maior foi de 1,47, com 1 grau de liberdade (gl) não caracterizando problemas com multicolinearidade, uma vez que apenas VIFs maiores que 10, segundo Montgomery, Peck e Vining (2006) indicam problemas de multicolinearidade. GVIFs maiores que $10^{1/2(gl)}$ indicam problemas de multicolinearidade uma vez que $GVIF = VIF^{1/2(gl)}$. O GVIF é útil e

preferível para o presente estudo, já que existem variáveis independentes categóricas, de modo que a análise somente do VIF poderia ser fraca e prejudicial.

4.4.2 Valor da empresa (VE)

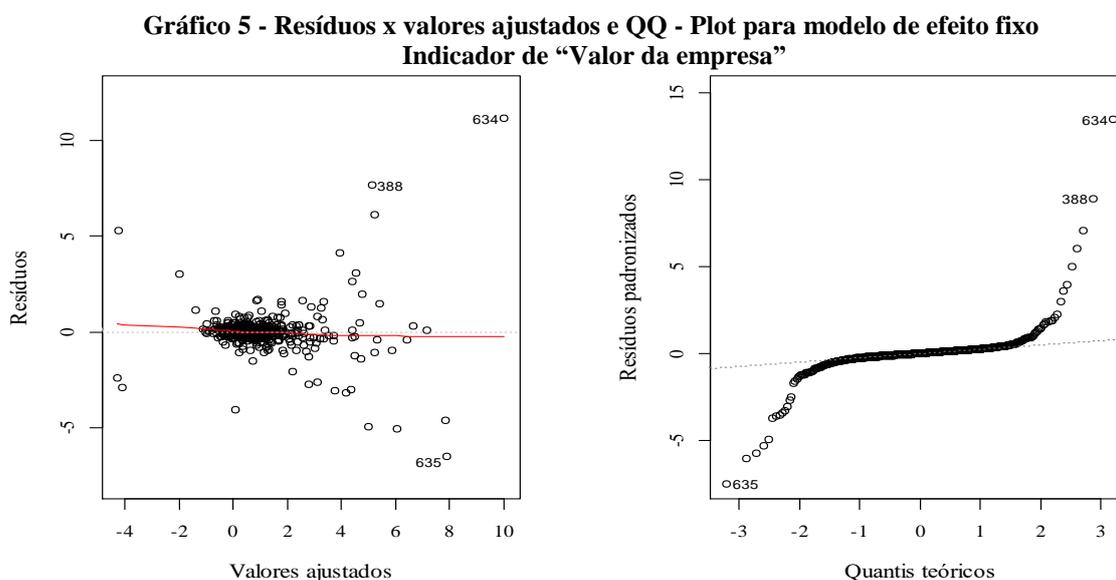
Para o valor da empresa, também foi rejeitada a hipótese de que os interceptos são iguais entre as unidades *cross section* pelo teste Lagrange (p-valor menor que 0,001), descartando assim a possibilidade de ajustar o modelo de efeito agrupado.

Pelo teste de Hausman foi verificada a preferência pelo modelo de efeito fixo ao invés do modelo de efeito aleatório (p-valor menor que 0,001). Conforme mencionado, no modelo de efeito fixo não é possível estimar os coeficientes das variáveis que não variam no tempo (Bolsas e Setor), uma vez que os efeitos dessas variáveis já estão sendo considerados nos coeficientes de cada unidade *cross section*.

Considerando a variável dependente “Valor da empresa”, representada pelo Q de Tobin, foi estimado o seguinte modelo de efeito fixo:

$$VE_{it} = \beta_{0i} + \beta_1(ICA_Pad_{it}) + \beta_2(IGC_Pad_{it}) + \sum_{p=3}^7 \beta_p TAC_i + \sum_{p=8}^{11} \beta_p VC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (17)$$

Conforme gráfico 5, foi gerado o gráfico dos resíduos e valores ajustados para o indicador de “Valor da empresa”:



Fonte: Dados da pesquisa.

Pelo teste de Breusch-Pagan (1979) verificou-se a existência de heterocedasticidade dos resíduos, violando a premissa básica de homocedasticidade (p-valor menor que 0,001). Pelo teste de autocorrelação de Wooldridge (2002) houve evidências de autocorrelação dos resíduos (p-valor menor que 0,001). Dessa forma para obter estimadores consistentes para os erros padrões (erros padrões robustos a heterocedasticidade e autocorrelação) foi adotado o estimador HAC para a matriz de covariância.

Na tabela 8, ao avaliar os coeficientes da regressão (β) e sua significância (p-valor), pode-se interpretar que:

- i) Mantendo constantes as demais variáveis, não existe uma influência significativa (p-valor = 0,926) da concentração acionária sobre o valor da empresa;
- ii) Mantendo constantes as demais variáveis, não existe uma influência significativa (p-valor = 0,501) da governança corporativa sobre o valor da empresa;
- iii) Mantendo constantes as demais variáveis, os tipos de acionista controlador EST e FAM apresentaram de forma significativa (p-valor = 0,049 e 0,042, respectivamente) uma maior média de valor da empresa, se comparado ao tipo de acionista PE, que foi considerado como referência por ter apresentado a menor média;
- iv) Mantendo constantes as demais variáveis não houve influência significativa das variáveis de controle sobre o valor da empresa;
- v) As variáveis do grupo de controle BOLSAS e SETOR não foram analisadas em virtude do ajuste do modelo de efeito fixo, que não capta o efeito das variáveis que não variam no tempo;
- vi) A concentração acionária, governança corporativa, os tipos de acionista controlador e as demais variáveis de controle foram capazes de explicar apenas 4,21% da variabilidade do valor da empresa (R^2 ajustado do modelo);
- vii) Avaliando a estatística GVIF não ficou caracterizado problemas com multicolinearidade.

A tabela 8 mostra todas as variáveis empregadas no modelo de regressão ajustado para efeitos fixos, conforme resultado do teste de Hausman. Como o estudo utilizou tanto “Conflito”, quanto “Valor da empresa” como variável dependente, a tabela traz os valores dos coeficientes, erros-padrão e p-valores dos dois modelos, lembrando que a variável dependente

“Conflito” é, na verdade, um indicador, enquanto a segunda variável “Valor da empresa” foi representada pelo Q de Tobin calculado de acordo com a fórmula (1).

Por ser um modelo de efeitos fixos, não estão sendo medidas as variáveis que não variaram no tempo, quais sejam, SETOR e BOLSAS.

Tabela 8 - Regressões de efeito fixo para “Conflito” e “Valor da empresa”

Fonte	Conflito			Valor da empresa		
	β	EP(β)	p-valor	β	EP(β)	p-valor
Intercepto	-	-	-	-	-	-
ICA_Pad	0,009	0,013	0,516	0,082	0,889	0,926
IGC_Pad	-0,038	0,016	0,014	-1,240	1,840	0,501
TIPOAC = PE	0,005	0,009	0,575	-	-	-
TIPOAC = EST	0,016	0,006	0,008	0,810	0,410	0,049
TIPOAC = FAM	0,011	0,008	0,137	0,730	0,358	0,042
TIPOAC = FUNDP	0,000	0,005	0,994	-0,029	0,269	0,914
TIPOAC = IFIN	0,100	0,068	0,141	-0,103	0,311	0,741
TIPOAC = PN	-	-	-	0,284	0,326	0,383
IDADE	0,001	0,001	0,349	-0,091	0,059	0,120
FUNC	0,000	0,000	0,405	0,000	0,000	0,894
AT_TOT (Ln)	-0,002	0,001	0,216	-0,246	0,245	0,315
L_LIQUIDO (Ln)	0,000	0,000	0,299	-0,010	0,029	0,731
Teste Lagrange Multiplier		<0,001			<0,001	
Teste de Hausman		<0,001			0,001	
Teste de Homocedasticidade		<0,001			<0,001	
Teste de Autocorrelação		<0,001			<0,001	
Teste de Jarque-Bera		<0,001			<0,001	
GVIF - Máximo		1,47			1,47	
R2 ajustado		6,30%			4,21%	

Fonte: Dados da pesquisa.

Considerando o interesse em verificar o efeito das variáveis que não variam no tempo, o baixo R2 ajustado apresentado pelos modelos de efeitos fixos (6,30% e 4,21% respectivamente) e o fato de que os resíduos não apresentaram distribuição normal (teste de Jarque-Bera apresentou p-valor menor que 0,001) e não foram homocedásticos e independentes, uma melhor solução do que o ajuste do modelo de efeito fixo utilizando uma matriz HAC de covariância pode ser encontrada através do ajuste para os modelos marginais.

4.5 Testes e resultados da análise de regressão para o modelo de efeitos marginais

Como os resultados obtidos através do ajuste do modelo de efeitos fixos não foi plenamente satisfatório, optou-se por um novo ajustamento para o modelo marginal.

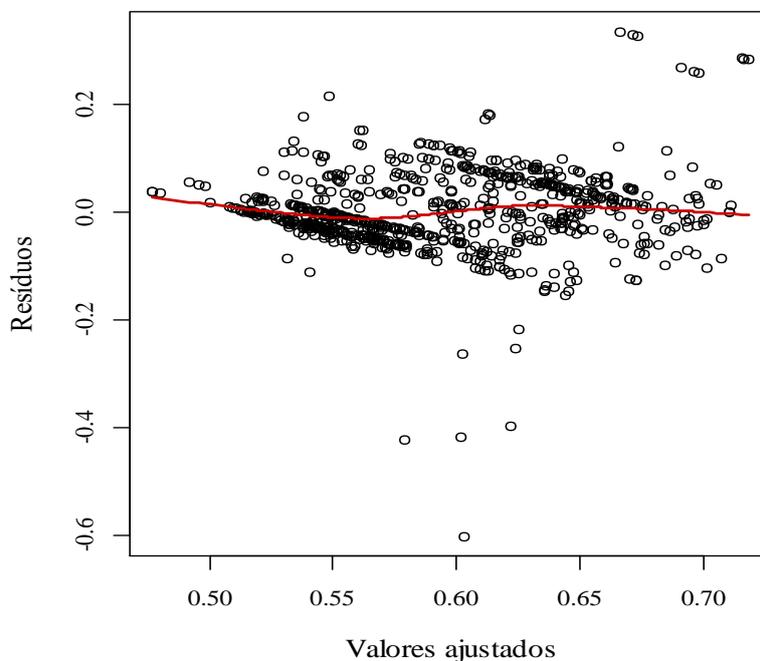
4.5.1 Conflito (ICON_Pad)

O modelo marginal para conflito foi ajustado da seguinte forma:

$$\text{ICON}_{\text{Pad}_{it}} = \beta_{0i} + \beta_1(\text{ICA}_{\text{Pad}_{it}}) + \beta_2(\text{IGC}_{\text{Pad}_{it}}) + \sum_{p=3}^7 \beta_p \text{TAc}_i + \sum_{p=8}^{12} \beta_p \text{VC}_{it} + \sum_{p=13}^{30} \beta_p \text{ST}_i + \varepsilon_{it} \quad (18)$$

Conforme gráfico 6, foi gerado o gráfico dos resíduos e valores ajustados para o indicador de “Conflito”:

**Gráfico 6 - Resíduos x valores ajustados para modelo de efeito fixo
Indicador de “Conflito”**



Fonte: Dados da pesquisa.

Ao avaliar os coeficientes da regressão (β) e sua significância (p-valor) mostrados na tabela 10, pode-se interpretar que:

- i) Mantendo constantes as demais variáveis, existe uma influência significativa (p-valor = 0,040) e positiva ($\beta = 0,022$) da concentração acionária sobre o conflito, sendo que a cada unidade que se aumenta em ICA_Pad espera-se um aumento de 0,022 no valor médio do indicador de conflito (ICON_Pad). Em relação à concentração acionária representada pelo percentual de ações em poder do acionista majoritário (AC_MAJ), estudos como os de La Porta *et al.* (1999), Silveira (2002), Dey (2008), Renders e Gaeremynck (2012) e Caixe e

Krauter (2013) afirmaram que a concentração acionária é um forte indicador de conflito, pela possibilidade de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários por parte do controlador. Entretanto, o estudo de Leal e Silva (2008) não entendeu a alta concentração acionária como negativa em virtude da possibilidade de haver um monitoramento eficiente da gestão por parte do acionista controlador.

ii) Mantendo constantes as demais variáveis, existe uma influência significativa (p-valor menor que 0,001) e negativa ($\beta = -0,065$) da governança corporativa sobre o conflito, sendo que a cada unidade que se aumenta em IGC_Pad espera-se uma redução de 0,065 no valor médio do indicador de conflito (ICON_Pad). Esse resultado vai contra o que foi encontrado por Dey (2008), já que para a autora, quanto melhor a governança, maiores os conflitos, porém, está em sintonia com os resultados de Carney *et al.* (2011) e Renders e Gaeremynck (2012), que consideram que a boa governança corporativa proporciona um ambiente mais transparente, capaz de mitigar conflitos entre principais.

iii) Mantendo constantes as demais variáveis, não houve diferença significativa entre os tipos de acionista controlador, não sendo possível afirmar que os tipos de acionista controlador exerçam influência sobre os conflitos entre acionistas. Diferentemente, nos estudos de Mallorquí e Martin (2009), verificou-se que quando o tipo de acionista controlador era FUNDP ou IFIN, as chances de conflitos eram menores em decorrência do nível de proteção dado aos acionistas;

iv) Mantendo constantes as demais variáveis, quanto maior a idade da empresa maior tende a ser o conflito;

v) Mantendo constantes as demais variáveis, os setores de Energia elétrica e Construção apresentaram em média maior conflito se comparados aos outros setores (p-valores iguais a 0,001 e 0,004, respectivamente). Já os setores de Agro e pesca, Alimentos e bebidas, Máquinas industriais e Papel e celulose apresentaram em média maior conflito se comparado aos outros setores, que não se mostraram significativos;

vi) A concentração acionária, governança corporativa, os tipos de acionista controlador e as demais variáveis de controle foram capazes de explicar 51,9% da variabilidade de conflito, sendo este valor atribuído ao R2 ajustado do modelo GEE a partir da estatística de Wald GEE proposta por Natarajan, *et al.* (2007).

Assim, as análises das variáveis para o constructo “Conflito” encontram semelhanças com a literatura apontada.

Considerando a tabela 4, que traz a influência das variáveis selecionadas para o constructo “Conflito”, no que tange à DIV, que se mostrou a variável com maior impacto, Gonzaga e Costa (2009) apontaram a mesma variável como indicativa de conflitos entre acionistas. Em relação à PROP, a segunda variável de maior impacto em “Conflito”, o resultado está em sintonia com o posicionamento de Silveira (2002), Gonzaga e Costa (2009), Renders e Gaeremynck (2012), Caixe e Jrauter (2013) e Balassiano e Branco (2014), haja vista que PROP é justamente a mensuração da separação entre direitos de voto e direitos ao fluxo de caixa, apontado como um dos principais focos de conflitos entre acionistas.

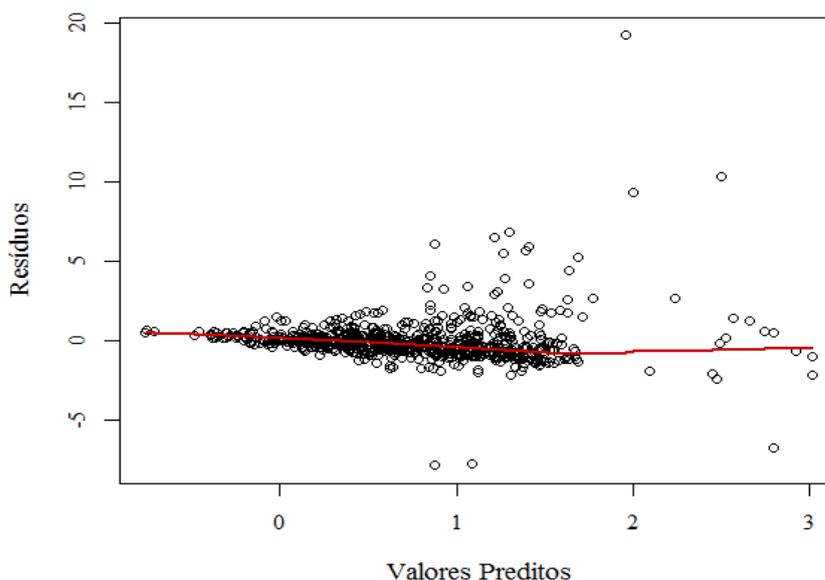
4.5.2 Valor da empresa (VE)

O modelo marginal para o valor da empresa foi ajustado da seguinte forma:

$$VE_{it} = \beta_{0i} + \beta_1(ICA_Pad_{it}) + \beta_2(IGC_Pad_{it}) + \sum_{p=3}^7 \beta_p TAC_i + \sum_{p=8}^{12} \beta_p VC_{it} + \sum_{p=13}^{30} \beta_p ST_i + \varepsilon_{it} \quad (19)$$

Foi gerado o gráfico dos resíduos e valores ajustados para o indicador de “Valor da empresa”:

**Gráfico 7 - Resíduos x valores ajustados para modelo de efeito fixo
Indicador de “Valor da empresa”**



Fonte: Dados da pesquisa.

Os coeficientes da regressão (β) e sua significância (p-valor) estão sendo mostrados na tabela 9 e possuem a seguinte análise:

- i) Mantendo constantes as demais variáveis, não existe uma influência significativa (p -valor = 0,954) da concentração acionária sobre o valor da empresa. Esse resultado vai contra a literatura de Leal e Silva (2008), que apontou que, em relação à criação de valor, empresas com controlador direto apresentaram valor de mercado e retorno sobre ativos maiores, com maior participação dos segundos e terceiros maiores acionistas no capital votante;
- ii) Mantendo constantes as demais variáveis, não existe uma influência significativa (p -valor = 0,627) da governança corporativa sobre o valor da empresa. Igualmente, o resultado diverge dos resultados encontrados em Silveira *et al.* (2004), que afirmam que quanto melhores as práticas de governança corporativa, maior tende a ser o valor da empresa;
- iii) Mantendo constantes as demais variáveis, não houve diferença significativa dos tipos de acionista controlador em relação ao valor da empresa;
- iv) Mantendo constantes as demais variáveis, quanto maior a idade da empresa menor tende a ser o valor da empresa;
- v) Mantendo constantes as demais variáveis, os setores de Construção, Software e dados, Siderurgia e metalurgia e Veículos e peças apresentaram, em média, maior Q de Tobin se comparados aos outros setores, o que indica que foram significativos para valor da empresa;
- vi) A concentração acionária, governança corporativa, os tipos de acionista controlador e as demais variáveis de controle foram capazes de explicar 33,7% da variabilidade do valor da empresa, sendo este valor atribuído ao R² ajustado do modelo GEE.

Ao comparar os gráficos 4 e 5 com os gráficos 6 e 7, é fácil perceber que os dados nos modelos marginais encontram-se melhor ajustados.

Avaliando o R² ajustado para os modelos de efeitos marginais, confirma-se seu melhor ajustamento e melhor capacidade preditiva em relação aos dados da pesquisa, uma vez conseguiram explicar 51,9% e 33,7% da variabilidade de “Conflito” e “Valor da empresa”, respectivamente, enquanto os modelos de efeitos fixos explicaram apenas 6%, aproximadamente, da variância das mesmas variáveis.

No que se refere aos modelos marginais ajustados para “Conflito” e “Valor da empresa”, verificou-se que, em ambos os modelos houve uma correlação significativa entre as medidas da mesma empresa ($\alpha = 0,892$ e $\alpha = 0,492$), evidenciando a importância de ajustar um modelo próprio para dados em painel. Por esse motivo, optou-se apenas pelo ajustamento dos modelos utilizando-se dados em painel, já que a opção por outros modelos poderia não ser tão relevante e poderia prejudicar a análise final do estudo.

Tabela 9 - Regressões lineares marginais para “Conflito” e “Valor da empresa”

Fonte	Conflito			Valor da empresa		
	β	EP(β)	p-valor	β	EP(β)	p-valor
Intercepto	0,598	0,022	0,000	2,990	1,860	0,107
ICA_Pad	0,022	0,011	0,040	0,023	0,396	0,954
IGC_Pad	-0,065	0,010	0,000	-0,352	0,723	0,627
TIPOAC = PE	-0,006	0,005	0,198	0,193	0,314	0,538
TIPOAC = EST	0,006	0,017	0,737	-	-	-
TIPOAC = FAM	-0,001	0,007	0,941	0,269	0,241	0,263
TIPOAC = FUNDP	-0,008	0,009	0,380	0,040	0,257	0,878
TIPOAC = IFIN	0,007	0,018	0,709	-0,004	0,324	0,991
TIPOAC = PN	-	-	-	0,207	0,330	0,530
IDADE/10	0,011	0,003	0,000	-0,015	0,008	0,046
FUNC	0,000	0,000	0,133	0,000	0,000	0,713
AT_TOT (Ln)	0,000	0,001	0,931	-0,128	0,110	0,244
L_LIQUIDO (Ln)	0,000	0,000	0,371	0,025	0,013	0,056
BOLSAS	-0,007	0,009	0,458	0,186	0,150	0,215
SETOR = Agro e Pesca	-0,038	0,017	0,030	-0,660	0,261	0,011
SETOR = Alimentos e Beb	-0,032	0,017	0,060	0,059	0,414	0,888
SETOR = Comércio	-0,023	0,028	0,404	-0,249	0,302	0,410
SETOR = Construção	-0,028	0,010	0,004	-1,100	0,186	0,000
SETOR = Eletroeletrônicos	0,013	0,012	0,281	-0,758	0,440	0,085
SETOR = Energia Elétrica	0,069	0,021	0,001	-0,484	0,264	0,067
SETOR = Finanças e Seguros	0,017	0,012	0,172	-0,134	0,412	0,745
SETOR = Máquinas Indust	-0,040	0,021	0,054	-0,769	0,474	0,105
SETOR = Mineração	0,003	0,020	0,870	-0,403	0,486	0,407
SETOR = Papel e Celulose	0,079	0,037	0,031	-0,136	0,292	0,643
SETOR = Petróleo e Gas	0,015	0,018	0,397	-0,369	0,366	0,313
SETOR = Química	0,024	0,029	0,405	-0,577	0,272	0,034
SETOR = Siderurgia e Metalurgia	0,025	0,019	0,193	-0,652	0,291	0,025
SETOR = Software e Dados	-0,025	0,020	0,214	1,670	0,576	0,004
SETOR = Telecomunicações	-0,034	0,048	0,475	0,179	1,020	0,861
SETOR = Têxtil	-0,020	0,022	0,381	0,211	0,416	0,611
SETOR = Transporte Serviço	-0,008	0,016	0,614	-0,215	0,250	0,390
SETOR = Veículos e peças	-0,045	0,045	0,310	-0,709	0,289	0,014
SETOR = Outros	-	-	-	-	-	-
Coefficiente de Correlação (AR-1)	0,892 (valor-p<0,001)			0,492 (valor-p<0,001)		
R ² ajustado*	51,9%			33,7%		

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

Fonte: Dados da pesquisa.

Nas regressões lineares marginais para “Conflito” e “Valor da empresa” não foram feitos testes porque nestes modelos não se fazem suposições como nos outros, uma vez que, como os dados são contínuos, já se assume que o modelo linear é o mais adequado.

5.6 Análise de agrupamento

Com o objetivo de agrupar as empresas que apresentaram comportamentos semelhantes referentes aos indicadores de “Conflito” e “Valor da empresa”, foi utilizada a análise

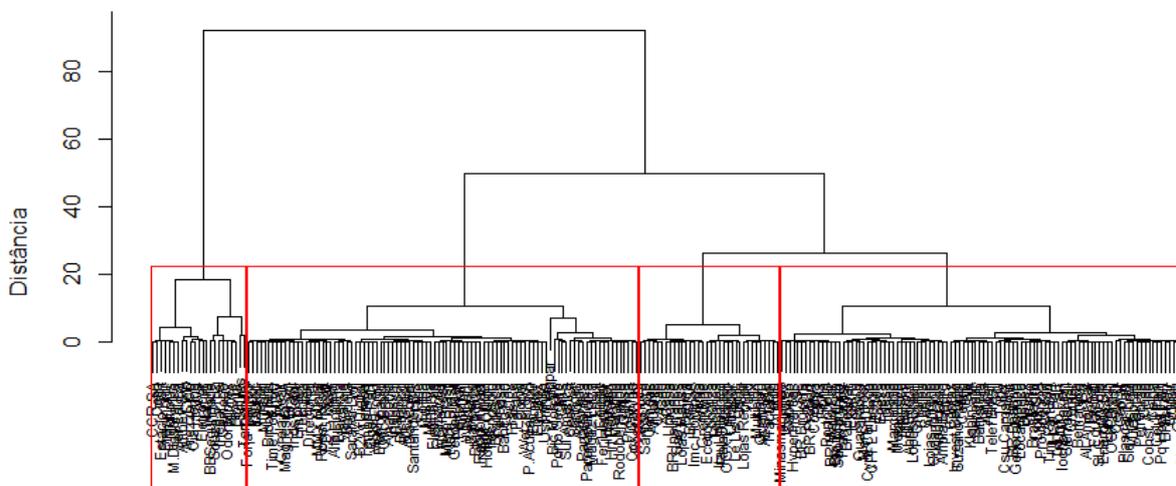
hierárquica de agrupamento baseada no método de Ward (1963). Este método tem como objetivo a formação de grupos de maneira a atingir sempre o mínimo desvio padrão entre os dados de cada grupo.

Como o estudo utilizou 2 equações de regressão, utilizando ora “Conflito”, ora “Valor da empresa” como variável dependente, optou-se por complementar a análise dos resultados com a análise de agrupamento aumentando assim o potencial explicativo do modelo marginal utilizado. Assim, apresenta-se no gráfico 8 o dendograma para agrupamento das empresas da amostra.

Como se comprova pela análise do gráfico, a amostra foi segregada pelo software R em 4 grupos, de modo que os grupos 1 e 2 contém a maior parte das empresas da amostra (N = 193) e se caracterizam por apresentar as menores médias dos indicadores Valor da empresa (-0,094 e 0,566) e as maiores médias de Conflito (0,607 e 0,601), conforme tabela 10. Já os grupos 3 e 4 se caracterizam por apresentar as maiores médias do indicador Valor da empresa (1,378 e 3,780) e as menores médias de Conflito (0,563 e 0,564), englobando o restante das empresas da amostra (N = 57).

O dendograma é a ferramenta apropriada para definir o número de grupos a trabalhar, pois permite uma boa classificação por meio da realização de “cortes” nas zonas onde as separações entre classes correspondam a grandes distâncias. Por esse motivo, para o presente estudo, foi definido trabalhar com 4 grupos, considerando as zonas de corte apresentadas pelo dendograma:

Gráfico 8 - Dendograma para agrupamento das empresas utilizando método de Ward



Fonte: Dados da pesquisa.

Em relação ao detalhamento dos perfis dos 4 grupos formados a partir da geração do dendograma pelo software estatístico R, os p-valores menores que o nível de significância de 5% indicam que a análise produziu resultados significativos. Os segundos quartis representam que pelo menos 50% das empresas possuem “Q de Tobin” ou “Conflito” menor ou igual que o valor relacionado na respectiva coluna.

Em relação aos valores que compõe a média, o “Valor da empresa”, representado pela variável Q de Tobin varia de menos infinito a mais infinito, enquanto “Conflito”, que foi representado por um indicador padronizado, varia de zero a um.

Tabela 10 - Apresentação dos perfis dos grupos

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

Fonte: Dados da pesquisa.

As empresas da amostra estão representadas na tabela 11 de acordo com os grupos que foram classificadas, de 1 a 4:

Tabela 11 - Relação das empresas por grupo

Empresas	Grupo	Empresas	Grupo	Empresas	Grupo	Empresas	Grupo	Empresas	Grupo
Abc Brasil	1	Itautec	1	Ampla Energ	2	Iochnp-Maxion	2	Ceg	3
Alfa Holding	1	Magaz Luiza	1	Battistella	2	Itausa	2	Comgas	3
Alfa Invest	1	Magnesita SA	1	Bematech	2	JBS	2	Ecorodovias	3
Amazonia	1	Marfrig	1	BHG	2	JHSF Part	2	Grendene	3
Azevedo	1	Merc Brasil	1	Biosev	2	JSL	2	Imc Holdings	3
B2W Digital	1	Metalfrio	1	BmfBovespa	2	Klabin S/A	2	ItauUnibanco	3
Banco Pan	1	Minerva	1	BR Brokers	2	Light S/A	2	Kroton	3
Banestes	1	MMX Miner	1	BR Malls Par	2	Locamerica	2	Le Lis Blanc	3
Banrisul	1	MRV	1	BR Pharma	2	Log In	2	Linx	3
Bardella	1	Mundial	1	BR Propert	2	Lojas Americ	2	Localiza	3
Baumer	1	Nadir Figuei	1	Bradespar	2	Lopes Brasil	2	Lojas Marisa	3
Bic Monark	1	Nord Brasil	1	Brasilagro	2	Lupatech	2	Lojas Renner	3
Bicbanco	1	Oi	1	Braskem	2	Mangels Indl	2	Mills	3
Bombril	1	P.Acucar-Cbd	1	Ceee-D	2	Marcopolo	2	Multiplan	3
Bradesco	1	Panatlantica	1	Celpa	2	Merc Invest	2	OGX Petroleo	3
Brasil	1	Parana	1	Celpe	2	Metal Leve	2	Qualicorp	3
Brookfield	1	Parapanema	1	Celul Irani	2	Minasmaquinas	2	RaiaDrogasil	3
Btg Pactual	1	PDG Realt	1	Cemar	2	OSX Brasil	2	Renova	3
Ccx Carvao	1	Pettenati	1	Cemig	2	Petrobras	2	Santos Brp	3

Cedro	1	Pine	1	Cesp	2	Plascar Part	2	Sao Carlos	3
Ceee-Gt	1	Porto Seguro	1	Chiarelli	2	Portobello	2	Technos	3
Celesc	1	Positivo Inf	1	Coelba	2	Pq Hopi Hari	2	Tegma	3
Celgpar	1	Profarma	1	Coelce	2	Providencia	2	Tractebel	3
Cims	1	Qgep Part	1	Const A Lind	2	Prumo	2	Ultrapar	3
Copel	1	Randon Part	1	Contax	2	Renar	2	Unicasa	3
Cr2	1	Rodobensimob	1	Copasa	2	Sabesp	2	Valid	3
Cvc Brasil	1	Rossi Resid	1	Cosan	2	Sanepar	2	Weg	3
Cyrela Realt	1	Santander BR	1	Cosern	2	Sao Martinho	2	All Ore	4
				CPFL					
Daycoval	1	Saraiva Livr	1	Energia	2	Sid Nacional	2	Ambev S/A	4
Direcional	1	Sofisa	1	Cremer	2	Sierrabrasil	2	Arezzo Co	4
Elekeiroz	1	Springer	1	Csu Cardsyst	2	SLC Agricola	2	BBSeguridade	4
				Cyre Com-					
Eletrobras	1	Sul America	1	Ccp	2	Suzano Hold	2	Biommm	4
Eletropaulo	1	Tecnisa	1	Dasa	2	Suzano Papel	2	Brasmotor	4
Embraer	1	Tecnosolo	1	Duratex	2	Taesa	2	CCR SA	4
Eucatex	1	Tectoy	1	Elektro	2	Telef Brasil	2	Cemepe	4
Even	1	Tempo Part	1	Energias BR	2	Tim Part S/A	2	Cetip	4
Fer Heringer	1	Tereos	1	Eneva	2	Tran Paulist	2	Cia Hering	4
Ferbasa	1	Time For Fun	1	Equatorial	2	Triunfo Part	2	Cielo	4
Forja Taurus	1	Trisul	1	Eternit	2	Tupy	2	Eletropar	4
Fras-Le	1	Usiminas	1	Evora	2	Unipar	2	Estacio Part	4
Gafisa	1	Viavarejo	1	Eztec	2	V-Agro	2	Inepar Tel	4
Gerdau Met	1	Vigor Food	1	Fibria	2	Vale	2	M.Diasbranco	4
Grazziotin	1	Viver	1	Fleury	2	Vulcabras	2	Multiplus	4
Helbor	1	Wetzel S/A	1	Generalshopp	2	AES Tiete	3	Natura	4
Hoteis Othon	1	Whirlpool	1	Gerdau	2	Afluenta	3	Odontoprev	4
Hrt Petroleo	1	Abril Educa	2	Gol	2	Anima	3	Ser Educa	4
Ideiasnet	1	Aliansce	2	Guararapes	2	Arteris	3	Smiles	4
Inds Romi	1	All Amer Lat	2	Hypermarcas	2	BR Insurance	3	Souza Cruz	4
Indusval	1	Alpargatas	2	Iguatemi	2	BRF SA	3	Tarpon Inv	4
Inepar	1	Alupar	2	Invest Bemge	2	Casan	3	Totvs	4

Fonte: Dados da pesquisa.

Com a análise de agrupamento, foram encontrados resultados consistentes com os estudos de Renders e Gaeremynck (2012), que entendem que a ocorrência de conflitos está inversamente relacionada com o valor da empresa, de modo que quanto maior o valor da empresa, menores as chances de conflitos entre os acionistas e quanto maiores as probabilidades e o grau dos conflitos entre acionistas, menor o valor da empresa.

Conforme mostra a tabela 10, as empresas dos grupos 1 e 2 de “Valor da empresa” possuem as menores médias (ou seja, menor valor da empresa), enquanto as empresas dos mesmos grupos 1 e 2, mas desta vez em “Conflito” possuem as maiores médias (ou seja, maior probabilidade de conflito). Por sua vez, inversamente, as empresas dos grupos 3 e 4 de “Valor da empresa” possuem as maiores médias (ou seja, maior valor da empresa), enquanto as mesmas empresas dos grupos 3 e 4 em “Conflito” possuem as menores médias (ou seja, menor probabilidade de conflito).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

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

Para atender ao objetivo geral do estudo, contou-se com uma amostra constituída por 250 empresas abertas, escolhidas de acordo com a disponibilidade dos dados, que possuem ações negociadas em diferentes índices da BM&FBovespa, entre os anos de 2012 a 2014. As mesmas empresas foram utilizadas para os 3 anos da análise. A base de dados foi obtida através do Economática e pelos formulários de referência das empresas disponíveis pelo site da BM&FBovespa.

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

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

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

Em relação ao percentual de ações detidas pelo segundo maior acionista, o resultado diverge do entendimento firmado por Renders e Gaeremynck (2012) já que para as autoras, um

segundo acionista majoritário reduziria as chances de conflito, o que não se verificou no presente estudo.

De fato, a alta concentração de ações nas mãos de um único acionista ou de dois grandes acionistas facilita a ocorrência de conflitos, uma vez que as decisões das empresas de um modo geral são tomadas pelos controladores, sendo, muitas vezes, irrelevante o voto ou a opinião dos acionistas minoritários.

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

A alta concentração acionária nas mãos de um único acionista também evidencia uma característica típica de empresas brasileiras, com estrutura familiar.

Vale ressaltar que, ao contrário do que entende Caixe e Krauter (2013), nem todo monitoramento feito por parte do acionista majoritário pode ser visto como positivo, uma vez que nem todo acionista majoritário é também um bom gestor. Ademais, há fatores externos de natureza política, econômica e mercadológica que também podem impactar nos resultados das empresas e em seu valor de mercado.

Por outro lado, a evolução no tempo da variável que representa o percentual de ações em circulação no mercado, que aumentou de 32,6% em 2012 para 45,4% em 2014, aponta para uma tendência de pulverização do capital, fenômeno já presente em economias mais desenvolvidas, como nos Estados Unidos e Reino Unido.

Com a pulverização do capital presume-se que mais acionistas participem das decisões da empresa, tirando o poder de decisão das mãos de um único controlador e diminuindo a probabilidade e a ocorrência de conflitos.

No que se refere ao percentual de empresas que emitem apenas ações ordinárias, manteve-se constante ao longo dos anos. Tal comportamento pode ser interpretado sob três perspectivas: na perspectiva otimista, verifica-se uma tendência das empresas em priorizar a emissão de ações com direito a voto, proporcionando mais segurança aos acionistas minoritários. Na perspectiva neutra, pode-se afirmar que as empresas vem mantendo a proporção de emissão de ações ordinárias e preferenciais. Entretanto, na perspectiva pessimista, entende-se que o percentual de ações ordinárias estagnou-se ao longo dos anos, quando na verdade esperava-se um aumento.

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

Importante destacar que, em relação à classificação das empresas familiares, só se classificou como empresa familiar aquelas em que a empresa controladora era claramente uma família ou um único membro da família. Entretanto, há que se considerar que em virtude da existência de estruturas piramidais de controle, conforme explicado por Bortolon (2013) em seu estudo, pode ter ocorrido de ter sido classificada como empresa nacional uma empresa familiar. Isso porque na composição societária das empresas brasileiras tornou-se muito comum a criação de *holdings* familiares, criadas com o fim de administrar o patrimônio familiar e ainda, atuar como instrumento de planejamento sucessório.

Dentre as variáveis do constructo “Conflito”, as duas que mais impactaram no indicador foi dividendos e proporção entre ações ordinárias e preferenciais, com aproximadamente 45% de importância relativa. Ou seja, observando o sinal encontrado nestas variáveis, afirma-se que quanto menor os dividendos distribuídos e quanto maior o número de ações preferenciais em uma empresa, mais conflitos.

Em relação aos dividendos, o resultado corrobora com o estudo de Gonzaga e Costa (2009), que entendem que a política de distribuição de dividendos é um dos focos principais de conflitos entre acionistas. Em relação à proporção de ações ordinárias e preferenciais, encontra sintonia com o posicionamento de Silveira (2002), Gonzaga e Costa (2009), Renders e Gaeremynck (2012), Caixe e Krauter (2013) e Balassiano e Branco (2014) haja vista que

essa proporção é justamente a mensuração da separação entre direitos de voto e direitos ao fluxo de caixa, tido como um dos principais focos de conflitos entre os acionistas.

Inquestionável que os acionistas de um modo geral esperam receber o retorno de seus investimentos por meio dos dividendos. Igualmente inquestionável que o pagamento de dividendos está diretamente relacionado à distribuição de lucros, pois, quanto maior o lucro, maior o pagamento de dividendos (salvo hipóteses em que empresas optam por reinvestir o lucro aumentando capital ou ampliando sua estrutura, o que ainda assim é visto como positivo por parte de seus acionistas). Da mesma forma, quanto mais lucrativa uma empresa, menores as chances de haver conflito entre seus acionistas, já que estes últimos tendem a estar satisfeitos com a performance.

Ainda em relação ao pagamento de dividendos, verificou-se um decréscimo de R\$ 1,10 por ação em 2012 para R\$ 0,80 em 2014. A média do Q de Tobin também apresentou um decréscimo de 0,9 para 0,6 de 2012 para 2014. Silveira, Barros e Famá (2008) também encontraram resultados similares no que tange à queda do Q de Tobin dos anos em estudo, o que sugere que as empresas brasileiras podem estar destruindo valor e investindo em projetos não-maximizadores.

A queda no pagamento de dividendos pode estar atrelada a queda no valor da empresa, já que uma empresa que paga bons dividendos é vista como mais bem sucedida do que uma empresa que paga menos dividendos.

O cenário de proteção aos direitos dos acionistas apresentou uma melhora no tempo, uma vez que o percentual de empresas que adotam determinadas medidas de proteção aos acionistas foi crescente ao longo dos anos. Também houve aumento na média de empresas que participam da Câmara de Arbitragem da BM&FBovespa. Este resultado aponta para uma tendência de mitigação de conflitos entre os acionistas, já que em regiões onde o sistema legal é mais fortalecido, a probabilidade de expropriação aos minoritários diminui, assim como verificou em seu estudo Li *et al.* (2013).

Soma-se a isto o fato de que, exceto para empresas que participam do Novo Mercado, a opção pela resolução de conflitos por meio da Câmara de Arbitragem do Mercado é facultativa. Ao optar pela resolução de seus conflitos nesta câmara, as empresas optam por procedimentos sigilosos, mais céleres e por julgadores mais qualificados e especialmente designados para este fim. Diferentemente, a resolução de conflitos por meio da justiça comum, seja ela

municipal, estadual ou federal, além de demorar mais, ainda são grandes as chances de não se obter uma resposta adequada, uma vez que a maioria dos juízes comuns (ao contrário dos árbitros) não detém conhecimentos específicos de mercado financeiro.

Deste modo, a opção por participar da Câmara de Arbitragem do Mercado da BM&FBovespa indica que as empresas estão mais comprometidas com a rápida e melhor solução para os conflitos entre seus acionistas, não deixando que tais incidentes prejudiquem sua saúde empresarial.

Em relação à análise dos indicadores isoladamente, o indicador de “Conflito” não apresentou variação significativa ao longo do tempo, mantendo-se estável, enquanto o indicador de “Concentração acionária” diminuiu, apontando para uma tendência de diluição da participação acionária e corroborando com o resultado encontrado quando da análise do percentual das ações em circulação, que aumentou ao longo dos anos em estudo. O indicador de “Governança Corporativa”, por sua vez, aumentou, apontando para uma melhora na qualidade da governança entre as empresas selecionadas.

A pulverização do capital social por meio do aumento das ações em circulação por si só já denota melhora nas práticas de governança corporativa, haja vista que em países em que o mercado financeiro é mais evoluído, observa-se este comportamento. Por sua vez, a ausência de variação no indicador de “Conflito” surpreende, já que com a diminuição na concentração acionária e a melhora nas práticas de governança corporativa esperava-se uma diminuição no conflito, o que não se verificou no presente estudo.

Entretanto, em análise conjunta, verificou-se uma influência significativa e negativa do indicador “Governança Corporativa” sobre o conflito. Ou seja, pode-se dizer que a melhora na qualidade da governança corporativa tende a diminuir os conflitos entre acionistas, o que vai contra os resultados de Dey (2008), já que para a autora, quanto melhor a governança, maiores os conflitos, pois a demanda por governança só viria com a ocorrência crescente de conflitos, porém, em sintonia com os resultados de Renders e Gaeremynck (2012), que consideram que a boa governança corporativa associada a um ambiente mais transparente aumenta o valor da empresa, mesmo em firmas que possuam conflitos internos, o que denota que a boa governança é capaz de mitigar efeitos negativos dos conflitos entre principais.

A maioria das variáveis do constructo “Governança Corporativa” apresentaram um aumento nos percentuais ao longo do tempo, o que indica que as empresas da amostra estão cada vez mais preocupadas em adotar boas práticas de governança.

A não-significância do indicador “Governança Corporativa” sobre o “Valor da empresa” não permite relacioná-los, o que diverge do estudo de Silveira (2002) e Silveira *et al.* (2004), que entendem que quanto melhores as práticas de governança corporativa, maior tende a ser o valor da empresa. De fato, as empresas participantes do Novo Mercado são as que adotam as melhores práticas de governança corporativa e cujas ações são consideradas como as de maior grau de liquidez. Neste ponto também esperava-se encontrar na presente uma relação positiva entre os citados indicadores, o que não se verificou.

Em relação à análise de agrupamento, que dividiu a amostra em quatro grupos, evidenciou-se dois grupos menores formados por 57 empresas no total, que se caracterizaram por apresentar as maiores médias do Q de Tobin e menores médias de conflito. O resultado encontrado é semelhante àqueles dos estudos de Renders e Gaeremynck (2012), no sentido de que empresas com maior valor de mercado tendem a apresentar menos conflito entre os acionistas. Os outros dois grupos maiores, formados por 193 empresas no total se caracterizaram por apresentarem menores médias de Q de Tobin e maiores médias de conflito.

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

Em síntese, os resultados encontrados se assemelham aos resultados dos estudos que foram utilizados como embasamento teórico da presente pesquisa, confirmando a existência de relação entre conflito entre acionista, concentração acionária, governança corporativa e valor da empresa, no sentido de que: i) quanto menor a concentração acionária; ii) quanto melhor a governança corporativa, e; iii) quanto maior o valor da empresa, menor o conflito.

Como limitações gerais do estudo, considera-se a já mencionada dificuldade em se estabelecer uma *proxy* para “conflito”, por não existir uma única variável representativa e sim uma combinação de fatores. Entretanto, acredita-se que as variáveis selecionadas foram as mais fidedignas e confiáveis para se chegar aos resultados do objeto proposto, não fragilizando em nada os resultados encontrados e as conclusões formuladas a partir destes.

Em relação à amostra, foram utilizadas 250 empresas abertas listadas na BM&FBovespa, as quais foram cuidadosamente selecionadas de acordo com a disponibilidade pública dos dados. Este número representa, aproximadamente, 50% do total de empresas de capital aberto atualmente listadas. A amostra é considerada robusta principalmente pelo fato de ter sido repetida nos 3 anos da análise, o que permitiu verificar a evolução das variáveis no tempo de forma mais confiável. O fato de existirem empresas de vários segmentos na amostra também permite a generalização dos resultados para empresas fora da amostra, já que não optou-se por estudar único setor econômico.

Como sugestão para estudos futuros, uma possibilidade é a ampliação da amostra a todas as empresas listadas na BM&FBovespa e ampliação também do período estudado. Sugere-se também um estudo comparativo com as mesmas variáveis em empresas nacionais e estrangeiras.

A fim de captar melhor o surgimento, a condução e a resolução dos conflitos de interesses dentro das empresas de forma individualizada, seria interessante a realização de um estudo de casos múltiplos mais aprofundado, selecionando apenas algumas empresas da amostra, se possível, uma de cada grupo formado a partir da análise de agrupamento, o que permitiria adentrar melhor na realidade dessas empresas a fim de verificar se as *proxies* utilizadas de fato influenciam ou não na ocorrência real dos conflitos.

Ocorre que o tema “conflito” é delicado e as empresas brasileiras de um modo geral não divulgam muitas informações a respeito, até porque essa divulgação poderia ocasionar em um impacto negativo considerável no valor de mercado, prejudicando a saúde econômica e financeira dessa empresa. Soma-se a isso o fato de que a condução e a resolução dos conflitos de interesses na maioria das empresas da amostra é feita pela Câmara de Arbitragem da BM&FBovespa e todas as informações referentes a estes procedimentos são sigilosas.

Assim, as conclusões do estudo limitam-se as variáveis utilizadas nesta pesquisa teórico-empírica, descritiva e quantitativa, já que o acesso à realidade das empresas no que tange a real ocorrência de conflitos é difícil.

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

REFERÊNCIAS

ANDRADE, Maria Margarida de. **Introdução a metodologia do trabalho científico**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ANDREWS, Donald. Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix Estimation. **Econometrica**, v. 59, issue 3, p. 817-858, 1991.

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

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

BRAGA, Rodrigo Bernardes. O controle externo na sociedade anônima. **Revista Magister de direito empresarial, concorrencial e do consumidor**, Porto Alegre, v. 7, n. 41, p. 5–26, out./nov., 2011.

BRASIL. **Lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispões sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976. Disponível em:
< http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm>. Acesso em: 03 fev. 2015.

BRASIL. **Lei n. 10.303 de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 2001. Disponível em:<
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 03 fev. 2015.

BREUSCH, Trevor; PAGAN, Adrian. A Simple Test for Heteroscedasticity and Random Coefficient Variation. **Econometrica**, v. 47. n. 5, p.1287–1294, set. 1979.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 9. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

BORTOLON, Patrícia Maria. Porque as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, São Leopoldo, v. 10, n. 1, p. 2-18, jan./mar. 2013.

CAIXE, Daniel Ferreira; KRAUTER, Elizabeth. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 24, n. 62, p. 142-153, mai./ago. 2013.

CÂMARA DE ARBITRAGEM DO MERCADO – Secretaria Geral. [mensagem pessoal]. Mensagem recebida por secretariacam@bvmf.com.br em 27 mai. 2015.

CARNEY, Michael; GEDAJLOVIC, Eric; SUR, Sujit. Corporate governance and stakeholder conflict. **Journal of Management and Government**. v.15, p. 483-507, 2011.

CARLSSON, Rolf. **Ownership and Value Creation: Strategic Corporate Governance in the New Economy**. 1.ed. New York: Wiley. 2001.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. 11. ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima**. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

CORREIA, Laíse Ferraz. **Um índice de Governança para empresas no Brasil**. 2008. 274 f. Tese (Doutorado em Administração) - Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2008. Disponível em: < http://www.bibliotecadigital.ufmg.br/dspace/bitstream/handle/1843/FACE-7Q3NYH/tese_laise_ferraz_correia.pdf?sequence=1 > . Acesso em: 10 out. 2014.

_____. Comitê de Pronunciamentos Contábeis 36 – CPC 36 (R3) Disponível em:<http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/448_CPC%2036%20R3%20rev%2004.pdf> . Acesso em: 22 ago. 2014.

CROISSANT, Yves; MILLO, Giovanni. Panel Data Econometrics in R: The plm Package. **Journal of Statistical Software**, v.27., n. 2, jul. 2008.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta. **Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas – Hierarquia e Conflitos**. São Paulo: QuartierLatin, 2007.

DEY, Aiyasha. Corporate Governance and Agency Conflicts. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 5, dez. 2008.

FAMA, Rubens; BARROS, Lucas Ayres. Q de tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 7, n. 4, out./dez. 2000.

FERGUSON, George. *Statistical analysis in psychology and education*. 5 ed. Auckland: McGraw-Hill, 1981.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Direito Societário, Sociedades Anônimas**. 2.ed., São Paulo, Saraiva, 2011.

FITZMAURICE, Garret; LAIRD, Nan; WARE, James. **Applied Longitudinal Analysis**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2011.

FRIEDMAN, Milton. A correction: The use of ranks to avoid the assumption of normality implicit in the analysis of variance. **Journal of the American Statistical Association**. v. 34, n. 205, 1939.

GONZAGA, Rosimeire Pimentel; COSTA, Fábio Moraes. A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 95-109, mai./ago. 2009.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria Básica**. 5.ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

HADDAD, Carolina Pestana. **Acordo de acionistas: aspectos práticos e teóricos**. 2012. Disponível em: <<http://jus.com.br/artigos/22682/acordo-de-acionistas-aspectos-praticos-e-teoricos>> Acesso em 5 out. 2014.

HALEKOH, Ulrich; HOJSGAARD, Danish; YAN, Jun. **The R Package geePack for Generalized Estimating Equations**. 2006. Disponível em: <<http://www.jstatsoft.org/v15/i02/paper>> Acesso em 21 jun. 2015.

HAUSMAN, Jerry. Specification tests in econometrics. **Econometrica**, v.46., n. 6, p. 1251–1271. 1978. Disponível em: <http://econweb.tamu.edu/keli/Hausman%201978.pdf>. Acesso em: 18 mar. 2015.

HAW, In-Mu; HU, Bingbing; HWANG, Lee-Seok; WU, Woody. Ultimate Ownership, Income Management, and Legal and Extra-Legal Institutions. **Journal of Accounting Research**. v. 42., n. 2, maio. 2004.

____ Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBCG. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**.4.ed. Sao Paulo,SP : IBGC, 2009. Disponível em: < http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Codigo_Final_4a_Edicao.pdf>. Acesso em 9 dez. 2014.

JARQUE, Carlos; BERA, Anil. A test for normality of observations and regression residuals. **International Statistical Review**, v. 55, n.2, p. 163-172, aug. 1987.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. Disponível em: <http://uclafinance.typepad.com/main/files/jensen_76.pdf>. Acesso em: 18 nov. 2014.

JENSEN, Michael. The Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers. **American Economic Review**. v. 76, n. 2, mai. 1986.

JENSEN, Michael. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. 1ed. Boston: Harvard University Press, 2001.

KENNEDY, Peter. **Manual de Econometria**. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2009.

KRISHNAKUMAR, Jaya; NAGAR, A. On Exact Statistical Properties of Multidimensional Indices Based on Principal Components, Factor Analysis, MIMIC and Structural Equation Models. **Social Indicator Researchs**, v. 86, p. 481-496. 2008. Disponível em: < <http://www.ophi.org.uk/wp-content/uploads/Krishnakumar-Nagar-2008.pdf>>. Acesso em: 27 mai. 2015.

KOZLOWSKI, Wilson. Breves notas de Governança Corporativa acerca do Conflito de Interesses na Sociedade Anônima. **Revista Jurídica**, Porto Alegre, v.51., nov. 2003.

LARCKER, David; RICHARDSON, Scott; TUNA. Irem. Corporate Governance, Accounting Outcomes and Organizational Performance. **The Accounting Review**, v. 82, n. 4, p. 963-1008. 2007.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. LIV, n. 2, abril. 1999.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Agency Problems and Dividend Policies around the World. **The Journal of Finance**, v. LV, n. 1, fev. 2000.

LEAL, Ricardo; FERREIRA, Vicente; SILVA, André Carvalhal; VALADARES, Silvia. Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **RAC -Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, p. 7-18, jan./abr. 2002.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal. Controle Compartilhado e o Valor das Empresas Brasileiras. **RAC-Eletrônica**, Curitiba, v. 2, n. 2, p. 296-310, maio/ago. 2008

LIANG, Kung-Yee; ZEGER, Scott. Longitudinal Data Analysis using generalized linear models, **Biometrika**, v. 73, n. 1, p. 13-22, abr. 1986. Disponível em: <<http://www.biostat.jhsph.edu/~fdominic/teaching/bio655/references/extra/liang.bka.1986.pdf>> . Acesso em: 27 mai. 2015.

LI, Jiatao; QIAN, Cuili. Principal-principal conflicts under weak institutions: a study of corporate takeovers in China. **Strategic Management Journal**. v. 34, p. 498-508. 2013.

MALLORQUÍAND, M. Victoria Ruiz; MARTÍN, Domingo J. Santana. Ultimate Institutional Owner and Takeover Defenses in the Controlling versus Minority Shareholders Context. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, n. 2, p. 238–254. 2009.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3 ed. São Paulo:Atlas, 1994.

MCCULLAGH Peter; NELDER, John. **Generalized Linear Models**. London: Chapman and Hall, 1989.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton. The Cost of Capital: Corporate Finance, and the Theory of Investment, **The American Economic Review**, v. 47, n. 3, jun. 1958. Disponível em: <<https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/MM1958.pdf>> Acesso em 18 nov. 2014.

MONACO, Douglas Cláudio. **Estudo da composição dos conselhos de Administração e instrumentos de controle das sociedades por ações no Brasil**. 2000. 177 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000.

MONTEIRO, Marto Antonio Papera. **Um estudo sobre a utilização de “poison pills” no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Economia Empresarial) - Universidade Cândido Mendes, Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>

export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshist/trabacademicos/anexos/Marco-Antonio-Papera-Poison-Pills.pdf> Acesso em 12. mar. 2015.

NAGAR, Anirudh Lal; BASU, Sudip Ranjan. Weighting socio-economic indicator of human development: a latent variable approach. Em: ULLAH et al. (org.) **Handbook of applied econometrics and statistical inference**. Nova York: Marcel Dekker, 2002.

NATARAJAN, Sundar; LIPSITZ, Stuart; PARZEN, Michael; LIPSHULTZ, Sthepen. A measure of partial association for generalized estimating equations. **Statistical Modelling**, v.7, n. 2, p. 175-190, 2007. Disponível em: <<http://www.people.fas.harvard.edu/~mparzen/published/parzen30.pdf>>. Acesso em 12 mar. 2015.

NUNES, Alexssander Antônio. Concessão de opções de ações a funcionários: um problema contábil. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, São Leopoldo, v. 5, n. 1, p. 32-41, jan./abr. 2008.

PENG, Mike; SAUERWALD, Steve. **Corporate Governance and Principal-Principal Conflicts**. In: The Oxford handbook of corporate governance. Oxford: Oxford University Press. 2012. cap 29. p.658-672.

_____ Princípios de Governança Corporativa da OECD. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBCG. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Codigo.aspx?CodCodigo=12>>. Acesso em: 3 jan. 2015.

OLSSON, Ulf; DRASGOW, Fritz; DORANS, Neil Junior. The polyserial correlation coefficient. **Psychometrika**, v. 47, n.3, p. 337-347. 1982.

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

RESENDE, Maria Célia Carvalho de; BARROCA Marialice Martins. **Diretrizes para normalização dos trabalhos acadêmicos apresentados na FACE/UFMG**. Belo Horizonte: FACE/UFMG, 2009.

SANDES, Leonardo de Almeida. **A governança corporativa e a prevenção de conflitos societários**. 2008. 128 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Milton Campos, Belo Horizonte, 2008. Disponível em: <<http://www.mcampos.br/posgraduacao/mestrado/dissertacoes/2011/leonardoalmeidasandesgovernancacorporativaprevencaoconflitos societarios.pdf>>. Acesso em: 12 mar. 2015.

SILVA, José Orlando Gonçalves. **Acordo de acionistas e poder de controle na sociedade anônima brasileira**. Trabalho acadêmico. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshist/trabacademicos/anexos/Jose_Orlando_Goncalves_da_Silva-acordo-acionistas.pdf. Acesso em 18. nov. 2014.

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

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

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

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; PEROBELLI, Fernanda Finotti; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Governança Corporativa e os determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. **RAC – Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 12, n. 3, p. 763-788, jul./set. 2008.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-83, 1997.

TOBIN, James. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, **Journal of Money, Credit and Banking**. v. 1, n. 1., p. 15-29, fev. 1969.

TOMAZETTE, Marlon. **Direito societário**. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2004.

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

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

WALD, Arnaldo. O governo das empresas. **Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem**, São Paulo, v. 5, n. 15, jan./mar. 2003.

WOOLDRIDGE, Jeffrey. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. London: MIT Press, 2002.

ANEXOS