

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE  
RIBEIRÃO PRETO  
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DE ORGANIZAÇÕES

DANIEL FERREIRA CAIXE

**Relação dinâmica entre a estrutura de propriedade e controle e o valor de mercado corporativo no Brasil: análise da primeira década do século XXI**

Orientadora: Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Elizabeth Krauter

RIBEIRÃO PRETO

2012

Prof. Dr. João Grandino Rodas  
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Sugismundo Bialoskorski Neto  
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Prof. Dr. Marcos Fava Neves  
Chefe de Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e  
Contabilidade de Ribeirão Preto

DANIEL FERREIRA CAIXE

**Relação dinâmica entre a estrutura de propriedade e controle e o valor de mercado corporativo no Brasil: análise da primeira década do século XXI**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Organizações da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, para a obtenção do título de Mestre em Ciências. Versão Corrigida. A original encontra-se disponível na FEA-RP/USP.

Orientadora: Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>ª</sup>. Elizabeth Krauter

RIBEIRÃO PRETO

2012

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

#### FICHA CATALOGRÁFICA

Caixe, Daniel Ferreira

Relação dinâmica entre a estrutura de propriedade e controle e o valor de mercado corporativo no Brasil: análise da primeira década do século XXI. Ribeirão Preto, 2012.

138 p. : il. ; 30 cm

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo. Área de concentração: Finanças corporativas.

Orientadora: Krauter, Elizabeth.

1. Governança corporativa. 2. Estrutura de propriedade e controle. 3. Valor de mercado corporativo.

## FOLHA DE APROVAÇÃO

Autor: Caixe, Daniel Ferreira.

Título: Relação dinâmica entre a estrutura de propriedade e controle e o valor de mercado corporativo no Brasil: análise da primeira década do século XXI.

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Organizações da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, para a obtenção do título de Mestre em Ciências.

Área de concentração: Finanças Corporativas.

Orientadora: Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>ª</sup>. Elizabeth Krauter.

Aprovado em: \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_

### Banca Examinadora

Prof. Dr. \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_  
Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_  
Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_  
Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

## DEDICATÓRIA

*Aos meus pais, Cássio e Rita, pela oportunidade de estudar, condição rara na sociedade brasileira.*

## AGRADECIMENTOS

Agradeço:

A Deus pela saúde e proteção de todos os dias.

À minha família pelo apoio diário e por ter me transformado no que sou hoje.

À minha avó Terezinha pelo exemplo como docente e ser humano.

À Aline, que me transmitiu toda paz que um homem precisa para viver.

Aos meus grandes amigos, verdadeiros irmãos.

À Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Elizabeth Krauter pelo apoio, incentivo e ensinamentos, fundamentais para elaboração dessa dissertação.

Ao Prof. Dr. Edgard Monforte Merlo pela oportunidade de ingressar no mestrado, muito obrigado.

Aos professores doutores Tabajara Pimenta Júnior e Alberto Borges Matias, pelo conhecimento transmitido ao longo de suas disciplinas.

Aos professores doutores Almir Ferreira de Sousa e Evandro Marcos Saidel Ribeiro pelas importantes contribuições feitas ao trabalho.

Aos funcionários da seção de pós-graduação: Érica de Lima Veronezi Costa, Vânia Cristina Vasconcellos Prudêncio e Matheus Carlos da Costa.

*“Os ventos que às vezes tiram algo que amamos, são os mesmos que trazem algo que aprendemos a amar...Por isso não devemos chorar pelo que nos foi tirado e sim, aprender a amar o que nos foi dado. Pois tudo aquilo que é realmente nosso, nunca se vai pra sempre...”*

Robert Nesta Marley

## RESUMO

CAIXE, D. F. **Relação dinâmica entre a estrutura de propriedade e controle e o valor de mercado corporativo no Brasil: análise da primeira década do século XXI**. 2012. 136 f. Dissertação (Mestrado em Ciências) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2012.

O modelo brasileiro de governança corporativa é caracterizado pela concentração na estrutura de propriedade e controle da maioria das companhias de capital aberto. Nesse contexto, a literatura acadêmica aponta a existência de um impacto positivo e outro negativo desse acúmulo de ações pelo (s) controlador (es) sobre o desempenho corporativo, conhecidos, respectivamente, como: efeito-incentivo (ou alinhamento); e efeito-entrenchamento. Diversos estudos empíricos nacionais e internacionais testaram essas duas hipóteses, entretanto, dada a divergência entre seus resultados, ainda não há evidências conclusivas sobre a influência da concentração de propriedade sobre o valor das organizações. Diante desse problema, a presente dissertação teve dois objetivos principais: buscar possíveis determinantes corporativos da concentração de propriedade e controle, isto é, averiguar seu caráter endógeno (Parte 1); e testar se essa concentração influencia o valor de mercado corporativo (Parte 2). Para tanto, foi utilizado um painel não balanceado para o período de 2001 a 2010, composto por 237 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto. Com o intuito de mitigar possíveis fontes de endogeneidade como a omissão de variáveis, o efeito *feedback* e a causalidade reversa, foram empregados modelos dinâmicos de regressão linear múltipla, estimados pelo Método dos Momentos Generalizado Sistemático (MMG-Sis). Os resultados da primeira parte do estudo não sustentam a hipótese de que o caráter da estrutura de propriedade e controle é endógeno. Já na segunda parte da pesquisa, o efeito-incentivo foi captado pelo valor de mercado corrigido do total de ações do maior acionista. Enquanto a concentração no direito de voto e a separação entre propriedade e controle capturaram o efeito-entrenchamento.

**Palavras-chave:** Governança corporativa. Estrutura de propriedade e controle. Valor de mercado corporativo.

## ABSTRACT

CAIXE, D. F. **Dynamic relationship between ownership and control structure and corporate market value in Brazil: Analysis of first decade of XXI century.** 2012. 136 f. Dissertação (Mestrado em Ciências) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2012.

The Brazilian model of corporate governance is characterized by the ownership and control concentration of most publicly traded companies. In this context, the academic literature points to the existence of a positive and a negative impacts of this shares accumulation by controller (s) on corporate performance, known respectively as incentive effect (or alignment) and entrenchment effect. Several Brazilian and international empirical studies have tested these two hypotheses, however, given the divergence of their results, until now there is no conclusive evidence about the influence of ownership concentration on firm value. Faced with this problem, this thesis had two main goals: search for possible determinants of ownership and control concentration, i.e., test its endogenous character (Part 1); and test whether this concentration influences corporate market value (Part 2). For this purpose, an unbalanced panel for the period of 2001 to 2010 was used, comprising 237 Brazilian non-financial publicly traded companies. In order to mitigate potential sources of endogeneity like missing variables, reverse causality and feedback effect, dynamic models of multiple linear regression were employed, estimated by System Generalized Method of Moments (GMM-Sys). The results of the study's first part do not support the hypothesis that the character of ownership and control structure is endogenous. In the second part of the research, the incentive effect was captured by adjusted market value of total shares of the largest shareholder. While the voting right concentration and the separation of ownership and control captured the entrenchment effect.

**Keywords:** Corporate governance. Ownership and control structure. Corporate market value.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1.1 – Hipóteses da pesquisa .....	19
Figura 2.1 – Problemas de agência e maximização do valor da firma .....	28
Figura 2.2 – Conflitos de escolhas na presença de múltiplos objetivos .....	34
Figura 2.3 – Três aspectos da teoria dos <i>stakeholders</i> .....	37
Figura 2.4 – Governança corporativa sob a ótica do modelo <i>shareholder</i> .....	44
Figura 2.5 – Governança corporativa sob a perspectiva do modelo <i>stakeholder</i> .....	45
Figura 2.6 – Dinâmica dos mecanismos internos de governança .....	48
Figura 2.7 – Modelos brasileiros de governança corporativa .....	62
Figura 2.8 – Estrutura de propriedade e suas relações .....	66

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1 – Efeitos incentivo e entrincheiramento da estrutura de propriedade dos gestores sobre o valor da firma.....	31
Gráfico 2.2 – Relação hipotética entre o excesso de votos do majoritário e o valor da companhia.....	31
Gráfico 4.1 – Relação preliminar entre LOGVPROP e QTOBIN .....	112
Gráfico 4.2 – Relação preliminar entre LOGVPROP e VE .....	112
Gráfico 4.3 – Relação preliminar entre CON1 e QTOBIN .....	113
Gráfico 4.4 – Relação preliminar entre CON1 e VE.....	113
Gráfico 4.5 – Relação preliminar entre PROP1 e QTOBIN .....	114
Gráfico 4.6 – Relação preliminar entre PROP1 e VE .....	114
Gráfico 4.7 – Relação preliminar entre DIF1 e QTOBIN.....	115
Gráfico 4.8 – Relação preliminar entre DIF1 e VE.....	115

## LISTA DE QUADROS

Quadro 2.1 – Comparação entre as teorias dos <i>shareholders</i> e dos <i>stakeholders</i> .....	40
Quadro 2.2 – Definições de governança corporativa .....	43
Quadro 2.3 – Comparação entre os modelos de governança corporativa .....	54
Quadro 2.4 – Comparativo entre os segmentos de governança corporativa .....	61
Quadro 2.5 – Dez artigos internacionais sobre estrutura de propriedade e controle.....	68
Quadro 2.6 – Oito estudos sobre estrutura de propriedade e controle no Brasil .....	79
Quadro 2.7 – Exemplos de indicadores de desempenho corporativo.....	85
Quadro 2.8 – Trabalhos empíricos sobre a relação entre os indicadores de desempenho.....	89
Quadro 3.1 – Definição teórica e operacional das variáveis do estudo.....	95

## LISTA DE TABELAS

Tabela 3.1 – Companhias listadas na Bovespa de 2001 até 2010 .....	94
Tabela 4.1 – Estatísticas descritivas das variáveis de estrutura societária .....	109
Tabela 4.2 – Estatísticas descritivas das variáveis de desempenho corporativo .....	110
Tabela 4.3 – Estatísticas descritivas das variáveis de controle.....	111
Tabela 4.4 – Testes de normalidade para a distribuição das variáveis .....	111
Tabela 4.5 – Determinantes da concentração na estrutura societária.....	117
Tabela 4.6 – Relação entre a concentração na estrutura societária e o valor de mercado corporativo.....	122

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	14
1.1 Justificativa .....	17
1.2 Objetivos, hipóteses e estrutura da pesquisa .....	18
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA .....	21
2.1 Teoria da firma, contratos incompletos e custos de transação .....	21
2.2 Teoria da agência e da estrutura de propriedade .....	25
2.3 Função-objetivo das corporações.....	32
2.3.1 Maximização da riqueza dos acionistas.....	32
2.3.2 Teoria de equilíbrio dos interesses dos <i>stakeholders</i> .....	36
2.3.3 Teoria dos <i>shareholders</i> vs. teoria dos <i>stakeholders</i> .....	39
2.4 Governança corporativa .....	40
2.4.1 Mecanismos internos e externos de governança.....	45
2.4.2 Princípios e benefícios da governança corporativa .....	49
2.4.3 Sistemas de governança corporativa pelo mundo.....	52
2.4.4 O modelo brasileiro de governança corporativa .....	55
2.5 Estrutura de propriedade: estudos empíricos e problemas econométricos.....	63
2.5.1 Modelo brasileiro de estrutura societária.....	74
2.6 Desempenho corporativo .....	84
2.6.1 Gestão baseada em valor .....	86
2.6.2 Estudos empíricos.....	88
3. MÉTODO DA PESQUISA .....	92
3.1 Tipo de estudo.....	92
3.2 População, amostra e coleta de dados .....	93
3.3 Definição teórica e operacional das variáveis .....	94
3.4 Modelos, tratamento estatístico e análise das variáveis .....	101
3.4.1 Endogeneidade e o Método dos Momentos Generalizado (MMG).....	101
3.4.2 Parte 1 – Determinantes da concentração na estrutura societária .....	105
3.4.3 Parte 2 – Concentração na estrutura societária e o valor de mercado .....	107
4. RESULTADOS .....	109
4.1 Estatísticas descritivas.....	109
4.2 Parte 1 – Determinantes da concentração na estrutura societária .....	116
4.3 Parte 2 – Concentração na estrutura societária e o valor de mercado.....	119
5. CONCLUSÃO.....	124
REFERÊNCIAS .....	125

## 1. INTRODUÇÃO

*Corporate governance is a young academic field characterized by partial theories, limited access to high-quality data, inconsistent empirics, and unresolved methodological problems* (BØHREN; ØDEGAARD, 2003, p. 18).

A evolução e o crescimento das corporações mundiais estão atrelados ao desenvolvimento do sistema capitalista, que começou por volta do século XVI. A economia capitalista, que atualmente segue em contínuo progresso, teve na doutrina liberal, na Revolução Industrial e na ampliação vertiginosa das escalas de produção, importantes fatores que colaboraram para sua sedimentação ao longo dos séculos XVIII e XIX. Mais recentemente, principalmente durante o século XX, a institucionalização da sociedade anônima, a contínua evolução tecnológica, o agigantamento das companhias e o divórcio entre propriedade e gestão, também contribuíram para a hegemonia do sistema vigente. (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Na economia capitalista, o acesso a fontes de financiamento para a viabilização de projetos é fundamental para o crescimento das firmas e, por conseguinte, para o desenvolvimento econômico dos países onde elas atuam. Entretanto, a disponibilidade de capital para financiamento depende da canalização eficiente de recursos dos agentes poupadores para os investimentos produtivos, que só ocorrerá caso esses agentes se sintam seguros quanto à remuneração de seu capital (SILVEIRA, 2004).

O risco atrelado ao fato de os fornecedores de recursos terem seu capital mal aplicado ou desviado para benefício próprio dos tomadores de decisão intensificou-se, principalmente, após a separação entre propriedade e gestão, em menor ou maior grau, nas grandes corporações modernas. Nessa situação, os financiadores, em geral, não participam diretamente do processo de decisão das firmas, que é efetuado pelos diretores executivos quando a estrutura societária da empresa é dispersa, ou pelos acionistas controladores em organizações com composição acionária concentrada (SILVEIRA, 2004).

Esse conflito de interesses entre tomadores de decisão e fornecedores de recursos gera custos para a companhia vinculados, entre outros fatores, ao monitoramento das atividades dos gestores e à criação e estruturação de contratos (JENSEN; MECKLING, 1976). Nesse sentido, a governança corporativa configura-se no sistema formado por mecanismos de

incentivo e controle que pode minimizar esses custos, aumentando a probabilidade dos investidores garantirem o retorno de seu capital.

O trabalho de Berle e Means (1932) pode ser considerado o marco inicial dos estudos sobre governança corporativa e teve como foco o mecanismo interno de estrutura de propriedade (DEMSETZ; VILLALONGA, 2001). Nele, os autores debateram sobre os eventuais benefícios e custos decorrentes da separação entre propriedade e gestão inerente às grandes corporações norte-americanas, e sugeriram que deve ser observada uma relação inversa entre a dispersão na estrutura societária e o desempenho das empresas (BERLE; MEANS, 1932).

A relevância do conflito de interesses entre proprietários e administradores, bem como suas prováveis consequências para o desempenho das firmas, repercutiram no surgimento da teoria da agência, formulada, principalmente, a partir dos trabalhos de Ross (1973), Jensen e Meckling (1976), Fama e Jensen (1983), Demsetz (1983), Morck, Shleifer e Vishny (1988) e Stulz (1988). Essa literatura, implicitamente ou explicitamente, assumiu o modelo de governança corporativa anglo-saxão, caracterizado pela estrutura de propriedade pulverizada (GUGLER; MUELLER; YURTOGLU, 2008).

A teoria da agência fundamenta-se nas suposições de inexistência de contratos completos e de que os indivíduos são maximizadores de utilidade pessoal, para justificar o surgimento de custos de agência, decorrentes da tentativa do proprietário (o principal) monitorar as atividades do gestor (o agente) e criar incentivos contratuais para ele (JENSEN; MECKLING, 1976). Além disso, os custos de agência podem aparecer devido a certas práticas do gestor (ou acionista controlador) que visam o benefício próprio e não o interesse dos acionistas como: pagamento de remunerações e benefícios excessivos autoconcedidos; resistência a ações vantajosas para os demais acionistas como liquidação, cisões e fusões; gestão de resultados com foco em prazos curtos; e estratégias de diversificação destruidoras do valor da companhia, mas redutoras dos riscos da diretoria executiva (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Os trabalhos de Jensen e Meckling (1976), Mock, Shleifer e Vishny (1988) e Stulz (1988) tiveram um papel fundamental na construção de hipóteses sobre o relacionamento entre a estrutura societária e desempenho corporativo, das quais duas se destacam: o efeito-incentivo (ou efeito-alinhamento) e o efeito-entrenchamento. Segundo Jensen e Meckling (1976), uma maior concentração na composição acionária dos gestores, *ceteris paribus*, beneficiaria os acionistas, pois incentivaria os administradores a maximizarem o valor da

firma (efeito-alinhamento). Esse incentivo estaria ligado ao percentual de ações dos gestores, no sentido de que quanto maior fosse essa participação, maior seria o impacto sofrido pelos administradores com uma eventual desvalorização ou valorização das ações da companhia, possibilitando uma maior “convergência de interesses” entre executivos e proprietários.

Contudo, a partir de certo ponto de concentração de propriedade, dada a elevada participação acionária dos administradores, estes poderiam perseguir a manutenção de suas posições (efeito-entrenchamento) para usufruírem dos benefícios privados do controle, à custa dos demais proprietários. Assim, a partir dessa faixa de concentração acionária, *ceteris paribus*, um aumento no percentual de ações dos gestores, reduziria o valor da companhia (STULZ, 1988).

No Brasil a estrutura de propriedade e controle das companhias é marcada por sua elevada concentração como na maioria dos países do mundo, sendo que nessa situação os custos de agência decorrem, principalmente, do conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários e não entre administradores e proprietários como no modelo anglo-saxão (LA PORTA; LOPES-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; CLAESSENS; DJANKOV; LANG, 2000; LINS, 2003). Mesmo assim, os efeitos incentivo e entrenchamento da relação entre estrutura de propriedade e desempenho corporativo podem existir. Porém, estariam vinculados à concentração acionária dos controladores e à separação entre o direito sobre o fluxo de caixa (propriedade) e o direito de voto (controle), decorrente da emissão de duas classes de ações.

Dessa forma, haveria um efeito positivo da concentração na estrutura societária sobre o desempenho, em função do maior monitoramento dos gestores, efetuado pelos acionistas controladores. Entretanto, também existiria um efeito negativo a partir de determinada faixa de concentração, resultado do domínio da estrutura de controle pelos grandes acionistas, que tomariam decisões conforme o interesse próprio, tendo como provável desfecho a expropriação da riqueza dos acionistas minoritários.

Muitos trabalhos nacionais e internacionais com foco empírico (algumas delas serão discutidas na seção 2.5) testaram a existência de uma relação de causalidade entre a estrutura de propriedade e controle e o desempenho corporativo, principalmente depois do trabalho de Jensen e Meckling (1976). Todavia, essas pesquisas distinguem-se, em geral, quanto: à abordagem (estrutura de propriedade como variável exógena ou endógena); ao tipo de amostra (dados em painel ou *cross-section*); às variáveis utilizadas (dependentes, independentes e de controle); aos modelos (estático ou dinâmico); e aos métodos de

estimação empregados (Mínimos Quadrados Ordinários, Efeitos Fixos, Efeitos Aleatórios, Método dos Momentos Generalizado etc). Essa diversidade repercutiu em pesquisas que apresentam resultados divergentes e que, portanto, ainda não há um consenso no meio acadêmico a respeito da influência da estrutura de propriedade sobre o desempenho das firmas.

Diante desse problema, a presente dissertação buscou investigar se existe relação entre a concentração na estrutura societária e o valor de mercado corporativo. Para tal objetivo, utilizou-se um painel curto não balanceado do período de 2001 a 2010, que contou com 237 companhias brasileiras não financeiras de capital aberto, totalizando 1199 observações (empresa-ano). Em virtude do problema da endogeneidade dos estudos de finanças corporativas, foram empregados modelos dinâmicos de regressão linear múltipla, estimados pelo Método dos Momentos Generalizado Sistêmico (GMM-Sys), com o intuito de mitigar a omissão de variáveis, o efeito *feedback* e a causalidade reversa.

O trabalho em questão teve duas contribuições para a linha de pesquisa sobre governança corporativa. Primeiramente, com base nos resultados da Parte 1 do estudo pode-se sugerir, assim como Claessens *et al.* (2002) e Silveira, Barros e Famá (2008), que em países emergentes, com mercados de capitais pouco desenvolvidos, a estrutura societária das companhias seja mais influenciada pelo ambiente institucional e pelas especificidades de cada empresa do que por atributos corporativos observáveis, como o seu valor de mercado. Já os resultados da segunda parte do trabalho, assim como os de Claessens *et al.* (2002), indicam que em países onde é permitida a emissão de ações sem direito a voto, é possível captar os efeitos alinhamento e entrincheiramento da concentração acionária por meio de *proxies* vinculadas, respectivamente, ao direito sobre o fluxo caixa e ao direito de voto.

## 1.1 Justificativa

A importância dos mecanismos de governança corporativa, como a estrutura de propriedade e controle, deriva do seu provável relacionamento com o desempenho das firmas. Primeiro, como destaca Stulz (1999), a adequação a melhores práticas de governança corporativa pode diminuir o custo de capital da companhia, em virtude da maior garantia oferecida aos financiadores quanto ao retorno dos seus investimentos. Essa redução no custo de capital da empresa repercutiria na diminuição da taxa mínima de atratividade de seus projetos de investimento, aumentando o número de projetos viáveis e, conseqüentemente, a

rentabilidade global dos empreendimentos da firma (SILVEIRA, 2010). Ademais, o relacionamento entre os mecanismos de governança e o desempenho corporativo poderia decorrer da valorização dos papéis das empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa, em função da maior demanda dos investidores pelas ações dessas companhias.

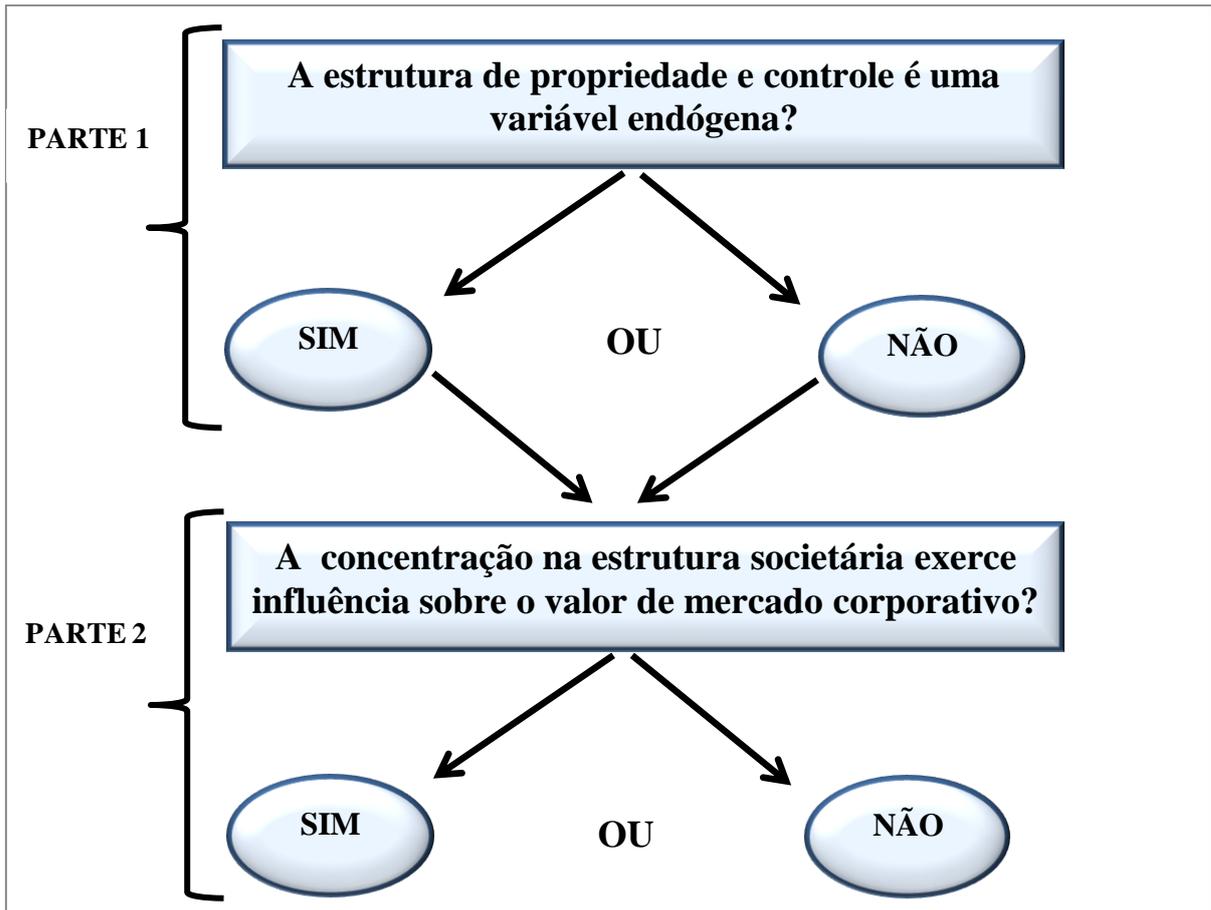
Apresentados os benefícios da governança corporativa, pode-se intuir que o despertar desse sistema veio da necessidade, cada vez maior, de as empresas captarem recursos de forma eficiente para o financiamento de suas operações. Essa necessidade, somada ao processo de diluição do capital de controle e a separação entre propriedade e gestão, tornaram a governança corporativa um fator essencial para o aumento da competitividade e o crescimento das corporações modernas na economia capitalista. Mais recentemente, especialmente a partir da segunda metade do século XX, uma série de fenômenos contribuiu para o aumento da relevância do tema governança corporativa tanto no âmbito acadêmico como no empresarial, dos quais Becht, Bolton e Röell (2005, p. 4) destacam seis:

1. Onda de privatizações ocorrida pelo mundo nas décadas de 1980 e 1990;
2. Reforma dos fundos de pensão e crescimento da poupança privada;
3. Onda de aquisições hostis nos Estados Unidos e na Europa;
4. Desregulamentação e integração dos mercados de capitais pelo mundo;
5. Crise na Ásia Oriental, na Rússia e no Brasil por volta de 1998;
6. Série de escândalos corporativos e falência de empresas norte-americanas.

Além desses fatores que serão discutidos na seção 2.4, Silveira (2010) ainda aponta a crise financeira global de 2008 como um fator que confirmou a importância dos modelos de governança das organizações. De acordo com o autor, os sistemas de remuneração dos executivos vinculados a resultados insustentáveis no longo prazo e as falhas dos conselhos de administração no monitoramento dos riscos, também foram causadores da crise.

## **1.2 Objetivos, hipóteses e estrutura da pesquisa**

O trabalho teve como objetivos principais investigar se as variáveis de estrutura de propriedade e controle são endógenas e se elas exercem influência sobre o valor de mercado corporativo. Assim, a pesquisa está dividida em duas partes inter-relacionadas ilustradas pela Figura 1.1.



**Figura 1.1 – Hipóteses da pesquisa**

A Parte 1 averiguou se a estrutura de propriedade e controle é uma variável endógena, testando alguns de seus possíveis determinantes. Dessa forma, a primeira parte do estudo visou responder a seguinte questão: para um conjunto de empresas que atuam em um mesmo ambiente contratual, quais são as características corporativas observáveis que fazem com que algumas corporações tenham estruturas societárias mais concentradas do que as outras?

$H_{0P1}$  (hipótese nula - Parte 1): não existe relação significativa entre a concentração na estrutura de propriedade e controle e as variáveis corporativas selecionadas como seus possíveis determinantes.

$H_{1P1}$  (hipótese alternativa - Parte 1): existe relação significativa entre a concentração na estrutura de propriedade e controle e as variáveis corporativas selecionadas como seus possíveis determinantes.

Após a investigação dos possíveis determinantes da estrutura societária, a segunda parte da pesquisa buscou contribuir com a resposta para a seguinte questão: a concentração na estrutura de propriedade e controle influencia o valor de mercado das companhias brasileiras de capital aberto?

$H_{0P2}$ (hipótese nula - Parte 2): não existe relação significativa entre as variáveis de concentração na estrutura societária e as variáveis de valor de mercado corporativo.

$H_{1P2}$ (hipótese alternativa - Parte 2): existe relação significativa entre as variáveis de concentração na estrutura societária e as variáveis de valor de mercado corporativo.

Para a realização dos objetivos propostos, a presente dissertação está estruturada em cinco capítulos, incluindo essa introdução. O capítulo 2 refere-se à fundamentação teórica da pesquisa, que foca no modelo brasileiro de governança corporativa, principalmente, no mecanismo de estrutura de propriedade e controle. O método do trabalho é apresentado ao longo do capítulo 3. E, por fim, nos capítulos 4 e 5 encontram-se, respectivamente, os resultados e as conclusões da dissertação.

## 2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Esta seção tem como objetivo oferecer o embasamento teórico necessário para a compreensão da importância, do método empregado, dos resultados e das conclusões da presente dissertação. Nesse sentido, primeiramente, são discutidos conceitos fundamentais referentes à teoria da firma, com ênfase na teoria da agência e da estrutura de propriedade. Posteriormente, foca-se no debate sobre a função-objetivo das corporações modernas, por meio da comparação entre a teoria de maximização da riqueza dos acionistas e a teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*.

Após a exposição dessas teorias, discuti-se sobre o conceito de governança corporativa, seus mecanismos internos e externos, bem como os modelos de governança espalhados pelo mundo. Na sequência, foca-se no modelo brasileiro de governança empresarial, principalmente, em relação à estrutura de propriedade e controle das companhias. Na seção 2.5 são apresentadas e discutidas diversas pesquisas empíricas sobre a relação entre a estrutura de propriedade, seus determinantes e o desempenho das organizações, ressaltando os problemas econométricos com os quais os pesquisadores desse tema se deparam. E, por fim, na seção 2.6 debate-se o conceito de desempenho corporativo.

### 2.1 Teoria da firma, contratos incompletos e custos de transação

Segundo Silveira (2010, p. 52): “a teoria da firma é o alicerce conceitual em que se estabelecem os estudos sobre governança corporativa”. Para o autor, o aprimoramento dessa linha de pesquisa surgiu da necessidade de se contrapor a teoria neoclássica, que retratava as empresas de forma rudimentar. A principal missão da teoria neoclássica era entender como o sistema de preços coordenava a utilização dos recursos, não o funcionamento interno das empresas reais (DEMSETZ, 1983). Dessa maneira, a firma era vista como uma “caixa-preta” e o mercado tendia a promover condições de concorrência e informações perfeitas, atreladas à racionalidade substantiva dos agentes, diante do princípio comportamental de maximização dos lucros (TIGRE, 2005).

Williamson (2002) salienta que o modelo neoclássico estava fundamentado no paradigma de alocação de recursos, no qual as firmas eram descritas não como hierarquias, mas como funções de produção. Segundo o autor, a economia neoclássica não estava

estruturada sob a ótica dos contratos, mas sob a ótica da teoria da escolha, que predominou durante o século XX e supõe a racionalidade lógica das preferências do consumidor.

O conceito de escolhas racionais é inerente à teoria da utilidade do consumidor, inicialmente desenvolvida por Herman Heindrich Gossen, William Stanley Jevons e Carl Menger e, posteriormente, empregada por Friedrich Von Wieser e Alfred Marshall (BRUE, 2006). Segundo Krugman e Wells (2007), a utilidade é uma medida subjetiva de satisfação do indivíduo ao consumir (ou investir), cuja função matemática mostra a relação entre um pacote de consumo e a utilidade total gerada por ele, sendo que cada unidade sucessiva consumida acrescenta menos à utilidade total do que a unidade anterior (princípio da utilidade marginal decrescente). De acordo com Assaf Neto (2010), na teoria da utilidade todos os investidores agem de forma perfeitamente racional na avaliação dos riscos e sempre procuram maximizar seu grau de satisfação.

Com a abordagem institucionalista e o novo institucionalismo vinculado à economia dos custos de transação, o papel das empresas começou a ser enfatizado. Houve a incorporação pelas firmas de variáveis consideradas exógenas pela teoria neoclássica como a tecnologia e os preços, bem como o reconhecimento da existência de choques de interesses entre grupos (como por ex. grandes empresas *versus* pequenas empresas, consumidores *versus* produtores, empregadores *versus* empregados) (BRUE, 2006). Entre os principais trabalhos do século XX sobre a teoria da firma, que abordaram novas concepções sobre as organizações e o mercado, podem-se destacar os de Coase (1937), Alchian e Demsetz (1972), Jensen e Mecking (1976), Williamson (1979, 1981, 1985) entre outros.

Coase (1937) objetivou desvendar a razão pela qual determinada empresa surge em uma economia especializada em trocas, e foi um dos primeiros a debater sobre a existência dos custos de transação (custos para acessar o mercado). Nas palavras de Coase (1937, p. 390):

*The main reason why it is profitable to establish a firm would seem to be that there is a cost of using the price mechanism. The most obvious cost of “organising” production through the price mechanism is that of discovering what the relevant prices are. This cost may be reduced but it will not be eliminated by the emergence of specialists who will sell this information. The costs of negotiating and concluding a separate contract for each exchange transaction which takes place on a market must also be taken into account.*

Nesse sentido, para Coase (1937), a alocação de recursos dentro de uma companhia só seria viável caso o custo de coordená-los por arranjos de mercado (custos de transação) fosse maior que o custo de gerenciá-los dentro da firma, o que levaria a empresa a adotar, por exemplo, a integração vertical como estratégia. Do contrário, as atividades exercidas pelas empresas seriam realizadas pelo mercado. Destarte, a visão de Coase (1937) envolvia a substituição do mercado pelas organizações, ou seja, a empresa representaria um arranjo institucional alternativo ao mercado.

Entre o trabalho de Coase (1937) e a formulação da teoria dos custos de transação houve um intervalo de tempo significativo, no qual outras áreas além da economia, como a sociologia, o direito contratual e a teoria das organizações fizeram grandes contribuições (WILLIAMSON, 1981). Os trabalhos de Williamson (1979, 1981, 1985) exerceram um papel fundamental na estruturação da teoria dos custos de transação. O autor contou com as colaborações de Simon (1959, 1978) para estabelecer o primeiro pressuposto da teoria: a racionalidade limitada dos agentes.

Simon (1959) ressaltou a importância de aspectos da psicologia e sociologia, referentes ao comportamento dos seres humanos para o desenvolvimento das teorias econômicas. O autor preocupava-se com o processo de tomada de decisões e criticou a teoria neoclássica, na qual os homens fariam escolhas com base em alternativas fixas e consequências conhecidas. Entretanto, para Simon (1959), quando a percepção e a cognição interferem na tomada de decisão dos indivíduos, o processo de escolha deveria reconhecer que as alternativas não são fixas, uma vez que elas precisam ser buscadas. Nas palavras de Simon (1959, p. 272): *“We need a description of the choice process that recognizes that alternatives are not given but must be sought; and a description that takes into account the arduous task of determining what consequences will follow on each alternative”*.

Para Simon (1978), o homem não possui racionalidade substantiva (ou maximizadora) nem irracionalidade, mas racionalidade limitada. Esta caracteriza os indivíduos como dotados de poder analítico e de processamento limitados (SIMON, 1959). As limitações dos seres humanos surgem de incertezas e lacunas informacionais, devido ao quadro de assimetria informacional. Portanto, embora intencionalmente racionais, os indivíduos, por não terem acesso a todo tipo de informação necessária para a elaboração de contratos completos, possuem limitações que comprometem a formulação e resolução de problemas e processos, resultando na elaboração de contratos incompletos (WILLIAMSON, 1981).

Klein (1980) defende que os contratos completos não existem no mundo real devido a duas razões que levariam a incompletude dos mesmos. A primeira tem como núcleo as incertezas, que implicariam na existência de um imenso número de contingências possíveis. Assim, seria extremamente dispendioso determinar e especificar respostas eficazes para cada uma dessas situações. Já a segunda razão vincula-se à dificuldade de mensuração do desempenho dos contratos, sendo demasiadamente complexo, em certos casos, provar legalmente o não cumprimento dos mesmos.

A racionalidade limitada é o primeiro pressuposto da teoria dos custos de transação, que coloca o problema dos contratos como o principal obstáculo para o sucesso das organizações econômicas (WILLIAMSON, 1985). O segundo é o oportunismo dos agentes econômicos, definido por Williamson (1985) como a busca pelo interesse próprio com dolo, e está atrelado à divulgação incompleta e distorcida de informações, responsável por condições reais de assimetria informacional. Esta, por sua vez, permite que os agentes, por meio da manipulação de informações e/ou intenções, se beneficiem financeiramente e, ao mesmo tempo, prejudiquem as demais partes interessadas do contrato.

Tais pressupostos, relacionados à competência cognitiva dos agentes econômicos, seriam mais próximos da realidade do que os neoclássicos e permitiriam o surgimento de custos de transação, como comenta Williamson (1981, p. 553):

*The two behavioral assumptions on which transaction cost analysis relies that both add realism and distinguish this approach from neoclassical economics are (1) the recognition that human agents are subject to bounded rationality and (2) the assumption that at least some agents are given to opportunism.*

Em suma, sob a ótica dos contratos vinculada à economia dos custos de transação (ECT), a empresa é vista como uma estrutura de governança capaz de minimizar os custos de transação, por meio do controle da racionalidade limitada e, simultaneamente, da proteção contra os riscos inerentes ao oportunismo dos agentes econômicos (WILLIAMSON, 1988). Com isso, a unidade de análise da ECT é a própria transação e, portanto, a maioria dos estudos nessa área, segundo Silveira (2004, p.38): “[...] visam alinhar as transações (que diferem em atributos) às estruturas de governanças (cujos custos e competências também diferem), de forma comparativa (poupadora de custos de transação)”.

## 2.2 Teoria da agência e da estrutura de propriedade

Contemporaneamente ao trabalho de Coase (1937), Berle e Means (1932) publicaram sua obra intitulada: “*The Modern Corporation and Private Property*”. Ela é considerada por muitos como o marco inicial dos estudos sobre governança corporativa (SILVEIRA, 2010). Nesse livro os autores debateram sobre os eventuais benefícios e custos decorrentes da separação entre propriedade e gestão, inerente às grandes corporações norte-americanas. Para Berle e Means (1932), a pulverização da estrutura de propriedade aumentaria o poder dos gestores, que, por conseguinte, poderiam agir, em certas contingências, de acordo com o próprio interesse e não com o dos acionistas. Dessa maneira, a composição acionária influenciaria o desempenho e o valor das companhias. Segundo Demsetz e Villalonga (2001), o trabalho de Berle e Means (1932) sugere que deve ser observada uma relação inversa entre a dispersão da estrutura de propriedade e o desempenho das empresas.

Esse provável conflito entre proprietários e administradores, bem como suas consequências para o desempenho das firmas são explicados pela teoria da agência (doravante TA). Os trabalhos de Wilson (1968), Spence e Zeckhauser (1971) e Ross (1973) também podem ser considerados precursores dessa teoria. Wilson (1968) analisou as práticas de grupos de indivíduos (denominados pelo autor como “sindicatos”) que devem tomar uma decisão em comum, atrelada a recompensas que serão partilhadas por todos, diante de condições de incerteza. Spence e Zeckhauser (1971) e Ross (1973) estudaram a estrutura de remuneração dos gestores e o alinhamento dos interesses de administradores e proprietários. Ross (1973) caracterizou a relação de agência como uma das mais antigas e comuns de interação social, uma vez que ela surge entre duas ou mais partes, quando uma delas (agente) é designada para atuar como representante dos interesses da outra (principal).

Não obstante a inquestionável relevância desses trabalhos sobre a TA, a obra de Jensen e Meckling (1976) é considerada seminal na linha de pesquisa sobre governança corporativa, sob o ponto de vista da economia financeira (SAITO; SILVEIRA, 2008). Entre as contribuições de Jensen e Meckling (1976) pode-se destacar, primeiramente, a nova definição de firma, iniciada por Coase (1937) e desenvolvida entre outros por Alchian e Demsetz (1972), na qual a empresa é vista como um conjunto de contratos formais e informais, que serve como nexos (ligação) para um grupo de relações contratuais entre os indivíduos. Portanto, personificar as companhias seria um erro, pois:

*The firm is not an individual. It is a legal fiction which serves as a focus for a complex process in which the conflicting objectives of individuals (some of whom may "represent" other organizations) are brought into equilibrium within a framework of contractual relations (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 311).*

Jensen e Meckling (1976) também definiram o relacionamento de agência como um contrato no qual uma ou mais pessoas (o principal) designam outra pessoa (o agente) para prestar algum serviço a seu favor, o qual envolve a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente. Haja vista que os autores mantêm o pressuposto comportamental neoclássico de que todos os indivíduos são maximizadores de utilidade pessoal, existe uma grande possibilidade de o agente, devido ao seu comportamento oportunista (*moral-hazard*), em certas contingências não agir de acordo com os interesses do principal. Nesse contexto aparece o problema de agência, elemento essencial da visão contratual da firma preconizada por Coase (1937) (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Com o intuito de mitigar essas divergências, o principal pode monitorar as atividades dos agentes bem como criar incentivos contratuais para os mesmos. Entretanto, em geral, não é possível assegurar que os agentes tomarão decisões ótimas, sob o ponto de vista do principal, sem haver custos (FAMA; JENSEN, 1983). Portanto, surgem os custos de agência, descritos por Jensen e Meckling (1976) como a soma de:

1. Gastos com o monitoramento das atividades dos agentes pelo principal;
2. Despesas realizadas pelo próprio agente para assegurar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele (*bonding expenditures*);
3. Perdas residuais, em função da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal;
4. Custos com a criação e a estruturação de contratos entre o principal e o agente.

É válido observar que os custos de agência são um dos tipos de custos de transação. Ademais, assim como na ECT, na TA pressupõe-se a inexistência de contratos completos, devido à impossibilidade de previsão e até mesmo descrição de várias contingências (WILLIAMSON, 1988). Conforme Zingales (1998) o debate sobre governança corporativa nunca teria surgido caso estivéssemos em um mundo no qual todas as situações futuras pudessem ser descritas *ex ante* nos contratos. Porém, no mundo real o problema está nos diferentes interesses e incentivos que motivam acionistas, credores, administradores e

sociedade, que juntamente com a assimetria informacional, criam os custos de agência que influenciam a maximização do valor da empresas (DAMODARAN, 2001).

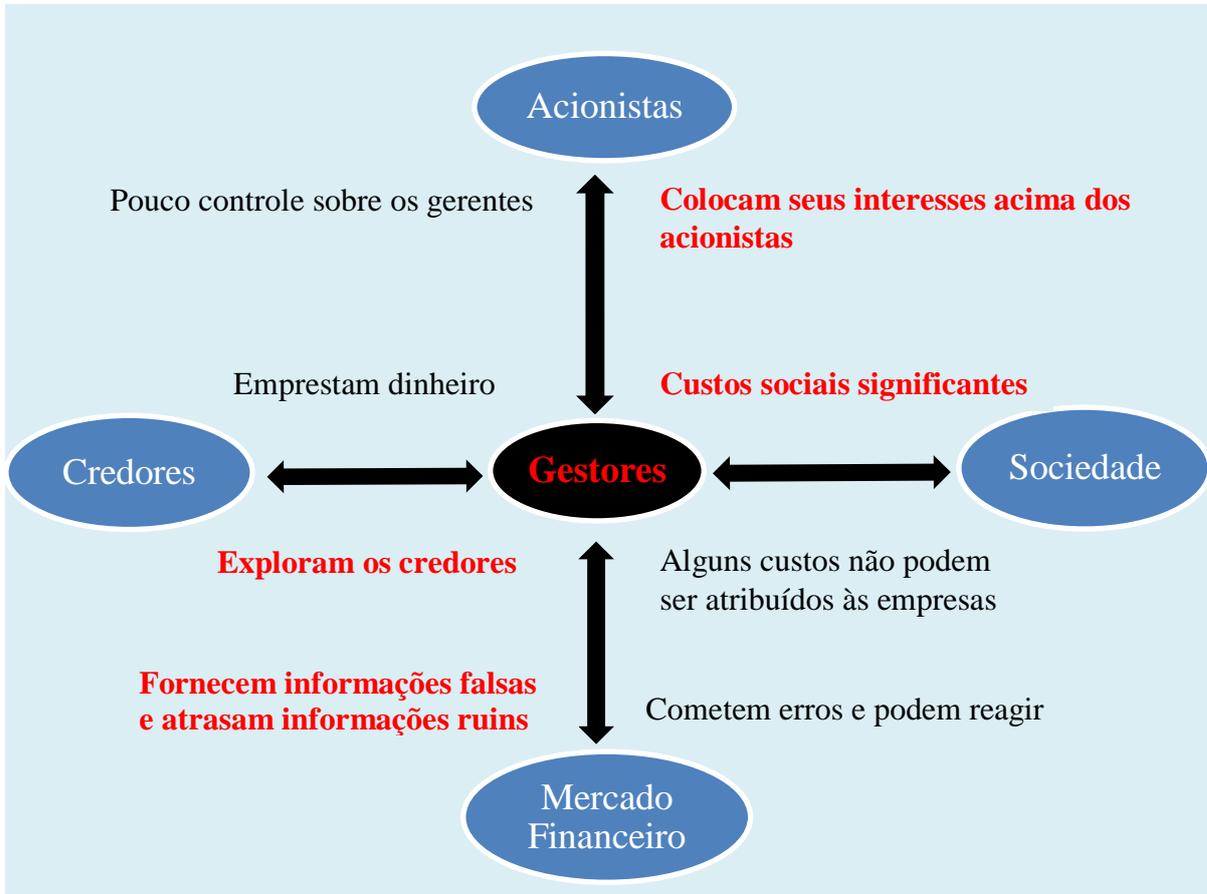
Esse contexto é ilustrado pela Figura 2.1, que mostra o comportamento dos credores, acionistas, gestores, sociedade e mercado financeiro, em um ambiente caracterizado por assimetria informacional, contratos incompletos e indivíduos maximizadores de utilidade. Nota-se o possível impacto negativo que os administradores podem causar sobre os demais atores, seja por meio da exploração dos credores, do fornecimento de informações manipuladas ao mercado financeiro, da geração de custos sociais ou da expropriação da riqueza dos acionistas.

Jensen e Meckling (1976) analisaram os conflitos de agência existentes entre acionistas e executivos, e entre proprietários e credores. Por meio da utilização de variáveis como: as ações dos gestores (*inside equity*), as ações dos investidores que não participam da empresa (*outside equity*) e a dívida das firmas, os autores formalizaram sua teoria sobre a estrutura de propriedade. Esta é baseada nos *trade-offs* (conflitos de escolhas) enfrentados pelos gestores/proprietários entre a manutenção de ações em sua posse, a emissão de ações para investidores externos ou a emissão de títulos de dívida.

Entre as principais constatações da teoria sobre estrutura de propriedade de Jensen e Meckling (1976), destaca-se o paradigma de “convergência de interesses entre executivos e acionistas”, no qual um aumento no percentual de ações sob dos administradores, *ceteris paribus*, preveria uma valorização da companhia, em função da redução dos custos de agência. Após a publicação de Jensen e Meckling (1976), diversos trabalhos teóricos e empíricos foram elaborados com o objetivo de testar hipóteses sobre o suposto relacionamento entre a estrutura de propriedade e o desempenho corporativo (DENIS; McCONNELL, 2003). Entre as primeiras pesquisas podem-se destacar os estudos de Demsetz (1983), Fama e Jensen (1983), Demsetz e Lehn (1985), Morck, Shleifer e Vishny (1988) e Stulz (1988) devido as suas importantes contribuições para o desenvolvimento da TA.

De acordo com Demsetz (1983), a estrutura de propriedade seria um resultado endógeno do processo de maximização da empresa, na qual a participação acionária dos gestores é fundamental. Nessa abordagem, haveria uma estrutura ótima de propriedade para cada empresa, o que iria de encontro com a proposição de Berle e Means (1932). Para Demsetz (1983), a propriedade e o controle das empresas não seriam tão separados como frequentemente assumido nas pesquisas. Ao analisar companhias que compunham o Fortune 500 de 1975, para um período de dez anos (1973-1982), o autor notou uma participação média

significativa dos diretores e conselheiros na composição acionária das firmas, principalmente nas de menor porte.



**Figura 2.1 – Problemas de agência e maximização do valor da firma**

Fonte: Adaptado de Damodaran (2001, p. 28).

Fama e Jensen (1983) estudaram a relação entre os sistemas de decisão e os direitos residuais nas empresas. Segundo os autores, o processo de decisão das organizações seria composto por decisões de gestão e de controle. A primeira envolveria as etapas de iniciação e de implementação, com a geração de propostas de utilização de recursos, a estruturação de contratos e a execução das decisões ratificadas. Já as de controle compreenderiam a ratificação, isto é, a escolha das propostas que seriam adotadas, e o monitoramento, ou seja, a avaliação do desempenho dos agentes e o estabelecimento de recompensas para os mesmos.

No que tange aos direitos residuais, Fama e Jensen (1983) analisaram seus possíveis detentores, denominados como “*residual claimants*” e cujos contratos estariam vinculados aos direitos sobre os fluxos de caixa líquidos, como os acionistas de companhias de capital aberto. Ao investigarem a relação entre os sistemas de decisão e os direitos residuais, os autores formularam duas hipóteses complementares (FAMA; JENSEN, 1983, p. 322):

1. Os sistemas de decisão separariam as decisões de controle das de gestão caso os tomadores de decisão (gestores) não fossem os detentores dos direitos residuais;
2. A combinação das decisões de controle e de gestão em poucos agentes levaria a concentração dos direitos residuais, que estariam quase que exclusivamente, sob posse desses agentes.

O trabalho de Demsetz e Lehn (1985) teve como objetivo encontrar possíveis determinantes da concentração na estrutura de propriedade e testar a hipótese de Berle e Means (1932) de que há uma relação positiva entre a concentração da estrutura societária e a taxa de lucratividade das empresas. Para tanto, utilizaram um modelo de regressão linear múltipla estimado por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO ou OLS) para uma amostra com 511 companhias norte-americanas. Em suma, o artigo enfatizou a importância de se considerar a estrutura de propriedade como variável endógena, uma vez que ela estaria relacionada com outras variáveis corporativas, e seus resultados sugeriram uma relação não significativa entre a concentração na estrutura de propriedade e taxa de retorno das organizações.

Mock, Shleifer e Vishny (1988) elaboraram um estudo que também representou uma das primeiras verificações empíricas sobre a teoria da estrutura de propriedade, propuseram um modelo alternativo ao de Demsetz (1985), e serviram como parâmetro para diversos trabalhos posteriores. A pesquisa testou a relação entre a concentração das ações sob posse dos conselheiros (variável independente) e o valor de mercado corporativo (variável dependente), por meio de duas hipóteses: a do efeito-incentivo (“convergência de interesses”) formulada por Jensen e Meckling (1976); e a do efeito-entrenchamento, postulada a partir das constatações de Demsetz (1983), Fama e Jensen (1983) e Stulz (1988). Essa última hipótese sugere que a partir certos percentuais elevados de participação dos gestores na estrutura de propriedade, um aumento nessa concentração, *ceteris paribus*, levaria a uma diminuição do valor da companhia. Isso em função dos administradores tentarem se manter no cargo por período indefinido, com o intuito usufruírem dos benefícios inerentes à posição, à custa dos demais investidores.

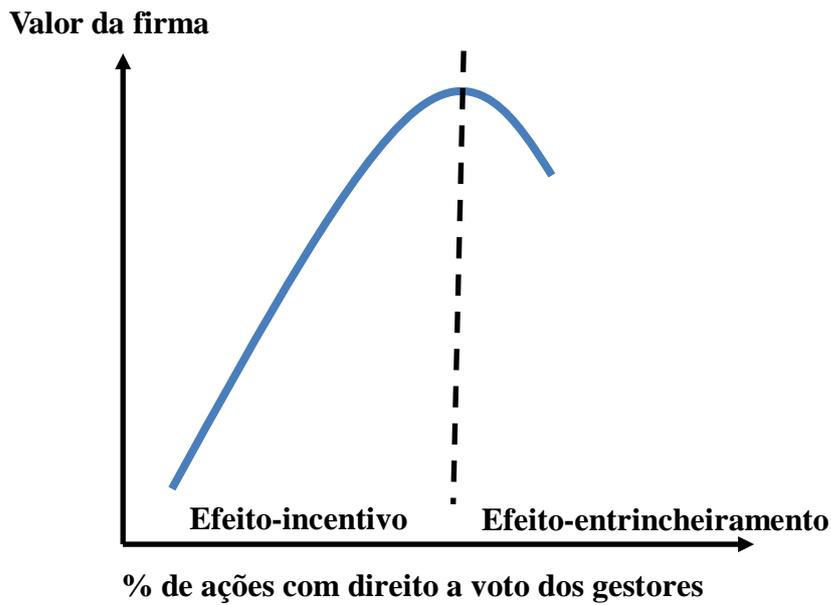
O método utilizado por Mock, Shleifer e Vishny (1988) envolveu um modelo de regressão linear múltipla estimado por Mínimos Quadrados Ordinários (OLS), para uma amostra de 371 empresas que participaram do Fortune 500 de 1980. Supondo um

relacionamento não- monotônico entre as variáveis de interesse, os autores utilizam a técnica *piecewise linear regressions* (pedaços lineares). Foram efetuadas regressões lineares para três faixas percentuais da variável independente (de 0 a 5%, de 5 a 25% e acima de 25%), denominada de “*managerial ownership*”. Os resultados apontaram uma relação positiva e significativa entre a estrutura de propriedade dos conselheiros e o valor de mercado das firmas para a primeira (de 0 a 5%) e a terceira (acima de 25%) faixas percentuais e negativa para o intervalo entre 5% e 25%. Esta relação mostrou-se robusta mesmo com a inclusão de variáveis de controle como tamanho da empresa, endividamento e despesas com P&D.

Conforme Claessens *et al.* (2002), os custos referentes ao efeito-entrenchamento foram formalizados por Stulz (1988). Neste artigo, o autor prevê uma relação quadrática entre o valor da empresa e a estrutura societária dos gestores, mais especificamente uma parábola com a concavidade voltada para baixo. No modelo de Stulz (1988), a partir de certo ponto, à medida que o controle exercido pelos gestores aumenta, *ceteris paribus*, o efeito negativo sobre o valor de mercado da firma, associado ao entrenchamento dos administradores, começa a exceder os benefícios atrelados ao efeito-incentivo. Para Stulz (1988), os custos do entrenchamento estariam relacionados com a habilidade dos gestores em não permitirem aquisições hostis (*takeovers*) que agregariam valor para os demais acionistas. O Gráfico 2.1 ilustra os dois possíveis efeitos da estrutura de propriedade dos administradores sobre o valor de mercado das companhias.

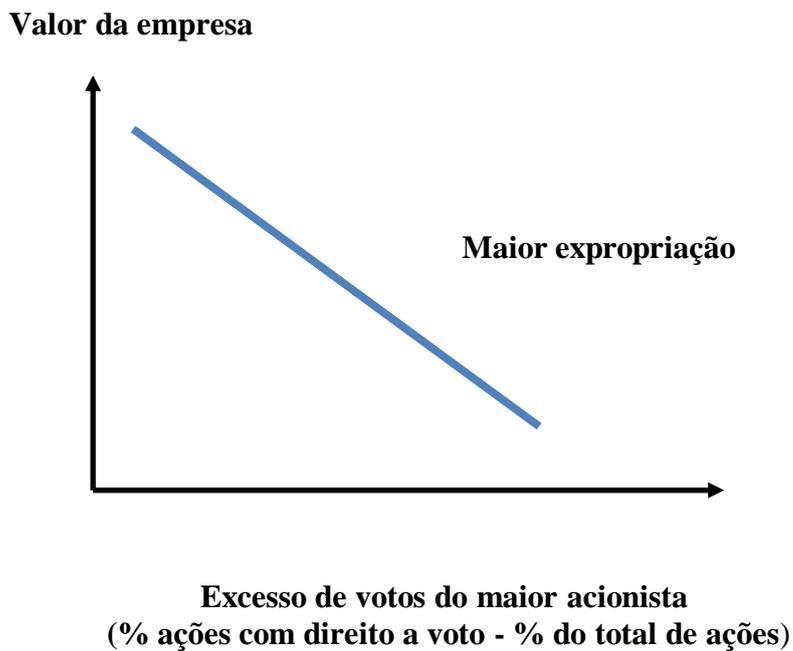
Segundo Silveira (2010), há outra hipótese muito testada nos estudos sobre estrutura de propriedade, que envolve o excesso de direito de voto dos maiores acionistas e o valor de mercado corporativo. Em um cenário como o brasileiro, onde é permitida a emissão de ações sem direito a voto, espera-se que conforme aumenta a diferença entre o percentual de ações votantes (direito de voto) e o percentual total de ações dos grandes acionistas da empresa (direito sobre o fluxo de caixa), *ceteris paribus*, maiores serão os custos de agência advindos do conflito de interesses entre os acionistas controladores e os minoritários e, dessa maneira, menor será o valor da organização. O Gráfico 2.2 esboça essa relação.

No suposto relacionamento do Gráfico 2.2, quanto maior for o valor da variável independente, maior será a probabilidade dos acionistas minoritários serem expropriados pelo majoritário. Consequentemente, o preço das ações dessa firma receberia um desconto do mercado, culminando com a sua desvalorização. Diversas pesquisas sobre estrutura de propriedade e desempenho, que se baseiam nessas hipóteses, serão discutidas na seção 2.5.



**Gráfico 2.1 – Efeitos incentivo e entrancheiramento da estrutura de propriedade dos gestores sobre o valor da firma**

Fonte: Silveira (2010, p. 124).



**Gráfico 2.2 – Relação hipotética entre o excesso de votos do majoritário e o valor da companhia**

Fonte: Silveira (2010, p. 125).

## 2.3 Função-objetivo das corporações

A concepção de modelos de governança corporativa necessita de propósitos transparentes para que se possa avaliar a qualidade dessas estruturas. Destarte, a definição da função-objetivo da firma antecede a criação desses modelos e é fundamental para o estabelecimento de critérios para a tomada de decisão e avaliação do desempenho da companhia. Conforme Silveira, Yoshinaga e Borba (2005, p. 35) devem-se considerar três dimensões principais para a escolha da função-objetivo da empresa:

1. “Sociedade”: qual função-objetivo gera maior bem-estar para a sociedade?
2. “Empresa”: qual função-objetivo torna a empresa mais eficiente e produtiva?
3. “Profissional”: qual função-objetivo especifica de forma clara como os executivos e conselheiros devem tomar decisões e devem ser avaliados?

Diante dessas questões, deve-se optar pela função-objetivo que melhor atenda as necessidades dessas três dimensões. Na literatura, podem-se destacar duas funções-objetivo que são discutidas pelos pesquisadores e pelo mercado: a teoria de maximização da riqueza dos acionistas e a teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*. A primeira sustenta que as decisões devam ser tomadas tendo como parâmetro a maximização do valor da firma, o que, por conseguinte, aumentaria a riqueza dos acionistas. Já a segunda é a favor de decisões que visam equilibrar e satisfazer, de forma igualitária, todos os públicos envolvidos com a corporação.

### 2.3.1 Maximização da riqueza dos acionistas

Também conhecida com a “teoria dos *shareholders*”, o objetivo de maximização da riqueza dos acionistas se desenvolveu a partir das teorias econômica e financeira. Quanto à primeira, os principais trabalhos sobre a teoria da firma, como os de Alchian e Demsetz (1972), Jensen e Mecking (1976) e Fama e Jensen (1983), defendem que os proprietários são os detentores dos direitos residuais e as decisões da empresa devem ser orientadas pelos seus interesses.

Sob essa ótica, a corporação é entendida como uma entidade maximizadora do valor para os acionistas, as relações contratuais são enfatizadas e as leis têm a função de promover a liberdade contratual, a qual é garantida pela (o): “mão invisível”, competitividade dos

produtos e da mão-de-obra, e mercado de controle corporativo (SUNDARAM; INKPEN, 2004). Dessa maneira, os princípios da livre empresa propostos por Adam Smith<sup>1</sup>, no qual o empresário, ao perseguir seu próprio benefício, é guiado por uma “mão invisível” e proporciona automaticamente a realização dos objetivos da sociedade, são um dos pilares da teoria dos *shareholders* (ASSAF NETO, 2010).

Ademais, a maximização da riqueza dos proprietários utiliza a hierarquia de recebimentos das empresas como argumento a seu favor. Pois, os acionistas só serão remunerados depois que todas as obrigações da companhia forem cumpridas, como os pagamentos: aos fornecedores; aos empregados (salários); de juros e amortizações aos credores; e de impostos ao governo (TSE, 2011). Nessa visão, os acionistas são os *stakeholders* que estão expostos ao maior risco e possuem menos direitos legais em relação à firma.

Comumente a administração financeira também se orienta pelos princípios da livre empresa e tem como propósito a criação de valor para os acionistas (DAMODARAN, 2001; BREALEY; MYRES, 2003; GITMAN, 2004). De acordo com Koller, Goedhart e Wessels (2005), o valor operacional da companhia é igual a soma dos valores presentes de seus fluxos de caixa livres futuros, como formalizado pela Equação (1):

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} \quad (1)$$

Em que:

FCF: *Free Cash Flow* (Fluxo de Caixa Livre);

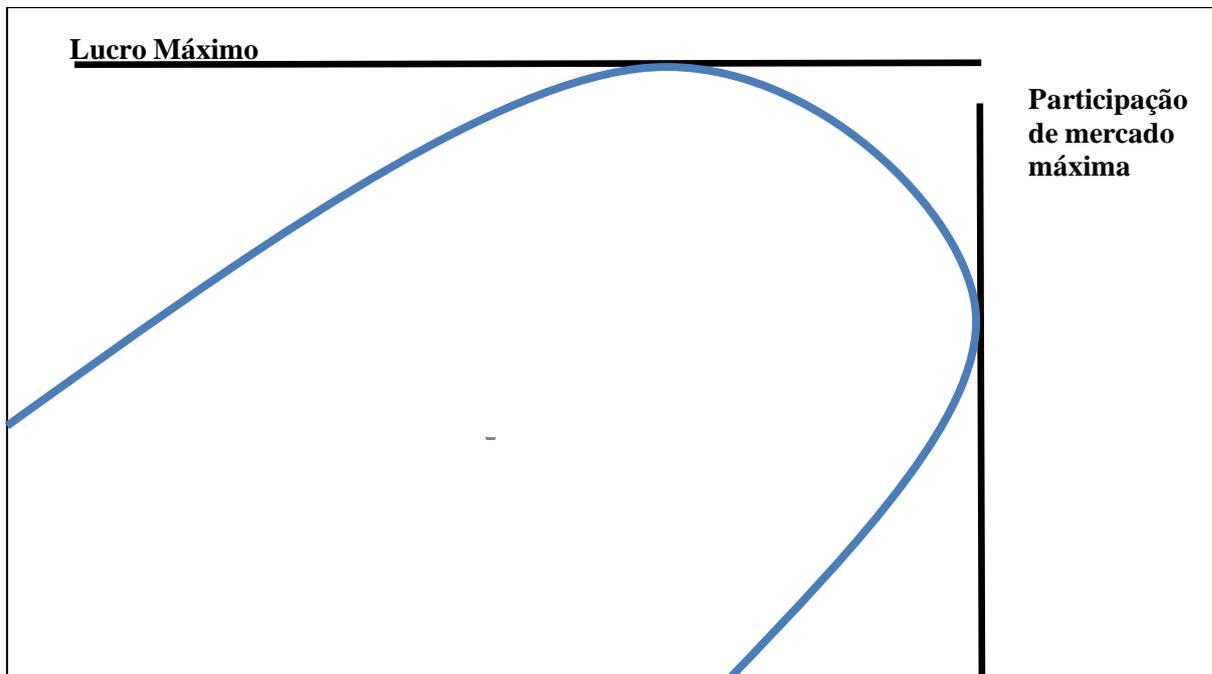
WACC: *Weighted Average Cost of Capital* (Custo Médio Ponderado de Capital);

Nesse modelo de fluxo de caixa descontado, os administradores podem incrementar o valor da firma, *ceteris paribus*, por meio do aumento da soma dos fluxos de caixa futuros e/ou pela diminuição do custo de capital. Para aumentar o valor da empresa também é fundamental a mitigação dos custos de agência. Estes podem surgir: do conflito entre gestores e credores, quando os primeiros tentam abaixar o custo do capital de terceiros; ou do conflito entre gestores e acionistas diante de decisões sobre possíveis aquisições que podem aumentar as receitas da empresa e, teoricamente, o valor de seus fluxos de caixa futuros. (TSE, 2011).

<sup>1</sup>SMITH, A. **The wealth of nations**, 1776. Edited by Edwin Cannan, 1904. Reprint. New York: Modern Library, 1937.

Entre os trabalhos que defendem a teoria dos *shareholders*, deve-se ressaltar o de Jensen (2001). Para o autor, a questão essencial do debate sobre a função-objetivo das organizações encontra-se na opção das mesmas por um único objetivo ou por múltiplos objetivos. Conforme Jensen (2001), quando a firma opta por esse último ela permanece sem objetivo, pois não seria possível maximizar mais de uma dimensão e, assim, os gestores não estariam aptos para tomar decisões corretas diante de critérios que não são claros.

Como exemplo, Jensen (2001) utiliza uma situação na qual o administrador enfrenta um *trade-off* entre o aumento dos lucros da firma ou o incremento de sua participação no mercado, esboçada na Figura 2.2. Nela, se a empresa adotar múltiplos objetivos, como os de aumentar o lucro e o *market share*, os gestores tomariam decisões embasadas em critérios subjetivos e, provavelmente, não maximizariam os lucros nem a participação no mercado.



**Figura 2.2 – Conflitos de escolhas na presença de múltiplos objetivos**

Fonte: Jensen (2001, p. 10).

Sundaram e Inkpen (2004, p. 353) formularam cinco argumentos a favor da primazia da teoria dos *shareholders*:

1. O objetivo de maximizar o valor dos proprietários favorece os *stakeholders*;
2. Maximizar o valor dos acionistas cria incentivos apropriados para os gestores assumirem riscos empresariais;

3. Adotar mais de uma função-objetivo tornará a administração da empresa difícil, senão impossível;
4. É mais fácil para os *stakeholders* se tornarem acionistas do que o inverso;
5. No caso de não cumprimento dos contratos, os *stakeholders* (não proprietários) usufruem de maior proteção contratual e do sistema legal do que os acionistas.

O primeiro argumento é fundamentado pela suposição de que ao maximizar o valor dos proprietários, maximiza-se o valor global da firma. Para os autores, só os detentores dos direitos residuais (acionistas) buscam a valorização da companhia, visto que as demais partes interessadas não possuem motivações para incrementar o valor da firma acima do ponto em que as suas obrigações sejam asseguradas. Assim, para os credores não importa se a empresa tem um desempenho bom ou excelente e, dessa maneira, eles podem considerar excessivamente arriscados projetos que aumentariam o valor da empresa.

Sundaram e Inkpen (2004) justificam o segundo argumento pela afirmação de que a gestão voltada para os *stakeholders* diminui os incentivos para a empresa assumir riscos. Para os autores, os acionistas se preocupam com o risco sistemático (não diversificável) dos fluxos de caixa da empresa, uma vez que eles já possuem portfólios bem diversificados, que mitigam o risco não sistemático. Todavia, os demais *stakeholders* e os gestores são mais avessos a riscos e preocupam-se com risco total da companhia. Nesse sentido, a adoção da função-objetivo que equilibra os interesses de todas as partes, pode culminar com a não aprovação de projetos de investimento relativamente mais arriscados (como novos mercados, produtos e tecnologias), que sustentam a competitividade da corporação e representam oportunidades de crescimento.

A terceira proposição é baseada no artigo de Jensen (2001). Para os autores não é possível administrar os interesses de múltiplos grupos, haja vista que as ambições desses participantes são muitos diferentes. Nas palavras de Sundaram e Inkpen (2004, p. 355):

*In summary, it is not possible to manage on behalf of multiple constituencies when their goals are in conflict. Even if it were possible to do so, it may not be socially desirable to allow managers the unfettered freedom to do so. Shareholder value, on the other hand, is a single-valued metric that is also observable and measurable.*

O quarto argumento refere-se ao fato de que os credores, fornecedores, consumidores e os empregados, mediante a compra de ações, poderem se tornar acionistas da empresa, sendo que o inverso é muito complexo. Por fim, Sundaram e Inkpen (2004) justificam a

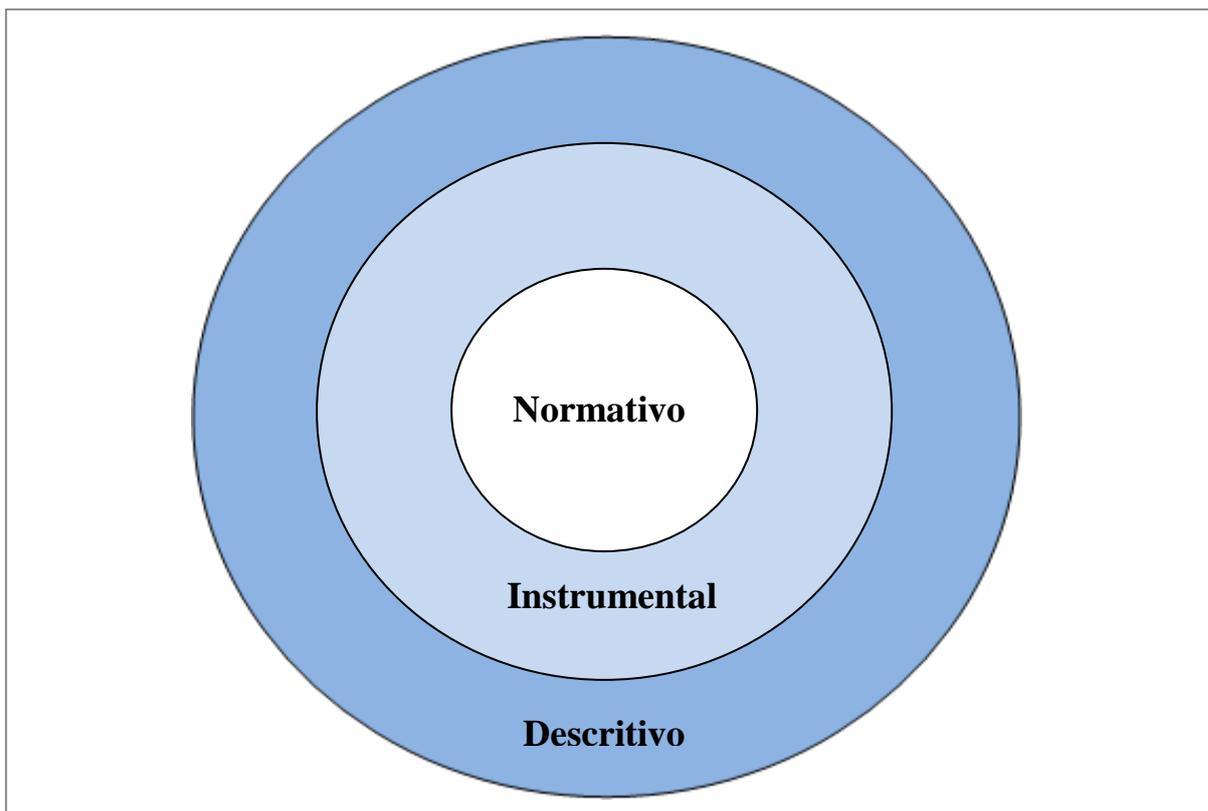
quinta alegação ao afirmarem que as demais partes interessadas possuem contratos apenas explícitos com a empresa, o que possibilita que elas recorram ao poder judiciário a qualquer momento. Já os acionistas, além dos contratos explícitos, também têm contratos implícitos com a firma referentes a seus direitos residuais sobre o fluxo de caixa líquido.

### **2.3.2 Teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders***

Conforme Freeman e Mcvea (2000), a abordagem *stakeholder* com enfoque estratégico surgiu na metade da década de 1980, com o intuito de desenvolver uma teoria que auxiliasse a tomada de decisões pelos gestores. Estes estavam sendo muito criticados devido ao período de instabilidade econômica nos Estados Unidos, em virtude do surgimento de novos concorrentes no mercado interno e externo, como a Alemanha e o Japão. O trabalho de Freeman (1984) pode ser considerado seminal sobre a teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*, definidos pelo autor como qualquer grupo ou indivíduo que afeta ou é afetado pelo alcance dos objetivos da firma. Porém, o conceito de *stakeholder* ainda não possui uma definição que é universalmente aceita.

A teoria dos *stakeholders* vem se desenvolvendo, de acordo com Freeman e Mcvea (2000), por meio de quatro linhas de pesquisa: planejamento estratégico; teoria dos sistemas; teoria das organizações; e responsabilidade social corporativa. A primeira reconhece que os *stakeholders* podem limitar as atividades de uma empresa e, portanto, os administradores devem compreender as necessidades desses grupos. A segunda e a terceira têm as mesmas raízes e focam no ambiente externo das companhias como um fator decisivo para o seu sucesso. Desse modo, as corporações são vistas como sistemas abertos que necessitam de estratégias coletivas para otimizar seu desempenho global, por meio do reconhecimento de todos os relacionamentos da organização. Por fim, a responsabilidade social corporativa salienta a importância da reputação da firma e da construção de relações de confiança com todos os grupos externos, independentemente de exigências legais.

Donaldson e Preston (1995) defendem que os *stakeholders* sejam definidos pelos seus legítimos interesses na organização, mais do que pelos os interesses da empresa nos *stakeholders*. Segundo os autores a teoria dos *stakeholders* tem avançado em função de três aspectos: sua precisão descritiva; seu poder instrumental; e sua validade normativa. Esses três fatores, embora distintos, se inter-relacionam como mostra a Figura 2.3.



**Figura 2.3 – Três aspectos da teoria dos *stakeholders***

Fonte: Donaldson e Preston (1995, p. 74).

Segundo Donaldson e Preston (1995) a teoria se utiliza do aspecto descritivo para expor e até explicar as características e os comportamentos específicos das corporações. Nesse sentido, ela se preocupa com questões sobre: a natureza da firma; a forma como as companhias são administradas atualmente; e a forma como os conselhos de administração gerenciam os interesses dos participantes da empresa. Já o aspecto instrumental faz uso dos dados descritivos para identificar conexões, ou a falta delas, entre a gestão voltada para os *stakeholders* e o alcance aos tradicionais objetivos empresariais como a lucratividade e o crescimento. Para tanto, atualmente aplicam-se métodos estatísticos convencionais. Por fim, o fator normativo, que representa a base de fundamentação (núcleo) da teoria dos *stakeholders*, busca interpretar a função-objetivo da corporação, por meio da identificação dos princípios morais e filosóficos que norteiam a gestão e as operações das companhias.

Jones (1995) afirma que a teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* está sendo construída pela integração do próprio conceito de *stakeholder* com aspectos econômicos da teoria da agência, da economia dos custos de transação e da teoria da equipe de produção. Assim, para o autor, a teoria foca nos contratos entre os *stakeholders* e a empresa, sendo que os relacionamentos confiáveis, nos quais prevalece a cooperação entre as

partes, ajudam a resolver os problemas relacionados ao oportunismo dos agentes econômicos. Dessa maneira, as companhias que adotam o modelo *stakeholder* poderiam criar vantagens competitivas sobre as demais que não a utilizam, em função da redução do oportunismo.

Freeman, Wicks e Parmar (2004, p. 366) contra-argumentam as suposições de Sundaram e Inkpen (2004) por meio de cinco proposições a favor da teoria dos *stakeholders*:

1. O objetivo de criar valor para os *stakeholders* favorece os acionistas;
2. Ao incrementar o valor dos *stakeholders*, criam-se incentivos apropriados para os gestores assumirem riscos empresariais;
3. Adotar apenas uma função-objetivo tornará a governança e a administração da empresa difícil, senão impossível;
4. É mais fácil para os acionistas se tornarem *stakeholders* do que o inverso;
5. No caso de não cumprimento dos contratos, os acionistas, em comparação com os *stakeholders*, são protegidos por mecanismos como o mercado de ações.

O primeiro argumento apoia-se na afirmação de que os acionistas são *stakeholders* e, portanto, ao conceber valor para os últimos, cria-se valor para os primeiros. Freeman, Wicks e Parmar (2004) sustentam a segunda proposição por meio da alegação de que no mundo atual os gestores frequentemente trabalham em conjunto com os *stakeholders*, como consumidores e fornecedores, para testar novas ideias, produtos e programas. Desse modo, os interesses dos *stakeholders* podem estar atrelados aos da empresa, como se observa na gestão da cadeia de suprimentos.

Os autores justificam o terceiro argumento ao reconhecerem a complexidade do ambiente em que as empresas atuam, no qual as incertezas obrigam os gestores a tomar decisões com base em julgamentos subjetivos. Para os autores, a teoria dos *shareholders* reduz essa complexidade e, dessa forma, as companhias ficariam mais suscetíveis a “miopia moral” dos gestores. Com isso, embora seja conveniente para os administradores distorcerem a realidade (tanto moralmente como legalmente), a função-objetivo de maximização da riqueza dos acionistas cria gestores que não se enxergam como agentes morais responsáveis por uma grande variedade de grupos.

A quarta proposição é fundamentada pela seguinte frase: “*Shareholders are already stakeholders*” (FREEMAN; WICKS; PARMAR, 2004, p. 367). Por fim, o último argumento se baseia na existência de mecanismos legais que protegem os interesses dos acionistas. Como

exemplo, eles citam a Lei Sarbanes-Oxley, sancionada em julho de 2002 nos EUA, cujo objetivo principal, de acordo com os autores, é aumentar a proteção aos acionistas.

### 2.3.3 Teoria dos *shareholders* vs. teoria dos *stakeholders*

O debate sobre qual a função-objetivo deve ser adotada pelas organizações está longe de acabar. A crise financeira de 2008 intensificou essa discussão, uma vez que diversas companhias que focavam na maximização da riqueza dos acionistas faliram. Diferentes bancos antes da crise se utilizaram, em demasia, da alavancagem financeira para fazer aquisições, na tentativa de aumentar seus fluxos de caixa futuros. Todavia, após períodos de grande crescimento, esses bancos como o inglês Northern Rock, o escocês RBS e o norte-americano Lehman Brothers entraram em colapso (TSE, 2011). Contemporaneamente, algumas empresas que gerenciam seus negócios de forma bem consistente com a teoria dos *stakeholders* como J&J, eBay, Google e Lincon Eletric, têm se mostrado lucrativas e criado valor para seus acionistas (FREEMAN; WICKS; PARMAR, 2004).

Embora a teoria dos *shareholders* possa encorajar os administradores a tomarem decisões imprudentes como o uso excessivo da alavancagem, essas posturas são consequências da interpretação incorreta por parte dos gestores sobre a função-objetivo de maximização da riqueza dos acionistas e não da teoria em si (TSE, 2011). Ademais, a teoria dos *stakeholders* ainda se encontra incipiente em alguns aspectos, principalmente, no que tange a definição de quem são os destinatários das organizações. As vantagens e desvantagens de ambas as teorias encontram-se no Quadro 2.1.

Em suma, entende-se que a função-objetivo que melhor atende as dimensões sociedade, empresa e profissional é a maximização da riqueza dos proprietários, visto que os acionistas são os detentores dos direitos residuais da empresa e, portanto, só serão remunerados depois que a firma cumprir suas obrigações com as demais partes interessadas. Não obstante a principal responsabilidade dos executivos seja a criação de valor de longo prazo e de forma sustentável para os acionistas, deve-se salientar a importância dos *stakeholders* para o sucesso das companhias. Pois, o estreitamento das relações entre a organização e todas as partes interessadas como consumidores, empregados, gestores, fornecedores e o governo, é um fator fundamental para o êxito e a sobrevivência das corporações em um mundo cada vez mais competitivo (SILVEIRA, 2010).

	<b>Teoria dos <i>shareholders</i></b>	<b>Teoria dos <i>stakeholders</i></b>
<b>Vantagens</b>		
	Destinatários claramente definidos: os acionistas são os detentores dos direitos residuais.	Todos os participantes da empresa - não somente os acionistas - podem se beneficiar com o valor criado pela organização.
	Objetivo claro a ser perseguido pelos gestores: a maximização da riqueza do acionista.	Possibilidade de criação de vantagens competitivas sustentáveis
	As ferramentas e as técnicas de gestão atuais são baseadas na criação de valor para os acionistas.	
<b>Desvantagens</b>		
	Em certos casos, o uso imprudente da alavancagem financeira na tentativa de criar valor para o acionista.	Múltiplos destinatários exigem objetivos múltiplos da organização, o que pode criar problemas para os gestores.
	Riscos excessivos assumidos pelos executivos em virtude da política de remuneração dos gestores, agravados pelo excesso de confiança dos mesmos.	O escopo da teoria permanece mal definido. Não é claro quem são destinatários.
		Necessidade de criação de novas ferramentas e técnicas de gestão baseadas na visão de equilíbrio de interesse dos <i>stakeholders</i> .

**Quadro 2.1 – Comparação entre as teorias dos *shareholders* e dos *stakeholders***

Fonte: Tse (2011, p. 59).

## 2.4 Governança corporativa

Conforme Becht, Bolton e Röell (2005), o debate sobre governança corporativa e sobre qual deve ser o foco da gestão das empresas começou por volta da década de 1930. Ainda segundo os autores, a expressão “governança corporativa” deriva de uma analogia entre o governo de cidades, estados ou países e a governança das corporações, sendo que o termo preciso parece ter sido usado pela primeira vez por Eells (1960)<sup>2</sup> para denominar a estrutura de funcionamento da política corporativa.

Ao longo das décadas de 1980, 1990 e 2000 o tema governança corporativa ganhou destaque exponencial tanto no âmbito acadêmico como no empresarial (SILVEIRA, 2010). Becht, Bolton e Röell (2005, p. 4) levantam seis razões para o aumento da relevância desse tema:

1. Onda de privatizações ocorrida pelo mundo nas décadas de 1980 e 1990;

<sup>2</sup>EELLS, R.S.F. **The meaning of modern business: an introduction to the philosophy of large corporate enterprise.** Columbia University Press, New York, 1960.

2. Reforma dos fundos de pensão e crescimento da poupança privada;
3. Onda de aquisições hostis nos Estados Unidos e na Europa;
4. Desregulamentação e integração dos mercados de capitais pelo mundo;
5. Crise na Ásia Oriental, na Rússia e no Brasil por volta de 1998;
6. Série de escândalos corporativos e falência de empresas norte-americanas.

O primeiro fenômeno refere-se às privatizações ocorridas principalmente na América Latina, na Europa Ocidental e na Ásia, que começaram no Reino Unido na década de 1980 e se espalharam nos anos 1990 para países como Itália, França, Espanha, Japão e Brasil. Para Becht, Bolton e Röell (2005), as privatizações levantaram questões sobre a propriedade e o controle dessas empresas, bem como salientaram a importância da proteção aos acionistas minoritários e do mercado de capitais para essas organizações. Por sua vez, o crescimento dos planos de contribuição definida canalizou um percentual crescente da poupança privada de famílias para investimentos produtivos por meio de investidores institucionais. A participação dos investidores institucionais em companhias de capital aberto cresceu significativamente ao longo da década de 1990. Atualmente, os fundos mútuos de investimentos e os fundos de pensão representam poderosos grupos de investidores, capazes de influenciar as práticas de governança das firmas (BECHT; BOLTON; RÖELL, 2005).

O terceiro fator trata do grande número de aquisições hostis nos Estados Unidos e na Europa ao longo das décadas de 1980 e 1990. Silveira (2010) destaca que muitos executivos norte-americanos se utilizaram de mecanismos anti-*takeover* (conhecidas como pílulas envenenadas, ou *poison pills*) para dificultar as tentativas de aquisição, o que culminou com o maior ativismo dos investidores institucionais e impulsionou as discussões sobre governança. A integração global dos mercados de capitais e o crescimento do mercado de ações na década de 1990 também aumentaram a importância da governança corporativa, uma vez que as regras de governança empresarial surgiram também como um meio de proteger e encorajar investidores estrangeiros a aplicarem seus recursos em mercados emergentes.

Contemporaneamente, as crises que afetaram o leste asiático (como a Coreia do Sul), a Rússia e o Brasil por volta de 1998, expuseram as deficiências nas práticas de governança das empresas desses países. Com isso, organismos multilaterais como a OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico), o FMI (Fundo Monetário Internacional) e o Banco Mundial passaram enfatizar a necessidade de reformas nos modelos de governança de países emergentes. Por fim, o último fenômeno apontado por Becht, Bolton e Röell (2005) está relacionado aos escândalos corporativos ocorridos nos Estados Unidos entre 2001 e 2003.

Entre as principais irregularidades encontram-se a adulteração de demonstrações contábeis, utilização de informações privilegiadas pelos executivos (*insider trading*) e crimes de evasão fiscal. Dessa maneira, essas fraudes mostraram a necessidade de aprimoramento das práticas de governança corporativa até mesmo em países desenvolvidos.

Silveira (2010) ainda destaca a crise financeira global de 2008, iniciada por problemas no mercado norte-americano de hipotecas *subprime* e bancos excessivamente alavancados, como um sétimo fator que corroborou a importância dos modelos de governança das organizações. Segundo o autor, além dos desequilíbrios financeiros globais, das taxas de juros excessivamente baixas e dos produtos financeiros altamente complexos, os sistemas de remuneração dos executivos vinculados a resultados insustentáveis no longo prazo e as falhas dos conselhos de administração no monitoramento dos riscos, também contribuíram para o surgimento da crise de 2008.

Esses sete fatores apontados acima intensificaram o debate sobre governança corporativa no mundo e aumentaram a relevância dessa linha de pesquisa. O próprio conceito de governança foi sendo moldado e até hoje pode ser encontrado em diferentes formas. Estas variam de acordo com a amplitude ou especificação da definição, bem como de acordo com a função-objetivo que é atribuída às companhias e, portanto, não existe um conceito único de governança corporativa. O Quadro 2.2 contém dez definições desse conceito, algumas que assumem a maximização da riqueza dos proprietários como função-objetivo das companhias e outras que assumem que as empresas devem focar no equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*.

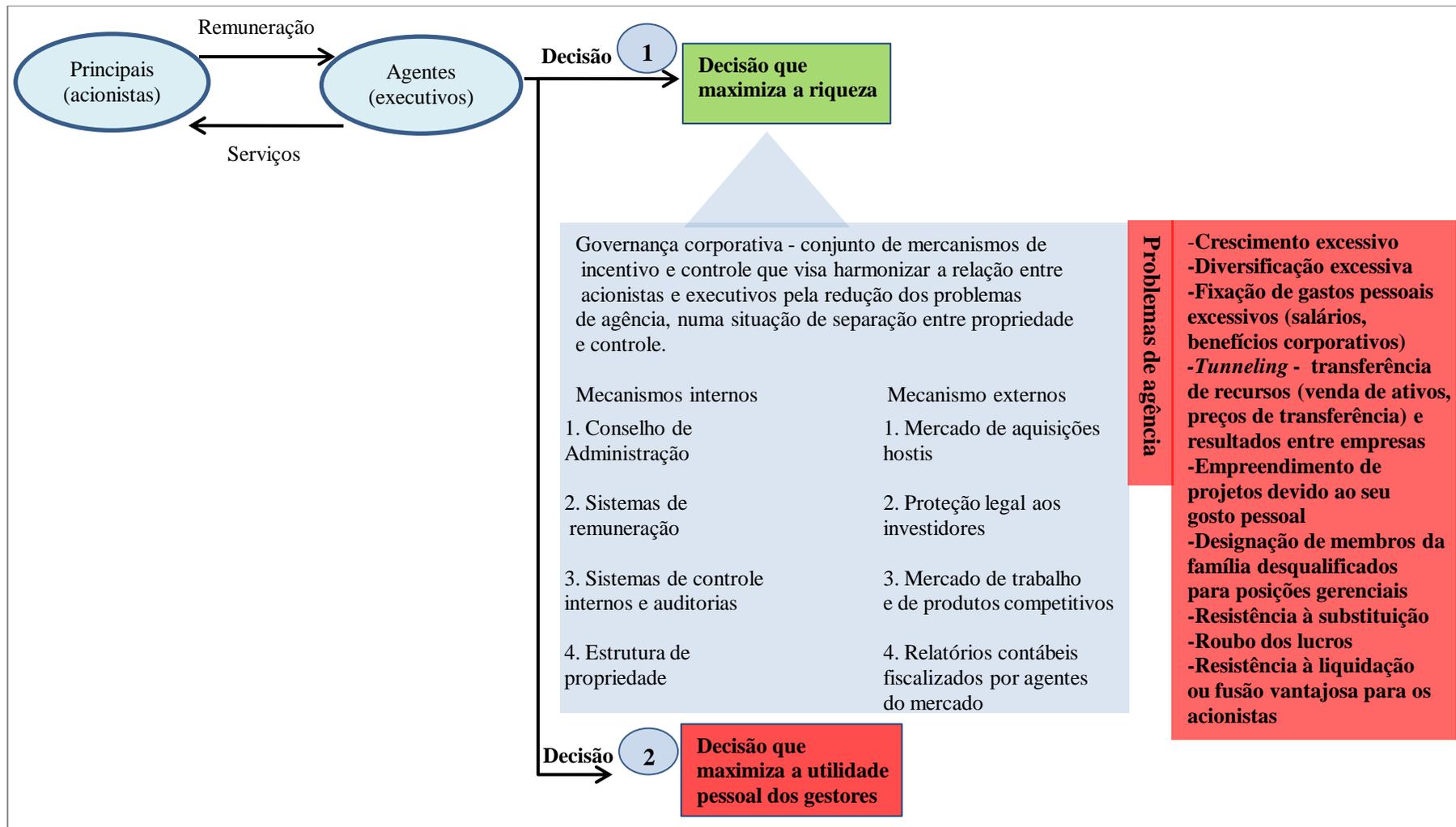
De acordo com Denis (2001), os estudos sobre governança corporativa emanam dos problemas advindos do divórcio entre propriedade e controle inerente às grandes corporações modernas, que repercutem no surgimento de custos de agência. O conflito de agência sugere uma definição de governança empresarial que reúna os problemas de seleção adversa e risco moral (comportamento oportunista dos agentes). Nesse sentido, a boa governança é aquela que seleciona os gestores mais capacitados e os torna responsáveis perante os acionistas (TIROLE, 2001). Dessa forma, a governança corporativa engloba um conjunto de mecanismos institucionais e de mercado, que induzem os gestores a maximizar o valor residual dos fluxos de caixa da firma em nome dos seus acionistas (DENIS, 2001). Essa definição de governança, focada na maximização da riqueza dos proprietários, é ilustrada pela Figura 2.4.

Já quando se assume que a função-objetivo das empresas é o equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*, a definição de governança se torna mais ampla e pluralista como a de

Oliveira (2006) no Quadro 2.2. Ela considera que as partes interessadas na organização (empregados, credores, consumidores, acionistas etc) devem ser protegidas de forma igualitária. Para Charreaux e Desbrières (2001), essa abordagem engloba a da maximização da riqueza dos acionistas e apresenta a vantagem de considerar o administrador o ator principal, mas não o único no processo de criação de valor. A Figura 2.5 caracteriza esse tipo de definição.

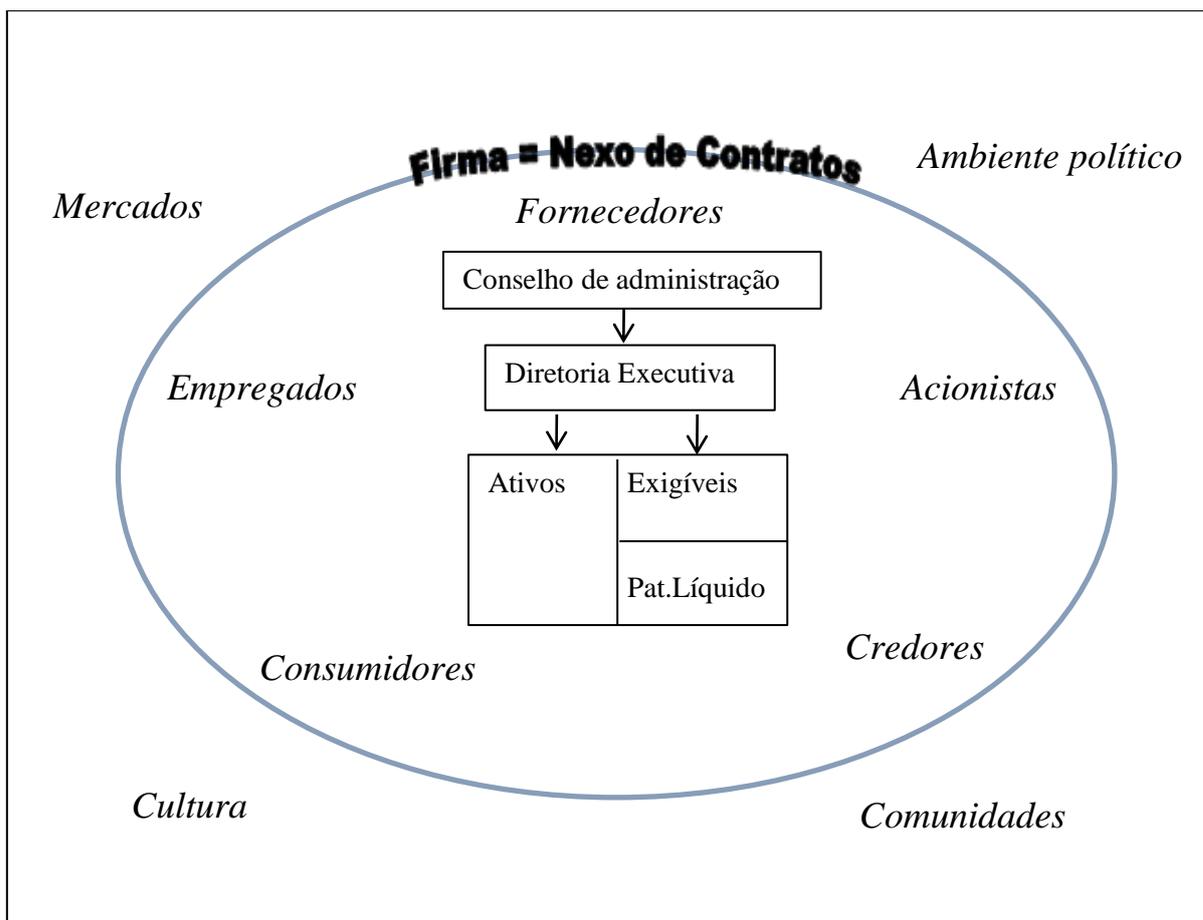
<b>Definições de Governança Corporativa</b>	<b>Fonte</b>
<i>“Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment”.</i>	Shleifer e Vishny (1997, p. 737)
<i>“First, a system of corporate governance is defined as more-or-less country-specific framework of legal, institutional and cultural factors shaping the patterns of influence that stakeholders (e.g managers, employees, shareholders, creditors, customers, suppliers and the government) exert on managerial decision-making”.</i>	Weimer e Pape (1999, p. 152)
<i>“Corporate governance is, to a large extent, a set of mechanisms through which outside investors protect themselves against expropriation by the insiders”.</i>	La Porta et al. (2000, p. 4)
<i>“The standard definition of corporate governance among economists and legal scholars refers to the defense of shareholders` interests”.</i>	Tirole (2001, p. 1)
<i>“We define corporate governance as the set of mechanisms – both institutional and market-based – that induce the self-interested controllers of a company (those that make decisions regarding how the company will be operated) to make decisions that maximize the value of the company to its owners (the suppliers of capital”.</i>	Denis e McConnell (2003, p. 1)
<i>“Corporate governance mechanisms are vehicles for reducing agency costs, i.e., tools for minimizing the destruction of market value caused by conflicts of interest between the firm`s stakeholders”.</i>	Bøhren e Ødegaard (2003, p. 2)
“Governança Corporativa é o conjunto de práticas administrativas para otimizar o desempenho das empresas - com seus negócios, produtos e serviços – ao proteger, de maneira equitativa todas as partes interessadas – acionistas, clientes, fornecedores, credores, funcionários, governo -, facilitando o acesso às informações básicas da empresa e melhorando o modelo de gestão”.	Oliveira (2006, p. 16)
<i>“A broad definition of corporate governance refers to the exercise of power over corporate entities”.</i>	Kapopoulos e Lazaretou (2009, p. 156)
“[...] numa organização com fins lucrativos, governança corporativa é o “conjunto de mecanismos (internos ou externos, de incentivo ou controle) que visa fazer com que as decisões sejam tomadas de forma a maximizar o valor de longo prazo do negócio e o retorno de todos os acionistas”.	Silveira (2010, p. 3)
“Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade”.	IBGC (2010, p. 19)

**Quadro 2.2 – Definições de governança corporativa**



**Figura 2.4 – Governança corporativa sob a ótica do modelo *shareholder***

Fonte: Silveira (2004, p. 32).



**Figura 2.5 – Governança corporativa sob a perspectiva do modelo stakeholder**  
 Fonte: Gillan (2006, p. 383).

#### 2.4.1 Mecanismos internos e externos de governança

Como exposto na Figura 2.4, há diferentes mecanismos que influenciam a estrutura de governança das empresas, os quais podem ser classificados como internos ou externos. Os primeiros também podem ser considerados endógenos, na medida em que são determinados por características e práticas da própria firma. Entre eles destacam-se o conselho de administração, as auditorias, os sistemas de remuneração, a estrutura de propriedade e controle entre outros.

O conselho de administração é um mecanismo fundamental de um modelo de governança e intermedeia as relações entre acionistas e a gestão operacional diária das corporações, efetuada pela diretoria executiva. Ele consiste em um órgão deliberativo e estruturado, responsável pela gestão estratégica do negócio e cujas finalidades básicas envolvem a proteção do patrimônio da empresa e a maximização do retorno dos investimentos

dos acionistas no longo prazo (OLIVEIRA, 2006). Segundo Denis e McConnell (2003), a maioria das companhias de capital aberto possui conselhos e suas funções primárias referem-se à contratação, demissão, monitoramento e a definição do pacote de remuneração dos executivos. Este último exerce um papel fundamental no alinhamento de interesses entre acionistas e gestores e, dessa forma, influencia o modelo de governança da companhia.

A eficácia do conselho depende, entre outros fatores, da forma como ele é composto, principalmente, no que tange a sua estrutura e seu tamanho (DENIS; McCONNELL, 2003). A estrutura do conselho refere-se a sua diversidade e independência, que para ser alcançada necessita que seus componentes, ou pelo menos uma parte significativa deles, não tenham algum vínculo com a organização, especialmente em relação aos executivos e aos acionistas relevantes.

Diversos trabalhos estudaram a relação entre as características do conselho de administração, as práticas de governança e o desempenho das corporações. Os resultados são divergentes. Carter, Simkins e Simpson (2003) encontraram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a diversidade do conselho e o valor das firmas. A pesquisa conduzida por Black, Jang e Kim (2006) evidenciou que as empresas de capital aberto da Coreia do Sul, com pelo menos 50% de conselheiros independentes, são mais valorizadas pelo mercado. Entretanto, recentemente Wintoki, Linck e Netter (2008), ao utilizarem o Método dos Momentos Generalizado (MMG) para um painel com mais de 6.000 companhias norte-americanas, não encontraram relação de causalidade entre a estrutura do conselho e o desempenho corporativo.

As auditorias interna e externa auxiliam o conselho de administração no monitoramento das decisões tomadas pelos gestores. Embora caiba ao conselho a avaliação e o controle interno adequado das informações financeiras prestadas pelos executivos, a revisão da integridade e confiabilidade dos relatórios financeiros é uma função legítima da auditoria interna (LINS *et al.*, 2011). Segundo Coram, Ferguson e Moroney (2006), para o Instituto de Auditores Internos (*Institute of Internal Auditors - IIA*), o objetivo da auditoria interna é dar suporte e fortalecer os mecanismos de governança corporativa, bem como a avaliar e melhorar a eficácia da gestão de riscos da companhia. Já a auditoria externa, que não é composta por funcionários da empresa, avalia não só as demonstrações financeiras, mas também a qualidade e a eficiência do trabalho dos auditores internos. Idealmente, as relações entre a auditoria interna, externa e o conselho de administração deveriam acontecer por meio do comitê de auditoria.

A estrutura de propriedade pode influenciar o conselho de administração e, por conseguinte, a diretoria executiva da companhia, uma vez que os acionistas participam e votam na assembleia geral, podendo eleger ou destituir os membros do conselho. Destarte, o modelo de governança corporativa das firmas pode ser uma consequência da escolha inicial por determinada estrutura de propriedade (ACHARYA; VOLPIN, 2010). A concentração de propriedade pode resultar em maior monitoramento e pressão sobre os executivos, entretanto também pode culminar com a expropriação da riqueza dos acionistas minoritários. Por outro lado, a dispersão da estrutura de propriedade poder aumentar a liquidez das ações da companhia e ajudar na profissionalização da gestão. Contudo, existe a possibilidade de os executivos exercerem um poder excessivo sobre as decisões da empresa, as quais podem ir de encontro com os interesses dos acionistas.

A Figura 2.6 esboça o relacionamento entre os mecanismos internos de governança. Além dos mecanismos internos, a proteção legal aos investidores, os mercados de controle corporativo, de produtos e de trabalho, bem como os agentes de mercado, também afetam as estruturas de governança empresarial. Assim, os mecanismos externos de governança estão vinculados ao ambiente legal, institucional e competitivo em que as empresas operam.

A eficácia da proteção legal aos investidores pode oferecer maior segurança quanto ao exercício dos direitos de propriedade dos acionistas. Conforme La Porta *et al.* (2000), empiricamente, a maior proteção legal aos investidores está associada a modelos de governança mais eficazes, caracterizados por mercados financeiros mais abrangentes e valiosos, estruturas de propriedade dispersas e eficiência na alocação de capital pelas empresas. Ao mesmo tempo, a maior fiscalização exercida pelos agentes do mercado (analistas, agências classificadoras de risco e de *ratings* de governança) pode aumentar a pressão por boas práticas de governança corporativa que visam a maximização do valor da firma (SILVEIRA, 2010).

Os mercados de trabalho e de controle corporativo também podem influenciar a estrutura de governança das empresas. A elevada competição do primeiro e o maior ativismo do segundo podem repercutir na demissão dos gestores e, portanto, representam mecanismos disciplinadores da conduta dos mesmos. O mercado de trabalho, quase sempre, se refere à disponibilidade de mão-de-obra qualificada para assumir os cargos de presidente da diretoria (CEO-*Chief Executive Officer*) e do conselho (*Chairman*), bem como outros cargos da gestão (GILLAN, 2006).



para as organizações que operam em setores com maior nível de competição não foi averiguado o mesmo impacto.

#### **2.4.2 Princípios e benefícios da governança corporativa**

Um modelo de governança corporativa, em geral, está fundamentado em princípios que orientam a maneira como se devem estabelecer as relações entre a organização e todos os públicos interessados nela. Entre os códigos sobre as práticas diferenciadas de governança corporativa pode-se destacar o da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico), que foi aprovado em 1999. Intitulado de “*OECD Principles of Corporate Governance*”, este código, que foi revisado em 2004, tornou-se uma referência internacional para investidores, empresas, governos e país membros ou não da OCDE. Sua versão revisada de 2004 cobre seis tópicos (OECD, 2004, p. 14):

1. Assegurar a base para um estabelecimento eficaz da governança corporativa;
2. Os direitos dos acionistas e as principais funções da estrutura de propriedade;
3. O tratamento equânime dos acionistas;
4. A função das demais partes interessadas (*stakeholders*) no modelo de governança corporativa;
5. Divulgação de informações e transparência;
6. As responsabilidades do conselho de administração.

O primeiro, em suma, salienta a necessidade do estabelecimento de uma base jurídica, regulamentar e institucional adequada e claramente dividida entre os órgãos responsáveis nos países, levando em consideração o seu desempenho econômico global e a transparência dos mercados. Para que, dessa maneira, todos os agentes do mercado possam confiar nas relações contratuais privadas e, assim, garantir o enquadramento eficaz das práticas de governança corporativa. Já o segundo tópico ressalta os direitos básicos dos acionistas, no que tange a suas participações nas decisões das assembleias gerais e a obrigatoriedade de serem bem informados, principalmente, quando houver mudanças na estrutura de propriedade. Dessa forma, a governança corporativa deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos proprietários.

Ademais, o modelo de governança deve garantir o tratamento igualitário de todos os acionistas, inclusive os minoritários e os estrangeiros, como relatado no terceiro tópico. Nesse

sentido, as informações privilegiadas são proibidas e todos os sócios devem ser reparados por eventuais violações de seus direitos. O quarto princípio defende que os direitos dos *stakeholders* da companhia, conforme previstos na legislação ou por meio de acordos mútuos, devem que ser assegurados pelas estruturas de governança. Mais amplamente, deve-se incentivar a cooperação ativa entre empresas e as demais partes interessadas para a criação de riquezas, empregos e a sustentação de empresas financeiramente sólidas.

Por sua vez, a governança empresarial tem a função de garantir a divulgação precisa e atualizada de todos os fatos relevantes, como informações sobre sua situação financeira, seu desempenho, sua estrutura de propriedade e seu modelo de governança. Por fim, o último tópico trata das responsabilidades do conselho de administração. Entre elas destacam-se: reverter e orientar a estratégia corporativa; selecionar, remunerar, fiscalizar e, se necessário, substituir os principais executivos; e garantir a integridade do sistema contábil e financeiro das companhias. Em resumo, a estrutura de governança deve assegurar a orientação estratégica da firma, o monitoramento eficaz da diretoria executiva pelo conselho de administração e a prestação de contas dos conselheiros para com a empresa e os acionistas.

Baseado, entre outras fontes, nas orientações da OECD (2004), o código de melhores práticas de governança corporativa do IBGC (2010, p. 19) destaca quatro princípios básicos de um sistema de governança empresarial:

1. **Transparência:** além da obrigação de informar, as companhias devem disponibilizar para as partes interessadas informações pelas quais elas se interessam, mesmo que não sejam impostas por disposições legais ou regulamentos. Portanto, não se restringe a dados referentes ao desempenho econômico-financeiro e contempla os demais fatores, inclusive intangíveis, que norteiam a prática gerencial e refletem na criação de valor;
2. **Equidade:** configura-se no tratamento justo de todos os proprietários e demais partes interessadas, não sendo permitidas atitudes ou políticas discriminatórias sob qualquer pretexto;
3. **Prestação de contas (*accountability*):** os agentes de governança (sócios, gestores, conselheiros fiscais e auditores) devem prestar contas de sua atuação, responsabilizando-se integralmente pelas consequências de seus atos e omissões;
4. **Responsabilidade corporativa:** os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade da companhia, com foco na longevidade da mesma e a incorporação de considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e das operações.

Outro princípio desejado em um sistema de governança corporativa é denominado de *enforcement*. Segundo La Porta *et al.* (1998) ele refere-se a “garantia de execução” das leis que protegem os direitos dos investidores, uma vez que apenas a existência delas não assegura aos investidores o retorno de seus investimentos, havendo a necessidade de um sistema que promova o cumprimento dessas leis.

A adoção de práticas de governança empresarial alicerçada nos princípios anteriormente descritos pode beneficiar as companhias de diferentes formas. Silveira (2010) aponta dois tipos de benefícios: os externos, associados à maior facilidade de captação de recursos e à redução do custo de capital; e os internos, atrelados ao aprimoramento do processo decisório na alta gestão.

De acordo com Stulz (1999), a assimetria informacional e o problema de agência resultam na possibilidade de os gestores não conseguirem levantar os recursos necessários para investirem em todos os projetos disponíveis com VPL (Valor Presente Líquido) positivo. E, mesmo que conseguissem captá-los, eles seriam extremamente caros. Nesse sentido, Stulz (1999) ressalta a capacidade dos mecanismos de governança de diminuir o custo de capital total da companhia, que pode ser calculado pelo custo médio ponderado de capital (*WACC-Weighted Average Cost of Capital*). Para o autor, o fenômeno da globalização reduz o custo de capital das empresas por meio do melhoramento das práticas de governança corporativa, incrementando o valor das firmas.

Além disso, a redução do custo de capital da companhia repercute na diminuição da remuneração mínima exigida em seus projetos de investimento (taxa mínima de atratividade), aumentando o número de projetos viáveis e, por conseguinte, a rentabilidade global dos seus empreendimentos (SILVEIRA, 2010). Ademais, o impacto positivo da adoção de boas práticas de governança corporativa sobre o valor de mercado das organizações poderia advir da maior demanda dos investidores pelas ações de empresas com melhores modelos de governança.

A relação entre os mecanismos de governança empresarial e fatores corporativos foi objeto de estudo de diversos trabalhos acadêmicos. As pesquisas variam de acordo com o tipo de abordagem, objetivos, amostra e técnicas econométricas utilizadas. Na literatura nacional e internacional podem-se encontrar evidências sobre a relação entre as práticas de governança corporativa e: maior valor de mercado (KLAPPER; LOVE, 2004; DURNEV; KIM, 2005; BLACK; JANG; KIM, 2006; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006); melhor desempenho operacional (CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999; BROWN; CAYLOR, 2004;

KLAPPER; LOVE, 2004; CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005); menor custo de capital (LANG; LUNDHOLM, 1996; BLACK, 2001; GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; BHOJRAJ; SENGUPTA, 2003; ASHBAUGH; COLLINS; LAFOND, 2004); entre outras variáveis corporativas.

Alguns trabalhos também pesquisaram, como os de La Porta *et al.* (1998, 1999), a relação entre o ambiente legal em que as empresas estão inseridas e as práticas de governança corporativa adotadas. O artigo de Klapper e Love (2004) contou com uma amostra de 374 empresas de 14 países emergentes, entre eles o Brasil. Os resultados mostraram que as organizações que operam em países com sistemas legais menos desenvolvidos caracterizam-se por piores níveis de governança corporativa, os quais apresentaram correlação positiva com o tamanho, as oportunidades de crescimento, a intangibilidade dos ativos e a emissão de ADRs (*American Depositary Receipts*) das firmas. Durnev e Kim (2005) realizaram um estudo com companhias de vinte sete países, incluindo o Brasil, que corroborou alguns resultados de Klapper e Love (2004). Os autores encontraram evidências de que melhores práticas de governança corporativa estão positivamente relacionadas com oportunidades de crescimento, necessidade de financiamento externo e concentração na estrutura de propriedade, sendo que essa relação é mais forte em ambientes legais mais desfavoráveis para os investidores.

### **2.4.3 Sistemas de governança corporativa pelo mundo**

As características do sistema financeiro no qual as empresas operam influenciam o modelo de governança corporativa adotado por elas. Segundo Johnson *et al.* (2010), em geral, os sistemas financeiros podem ser classificados em quatro diferentes tipos, que não são mutuamente excludentes, isto é, existem países cujo sistema financeiro pode ser classificado em mais de uma categoria. O primeiro (*market-based financial system*) tem nos mercados a sua fonte primária de captação de recursos, há o predomínio do financiamento por meio de capital próprio (via ações), de estruturas de propriedades pulverizadas, de mercados de controle corporativo ativos e de mercados de mão de obra flexíveis. Ele pode ser encontrado nos Estados Unidos, no Reino Unido e na Austrália.

Há também o sistema financeiro focado em bancos (*bank-based financial system*), os quais representam a principal fonte de capital na economia. Nele, o financiamento de longo prazo ocorre, em sua maioria, por capital de terceiros (*debt*), com o endividamento das companhias. A estrutura de propriedade é caracterizada por blocos de acionistas

controladores, os mercados de controle corporativo não são atuantes e os mercados de trabalho são rígidos. Em países como Japão, Alemanha e Áustria pode-se observar esse sistema

O terceiro tipo é centrado em famílias tradicionais (*family-centred financial system*), mesmo que os financiamentos ocorram por meio do mercado acionário e dos bancos. Nos países onde há o predomínio desse sistema, a maioria das firmas é controlada por um único acionista que representa, em geral, famílias tradicionais. Dessa maneira, essas famílias controlam a maioria do capital na economia. Esse modelo predomina no sudeste da Ásia, como na Coreia do Sul.

Por fim, a última categoria é o sistema financeiro de economias emergentes (*financial system of emerging economy*), como no caso do Brasil, da China e da Índia. Nele, a concentração da estrutura de propriedade e os mecanismos informais surgem como alternativas para combaterem a incipiência dos modelos de governança. Nesses países, os sistemas financeiros baseados em bancos, mercados ou famílias perdem espaço para os governos, oligarcas e grandes corporações. No entanto, de acordo com Johnson *et al.* (2010), com o passar do tempo os sistemas financeiros devem migrar para sistemas focados em famílias, bancos e/ou mercados.

Em geral, podem-se dividir os sistemas de governança corporativa em duas categorias: o modelo baseado no mercado (*market-based model*); e o modelo baseado no controle (*control-based model*) (BAI *et al.*, 2004). O primeiro modelo é encontrado nos Estados Unidos e no Reino Unido e se caracteriza por: conselhos de administração independentes; estruturas de propriedade dispersas; transparência na divulgação de informações; mercados ativos de aquisições hostis; e infraestrutura legal bem desenvolvida. Já o segundo sistema de governança é observado comumente em economias emergentes e na Europa, onde predominam: conselhos que não são independentes (geralmente tomados por membros da diretoria executiva); estruturas de propriedade concentradas; transparência limitada na divulgação de informações; mercados de controle corporativo quase inexistentes; e famílias tradicionais ou bancos extremamente influentes (BAI *et al.*, 2004). Contudo, essa classificação é muito simplista, sendo que algumas peculiaridades dos diversos modelos de governança espalhados pelo mundo encontram-se no Quadro 2.3.

Entre os diversos sistemas de governança corporativa existentes no mundo, os mais eficazes são aqueles que oferecem maior segurança aos seus financiadores quanto ao retorno de seus investimentos, conseguindo atrair um grande volume de recursos para a corporação. Shleifer e Vishny (1997) descreveram algumas formas pelas quais as companhias podem ter

acesso a fontes de financiamento. A primeira delas decorre da reputação dos gestores no mercado de capitais ou de expectativas excessivamente otimistas dos investidores sobre o retorno de seus investimentos em certos momentos esporádicos.

<b>Características definidoras</b>	<b>Modelo anglo-saxão</b>	<b>Modelo alemão</b>	<b>Modelo japonês</b>	<b>Modelo latino-europeu</b>	<b>Modelo latino-americano</b>
<b>Financiamento predominante</b>	<i>Equity</i>	<i>Debt</i>	<i>Debt</i>	Indefinida	<i>Debt</i>
<b>Propriedade e controle</b>	Dispersão	Concentração	Concentração com cruzamentos	Concentração	Familiar concentrado
<b>Propriedade e gestão</b>	Separadas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas
<b>Conflitos de agência</b>	Acionistas-direção	Credores-acionistas	Credores-acionistas	Majoritários-minoritários	Majoritários-minoritários
<b>Proteção legal a minoritários</b>	Forte	Baixa ênfase	Baixa ênfase	Fraca	Fraca
<b>Conselho de Administração</b>	Atuantes, foco em direitos	Atuantes, foco em operações	Atuantes, foco em estratégia	Pressões para maior eficácia	Vínculos com gestão
<b>Liquidez da participação acionária</b>	Muito Alta	Baixa	Em evolução	Baixa	Especulativa e oscilante
<b>Forças de controle mais atuantes</b>	Externas	Internas	Internas	Internas migrando para Externas	Internas
<b>Governança corporativa</b>	Estabelecida	Adesão crescente	Ênfase crescente	Ênfase em alta	Embrionária
<b>Abrangência dos modelos de governança</b>	Baixa	Alta	Alta	Mediana	Em transição

### **Quadro 2.3 – Comparação entre os modelos de governança corporativa**

Fonte: Elaborado por Andrade e Rossetti (2006, p. 336) baseado em Paula (2003)<sup>3</sup>; Naughton (2002)<sup>4</sup>; Becht, Bolton e Röell (2002).

Todavia, para captar recursos, em geral, as organizações têm que conceder poderes aos investidores. Nesse sentido, Shleifer e Vishny (1997) apontaram a proteção legal aos investidores contra a expropriação de suas riquezas (por parte dos executivos e acionistas controladores), como um dos mecanismos de governança empresarial capaz de possibilitar o acesso a esses fundos. Na ausência de leis que protejam os interesses dos financiadores, a

<sup>3</sup>PAULA, G. M. **Governança corporativa no Brasil e México: estrutura patrimonial, práticas e políticas públicas**. Uberlândia, UFU, 2003.

<sup>4</sup>NAUGHTON, A. **Corporate governance: an international perspective**. Southcoast: Griffith University, 2002.

concentração na estrutura de propriedade, por meio de grandes acionistas, poderia mitigar os custos de agência, com um monitoramento mais efetivo sobre os gestores. Porém, os proprietários com grandes participações também poderiam expropriar a riqueza dos demais acionistas ao buscarem os benefícios privados do controle.

Ainda de acordo com Shleifer e Vishny (1997), a concentração na estrutura de propriedade e a proteção legal são mecanismos complementares de governança corporativa. Modelos de governança considerados eficientes como o norte-americano, o japonês e o alemão combinam uma proteção legal eficaz com alguns grandes acionistas. Contudo, ao mesmo tempo, os autores reconheceram que ainda não há evidências suficientes que apontam qual é o melhor sistema de governança corporativa.

#### **2.4.4 O modelo brasileiro de governança corporativa**

A evolução do modelo brasileiro de governança corporativa pode ser mais bem compreendida à luz do desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais no Brasil (CARVALHO, 2002). Conforme Gorga (2006), historicamente esses mercados foram controlados pelo Estado, sendo que o mercado financeiro foi oficialmente estabelecido durante o século XIX, para transformar a economia depois do fim da escravidão. Já as atividades do mercado de capitais brasileiro iniciaram-se com a fundação da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro em 1845 e da Bolsa de Valores de São Paulo em 1895 (originalmente Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo) (SILVEIRA, 2010).

Segundo Silveira (2010), ao longo do século XX a política intervencionista do Estado, atuando como catalisador da atividade econômica (empresas estatais e concessão de subsídios), atrelada à economia fechada brasileira (aberta no início dos anos 1990, sob o governo Collor) diminuiu a competição entre as empresas nacionais e, por conseguinte, as suas necessidades de captação de recursos, de investimentos e de inovações.

O primeiro desenho de uma legislação sobre as sociedades por ações ocorreu em 1940, sob o governo de Getúlio Vargas (GORGA, 2006). Mesmo assim, os mercados continuaram fortemente regulamentados, uma vez que os corretores eram funcionários públicos, que detinham o direito hereditário exclusivo de negociar ações, e as taxas de corretagem e o número de corretoras eram estipulados pelo governo (BLACK; CARVALHO; GORGA, 2008). O processo de liberação iniciou-se depois do golpe militar de 1964 com: a aprovação da primeira Lei do Mercado de Capitais, para regular as ofertas de valores mobiliários (Lei Nº 4.728/1965); a criação da Comissão de Valores Mobiliários (Lei Nº 6.385/1976); e a

promulgação da Lei das Sociedades por Ações (Lei Nº 6.404/1976) (BLACK; CARVALHO; GORGA, 2008).

Ainda segundo Black, Carvalho e Gorga (2008), durante as décadas de 1970 e 1980 o governo criou uma série de incentivos para o desenvolvimento do mercado acionário, com destaque para o Fundo 157, que representou um incentivo fiscal que oferecia aos contribuintes a opção de utilizar uma parcela do imposto de renda para a aquisição de ações. Para Silveira (2010), essa tentativa de fomentar artificialmente o mercado de ações gerou dois efeitos colaterais. O primeiro foi uma bolha especulativa que teve seu ápice em 1971, em função da combinação do pequeno número de empresas listadas com o rápido crescimento da demanda por ações. Enquanto o segundo refere-se à criação de um mercado acionário caracterizado por: centenas de empresa que, de fato, não gostariam de ter aberto seu capital; e um sistema de duas classes de acionistas com diferentes direitos e deveres, que se tornaria um dos principais problemas do modelo brasileiro de governança. No final dos anos 1980 havia mais de 600 empresas de capital aberto no Brasil, das quais boa parte só estava interessada nos incentivos fiscais e seus grandes acionistas não estavam dispostos a dividir o controle das corporações (BLACK; CARVALHO; GORGA, 2008).

A década de 1990 foi marcada pelo processo de privatização, que só começou após a aprovação da Lei Nº 9.457/97. Esta revogou o artigo 254 da Lei Nº 6.404/1976, cujo conteúdo garantia aos acionistas minoritários (com direito a voto) o direito de vender suas ações pelo mesmo preço pago aos acionistas do bloco controlador (direito de *tag-along*) em uma eventual alienação do controle (GORGA, 2006). Assim, em geral, o processo de privatização não contribuiu para o desenvolvimento do mercado de capitais do país, pois o prêmio de controle foi inteiramente recebido pelo governo. Como explica Gorga (2006, p.818):

*However, the passage of Law 9.457/97, weakened the rights of minority shareholders, and the government received the entire control premium of the privatization sales. The privatization program in Brazil has not significantly fostered the development of capital markets. The Brazilian case, instead, has been an example of North's account of path dependence. The outcome of privatization in Brazil appears to contradict empirical evidence that suggests that privatizations in the world have dramatically increased the number of shareholders and market liquidity.*

No final dos anos 1990, uma parcela significativa das companhias brasileiras emitiu ADRs ou passou a negociar suas ações apenas na Bolsa de Valores de Nova Iorque (*New York Stock Exchange – NYSE*), culminado com quase nenhum IPO (*Initial Public Offering*) e uma grande queda no número de empresas listadas em bolsa no Brasil (BLACK; CARVALHO;

GORGA, 2008). Ainda na década de 1990, a liquidação pelo Banco Central de grandes bancos privados, que revelaram esquemas de fraude nos registros e padrões contábeis, fortaleceu a preocupação com a necessidade de melhorar os padrões de governança corporativa (BORGES; SERRÃO, 2005). Em 1995 fundou-se o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que seria renomeado em 1999, passando a se chamar Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (SILVEIRA, 2010).

Contemporaneamente, a falência e os problemas financeiros enfrentados por várias companhias evidenciaram a ineficácia administrativa e o claro abuso por parte dos controladores (CARVALHO, 2002). Silveira (2005) denominou essa conjuntura de círculo vicioso da governança corporativa no Brasil. Para o autor, o risco país da época e a ausência de mecanismos legais de proteção aos minoritários repercutiam na subavaliação do preço das ações em relação ao seu valor intrínseco, aumentando o distanciamento entre as empresas e o mercado de capitais. Como havia poucos incentivos para a adoção de melhores práticas de governança, observava-se, com frequência, a expropriação da riqueza dos investidores.

Dessa maneira, o tema governança corporativa tornou-se relevante para empresas, investidores, órgãos reguladores e o governo, o que culminou com a nova Lei das S.A.s (10.303/01), que entrou em vigor em março de 2002. Segundo Silveira (2005, p. 60), entre as principais alterações dessa reforma podem-se citar:

- A obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico aos ordinaristas minoritários, em caso de: cancelamento do registro de companhia aberta, elevação da participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, ou em caso de fusão ou aquisição;
- A obrigatoriedade do adquirente do controle de companhia aberta realizar oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos demais acionistas da companhia, em caso de alienação direta ou indireta de controle, sendo assegurado, a estes acionistas minoritários, preço equivalente a no mínimo 80% do valor pago pelas ações representativas do bloco de controle pelo adquirente;
- O direito de os preferencialistas elegerem um membro para o conselho de administração, desde que representem, no mínimo, 10% do capital social da companhia;
- A possibilidade de participação no conselho de administração de representantes dos empregados, facultada a decisão à empresa;

- A limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas, em vez de 67% anteriores, para as sociedades anônimas instituídas após a publicação da lei;
- O fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), concedendo ao órgão maior independência funcional e financeira;
- A possibilidade de o estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os minoritários, propiciando uma forma mais rápida para a resolução de conflitos.

Entretanto, Carvalho (2002) alerta sobre falta de amplitude da reforma na Lei das S.A.s e a constatação de que as reformas de âmbito legal não seriam as únicas responsáveis pela modernização do mercado de capitais brasileiro, em virtude da grande influência política exercida pelos grupos controladores. Como exemplo, o autor cita o fracasso da tentativa de reintroduzir o direito de *tag along*, que garantia aos minoritários 100% do preço pago aos controladores e acrescenta:

A reforma da Lei das Sociedades por Ações começou como um projeto grandioso que procurava reajustar a legislação brasileira às necessidades reais de um mercado de capitais moderno e que, de fato, funcionasse como uma fonte de financiamento para as empresas. No entanto, ao longo de 2000, foi-se percebendo que as forças reformistas perdiam o momento e o conteúdo da reforma se esvaziava. Prova disso foi o gigantesco número de propostas de emendas (cerca de 200) que, em grande parte, propunham redução nos direitos dos minoritários. O projeto foi finalmente aprovado pela Câmara dos Deputados em 2001 e deixou uma clara percepção de que não se deve esperar que reformas legais modifiquem radicalmente o panorama do mercado de capitais (CARVALHO, 2002, p. 27).

Antevendo as limitações da nova Lei das S.A.s (10.303/01), o setor privado assumiu a responsabilidade da execução de reformas no panorama do mercado de capitais brasileiro. Esse fato é ilustrado pela criação dos níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) implantados pela Bovespa em dezembro de 2000. Em suma, de acordo com a BM&FBovespa (2011), quando esses segmentos de governança corporativa entraram em vigor em 2001, eles continham as respectivas exigências:

a) (N1): manutenção em circulação de um percentual mínimo de ações, representando 25% do capital; realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; melhoria nas informações prestadas trimestralmente, incluindo a exigência de consolidação e de demonstração de fluxo de caixa; divulgação de operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores

ou administradores da empresa; divulgação de informações sobre contratos com partes relacionadas; divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*.

- b) **(N2)**: a classificação de companhia listada no Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, envolve a adoção de um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. De forma sucinta, os critérios de listagem de companhia Nível 2 são: mandato unificado de um ano para todo o conselho de administração; disponibilização de balanço anual seguindo as normas US GAAP ou do IASB; extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais; direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo; obrigatoriedade de realização de oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Nível 2; adesão à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários.
- c) **(NM)**: a participação de uma companhia no “Novo Mercado” exige os critérios do Nível 2 de governança bem como: emissão, exclusivamente, de ações ordinárias, garantindo a todos os acionistas o direito de voto.

Em maio de 2011 o regulamento para listagem nos segmentos Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 sofreu algumas alterações. Entre as inovações que se aplicam às companhias listadas nesses três segmentos podem-se destacar: a vedação à cumulação dos cargos de presidente do conselho de administração e da diretoria executiva ou principal executivo, pela mesma pessoa; e a obrigatoriedade das companhias elaborarem e divulgarem os termos de sua política de negociação de valores mobiliários bem como seu código de conduta.

Para o Novo Mercado e o Nível 2 inclui-se também: a obrigação de o conselho de administração divulgar manifestações acerca das condições de qualquer oferta pública de ações, levando em consideração o interesse do conjunto de acionistas; e a vedação às disposições estatutárias referentes a cláusulas pétreas, quorum qualificado e que limitem o número de votos de acionistas em percentuais inferiores a 5% do capital social, exceto nos casos previstos em lei ou em regulamentação especial aplicável à atividade da companhia. Por fim, com relação ao Nível 2 ampliou-se aos preferencialistas o direito de *tag along* de 100% do preço pago aos controladores em uma eventual alienação de controle (BM&FBOVESPA, 2011). O Quadro 2.4 compara algumas exigências desses segmentos e do tradicional.

Ademais, podem-se destacar outras duas medidas em prol da maior eficácia das práticas de governança corporativa no Brasil: a Resolução Nº 3.792/09 do Conselho Monetário Nacional (CMN); e a Instrução Nº 480 de dezembro de 2009 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A primeira estabeleceu limites para os investimentos dos fundos de pensão em renda variável, de acordo com o segmento de listagem da BM&FBovespa no qual estão inseridas as companhias que receberão os recursos. Segundo o artigo 37 dessa resolução, os investimentos de renda variável devem observar, em relação aos recursos de cada plano, o limite de até: 70%, 60%, 50%, 45% e 35% em ações de companhias do Novo Mercado, Nível 2, Bovespa Mais, Nível 1 e Segmento Tradicional, respectivamente (BACEN, 2011). Dessa forma, essa medida incentiva a alocação de recursos dos fundos de pensão em empresas com melhores práticas de governança.

A Instrução Nº 480 da CVM, que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários, contribuiu para a melhoria das práticas de governança corporativa das companhias nacionais, por meio do aumento das exigências de divulgação de informações. Entre as informações pode-se destacar a divulgação, de forma detalhada, sobre a remuneração dos membros dos conselhos de administração e fiscal e da diretoria executiva, no que tange: i) remuneração fixa anual; ii) remuneração variável; iii) benefícios pós-emprego; iv) benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo; e v) remuneração baseada em ações (CVM, 2009).

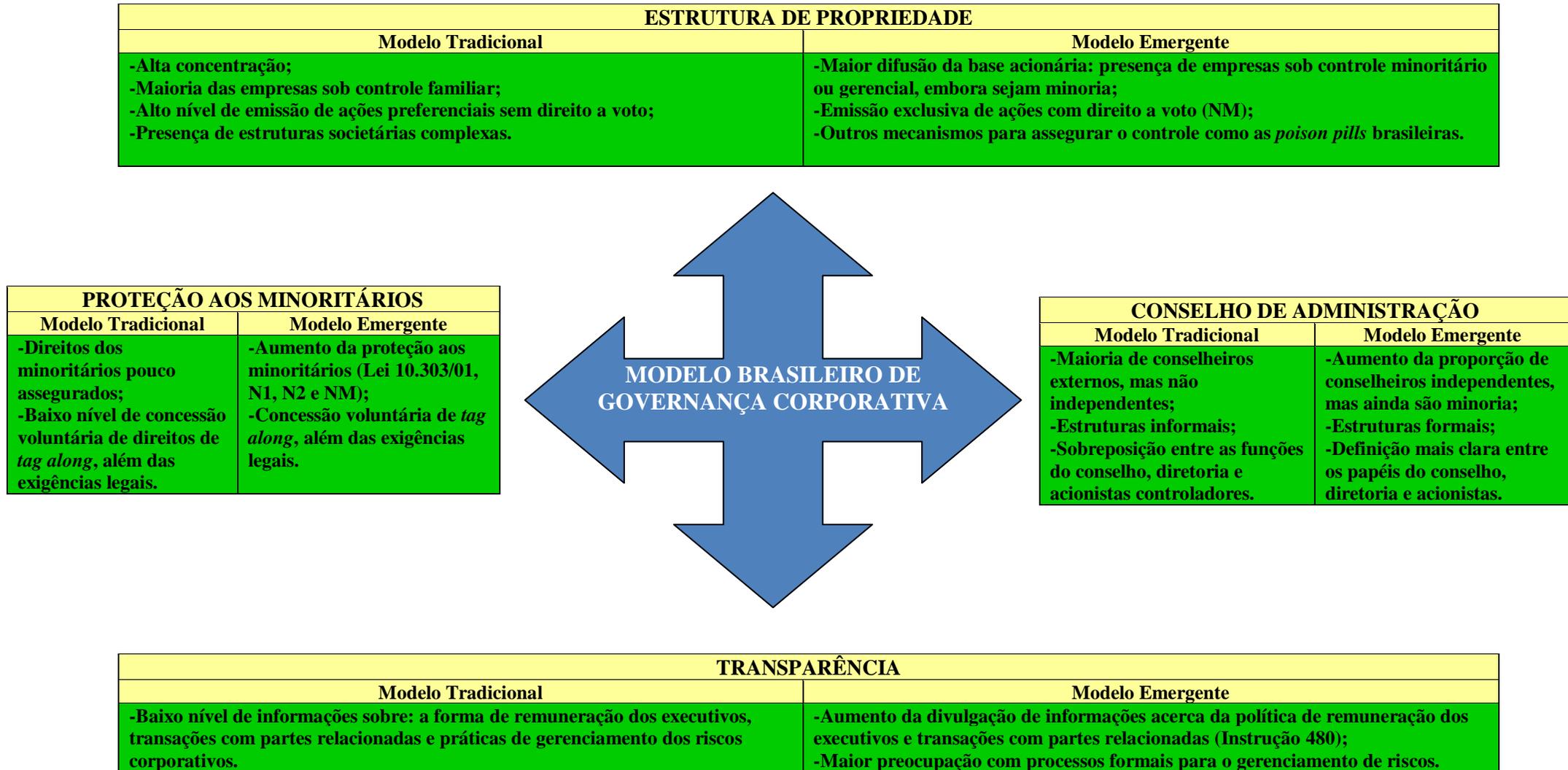
A história recente do Brasil relatada até aqui, principalmente, com relação ao contexto econômico, as fontes de financiamento e a legislação societária do país, influenciaram significativamente o modelo de governança corporativa das companhias nacionais. Conforme Silveira (2010, p. 176): “O resultado foi a criação e a manutenção de um *establishment* corporativo tripartite [...]”. Neste, de acordo com o autor, atuam empresas estatais, companhias multinacionais e conglomerados familiares bem conectados politicamente.

O modelo de governança empresarial brasileiro encontra-se em contínua evolução, o que possibilita o surgimento de dois tipos de estruturas, denominadas de tradicional e emergente, embora a primeira ainda seja adotada pela maioria das companhias. Por meio das constatações de McKinsey & Company e Korn/Ferry International (2001), Black, Carvalho e Gorga (2008) e Silveira (2010), pode-se caracterizar esses dois modelos em função dos seguintes mecanismos: estrutura de propriedade, conselho de administração, proteção aos acionistas minoritários e transparência na divulgação de informações, como ilustrado na Figura 2.7.

	<b>NOVO MERCADO</b>	<b>NÍVEL 2</b>	<b>NÍVEL 1</b>	<b>SEGMENTO TRADICIONAL</b>
<b>Características das ações emitidas</b>	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	
<b>Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)</b>	No mínimo 25% de free float			Não há regra
<b>Distribuições públicas de ações</b>	Esforços de dispersão acionária			Não há regra
<b>Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)</b>	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra	
<b>Composição do conselho de administração</b>	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	
<b>Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)</b>	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
<b>Obrigações do conselho de administração (a partir de 10/05/2011)</b>	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	
<b>Demonstrações financeiras</b>	Traduzidas para o inglês			Conforme legislação
<b>Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos</b>	Obrigatório			Facultativo
<b>Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)</b>	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
<b>Concessão de <i>tag along</i></b>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
		100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)		
<b>Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico</b>	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	
<b>Adesão à câmara de arbitragem do mercado</b>	Obrigatório		Facultativo	

#### **Quadro 2.4 – Comparativo entre os segmentos de governança corporativa**

Fonte: BM&FBovespa (2011).



**Figura 2.7 – Modelos brasileiros de governança corporativa**

Fonte: Elaborado a partir de McKinsey & Company e Korn/Ferry International (2001); Black, Carvalho e Gorga (2008); Silveira (2010).

Por fim, além das características expostas na Figura 2.7, o modelo de governança corporativa das empresas no Brasil apresenta mais uma peculiaridade. Esta se refere ao conselho fiscal, órgão separado do conselho de administração, permitido pela legislação brasileira. De acordo com Black, Carvalho e Gorga (2008), esse mecanismo surgiu para substituir o comitê de auditoria, muitas vezes inexistente nas companhias nacionais. Ainda segundo os autores, o conselho fiscal, que deve ter entre 3 a 5 membros, detém amplos poderes para investigar os relatórios financeiros e tecer opiniões sobre os mesmos na assembleia geral anual.

## **2.5 Estrutura de propriedade: estudos empíricos e problemas econométricos**

A estrutura de propriedade e controle de uma companhia representa sua composição acionária, mais especificamente, a forma como suas ações estão distribuídas entre seus diferentes tipos de proprietários. Estes, de forma ampla, podem ser caracterizados como internos (*insiders*) ou externos (*outsiders*), sendo que os primeiros englobam os executivos, os conselheiros e outros empregados da firma, enquanto os segundos referem-se aos demais acionistas como investidores individuais e investidores institucionais (fundos de pensão, mútuos, de *hedge*, companhias de seguro, bancos etc) não vinculados profissionalmente com a empresa (CONNELLY *et al.*, 2010). Em virtude dessa distinção, pode-se dividir a estrutura societária das organizações em interna (*inside ownership* ou *managerial ownership*) e externa (*outside ownership*).

Segundo Gugler, Mueller e Yurtoglu (2008), desde as constatações de Berle e Means (1932) sobre a separação entre propriedade e gestão nas grandes corporações, que auxiliaram na formulação da teoria da agência de Jensen e Meckling (1976), diversos estudos testaram hipóteses a respeito da natureza do conflito entre gestores e proprietários e tentaram mensurar as suas consequências econômicas. Ainda de acordo com os autores, essa literatura, implicitamente ou explicitamente, assumiu o modelo de governança corporativa anglo-saxão no qual: os proprietários são os acionistas; a estrutura de propriedade é pulverizada; e os gestores não possuem uma participação acionária significativa.

Grande parte dessas primeiras pesquisas analisou a estrutura de propriedade interna das companhias, como foco empírico nas hipóteses do efeito-incentivo (ou alinhamento) e do efeito-entrenchamento, elaboradas por Jensen e Meckling (1976), Mock, Shleifer e Vishny (1988) e Stulz (1988). De acordo com Fahlenbrach e Stulz (2009), nessa literatura, uma maior concentração na estrutura de propriedade interna beneficiaria os acionistas, pois incentivaria

os gestores a maximizarem o valor da firma, uma vez que eles também usufruiriam dessa maximização. Porém, a partir de certo ponto os gestores passariam a perseguir os benefícios privados do controle à custa dos demais investidores, repercutindo na diminuição do valor da companhia. Com isso, em geral, espera-se um relacionamento não linear e não monotônico entre o desempenho da organização e sua estrutura de propriedade interna (FAHLENBRACH; STULZ, 2009).

Conforme Denis e McConnell (2003), durante as décadas de 1970 e 1980, as pesquisas sobre governança corporativa focaram no modelo norte-americano (que continuam a ser desenvolvidas). No início dos anos 1990, começaram a aparecer trabalhos que abordaram outros modelos, inicialmente os do Japão, do Reino Unido e da Alemanha e, posteriormente, de outros países desenvolvidos e emergentes ao redor do mundo (DENIS; McCONNELL, 2003).

O divórcio entre propriedade e gestão evidenciado por Berle e Means (1932), que moldou o debate sobre governança corporativa no problema de agência entre administradores e proprietários, foi questionado por trabalhos como os de La Porta, Lopes-De-Silanes e Shleifer (1999), Claessens, Djankov e Lang (2000) e Lins (2003). A pesquisa de La Porta, Lopes-De-Silanes e Shleifer (1999), cuja amostra compreendeu 691 empresas dos 27 países mais ricos do mundo (baseado na renda per capita de 1993), apresentou evidências sobre o predomínio da elevada concentração da propriedade nas empresas, que estão, em geral, sob o controle de famílias e do Estado. Claessens, Djankov e Lang (2000) constataram que mais de dois terços das 2.980 firmas de nove países do leste asiático, que compuseram sua amostra, são controladas por um único acionista. Por fim, a estatística descritiva do artigo de Lins (2003), para uma amostra de 1.433 companhias de 18 países emergentes (entre elas 59 brasileiras), mostrou que, em média, 69% dessas organizações possuem pelos menos um bloco controlador que atua na gestão.

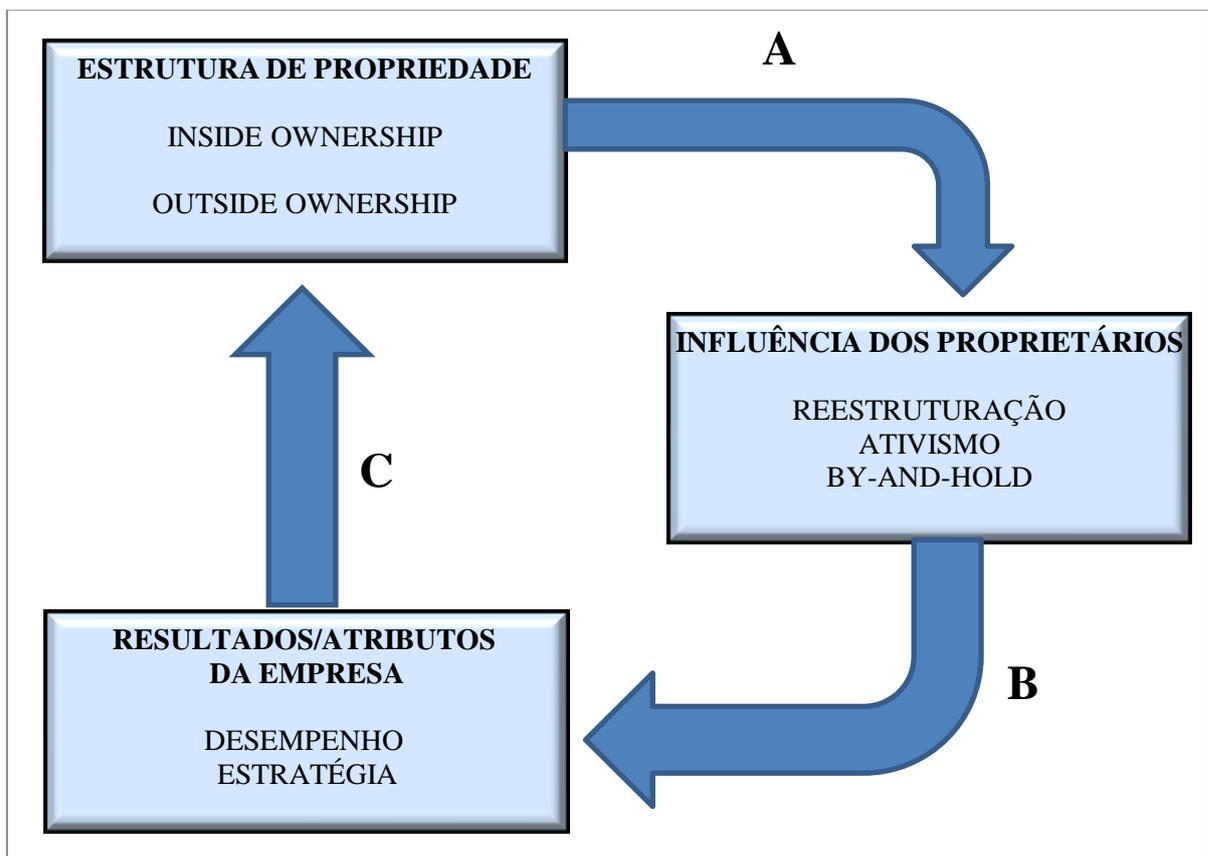
Com a concentração da estrutura societária, o enfoque do modelo de governança corporativa das companhias deixa de ser a resolução do conflito de agência entre gestores e acionistas e passa a representar a mitigação do choque de interesses entre acionistas controladores e minoritários, com o intuito de evitar a expropriação da riqueza dos segundos pelos primeiros. A expropriação do fluxo de caixa da empresa pelos acionistas controladores pode ocorrer de várias maneiras. Entre elas, Okimura, Silveira e Rocha (2007) destacam: autonegação em cargos executivos privilegiados; pagamento de salários excessivos a si próprios; transferência de ações com desconto; ato de *insider trading*; e utilização de ativos da empresa como garantia para suas transações pessoais.

Efeitos positivos e negativos são esperados da concentração de propriedade. Embora os acionistas controladores sejam incentivados a monitorarem os gestores, eles também podem prejudicar os minoritários em favor de seus próprios interesses (CLAESSENS *et al.*, 2002). Mesmo com a mudança do paradigma do conflito de agência, o efeito-incentivo e o efeito-entrenchamento da estrutura societária sobre o valor das empresas podem existir. Todavia, o foco agora representa a composição acionária do acionista ou bloco controlador. Esses dois efeitos da concentração na estrutura de propriedade e controle sobre o desempenho corporativo podem ser explicados da seguinte forma (CLAESSENS; FAN, 2002; ANDRADE; ROSSETTI, 2006):

1. Efeito-alinhamento (ou incentivo): a concentração de propriedade teria um impacto positivo no desempenho corporativo por meio da provável redução dos custos de agência. Essa redução estaria ligada à possibilidade de o monitoramento da gestão ser efetuado pelos controladores de forma eficaz, no sentido de equalizar os interesses dos acionistas e dos administradores. Pois, caso os controladores buscassem os benefícios privados do controle por meio de práticas como o uso de informações privilegiadas e nomeações para cargos no conselho de administração, os acionistas minoritários poderiam apreçar as ações da companhia com certo desconto, diminuindo a riqueza dos grandes acionistas. Dessa maneira, uma elevação na concentração da estrutura de propriedade poderia aumentar o valor de mercado corporativo, uma vez que sinalizaria para o mercado uma solução satisfatória para os custos de agência, por meio do maior alinhamento de interesses entre gestores e acionistas;
2. Efeito-entrenchamento: a partir de certa faixa de concentração na estrutura de propriedade e controle, à medida que aumenta a participação dos grandes acionistas na propriedade e, principalmente, no controle da companhia, o conselho de administração e o mercado de aquisições hostis perdem espaço para o poder exercido pelo bloco controlador. Em uma situação na qual a estrutura de propriedade difere da estrutura de controle da firma, como em países onde é permitida a emissão de duas classes de ações, o controle pode ser consolidado por meio de menores participações no total das ações da organização. A elevada concentração na estrutura societária pode permitir que os acionistas controladores, dado seu domínio sobre o processo de decisão, expropriem a riqueza dos acionistas minoritários por meio de práticas como: pagamento excessivo de salários ou de outros benefícios autoconcedidos; e resistência a ações vantajosas para os demais acionistas como liquidação, cisões e fusões. Com

isso, a partir de certo percentual de concentração na estrutura societária, conforme ela aumentasse, os custos de agência se intensificariam e o valor da firma diminuiria.

Diante dos efeitos expostos acima, nota-se que a estrutura de propriedade e controle representa um mecanismo fundamental do modelo de governança corporativa das companhias, podendo favorecer ou prejudicar o processo de criação de valor das organizações. Connelly *et al.* (2010) explicam a forma como a estrutura societária atua como um mecanismo de governança por meio da Figura 2.8. Segundo os autores, a seta A ilustra o relacionamento entre a estrutura de propriedade (interna e externa) e a influência exercida pelos tipos de proprietários que podem: tentar reestruturar as atividades e/ou a estrutura de propriedade da empresa; trabalhar dentro da estrutura de propriedade vigente, mas procurar influenciar as práticas gerenciais da firma através de várias formas de ativismo; ou adotar uma postura não ativista, permanecendo com suas ações (*buy-and-hold*) e demonstrando confiança na gestão.



**Figura 2.8 – Estrutura de propriedade e suas relações**

Fonte: Adaptado de Connelly *et al.* (2010, p. 1563).

A seta B refere-se à relação entre a influência exercida pelos proprietários e as características e resultados da companhia. A estrutura societária poderia influenciar: o desempenho operacional e o valor de mercado da firma; as estratégias da empresa no que tange aos seus investimentos em P&D; a diversificação de seus produtos; os seus processos de aquisição; e o seu modelo de governança corporativa, principalmente, por meio do conselho de administração, da política de remuneração dos gestores e do mercado de controle corporativo. Por fim, a seta C sugere que os potenciais acionistas da empresa tomam suas decisões de investimento com base nos atributos e resultados da mesma e, destarte, os dois últimos influenciariam a estrutura de propriedade da companhia, que se configuraria em uma variável endógena. Demsetz e Lehn (1985) foram um dos primeiros a considerar a estrutura de propriedade como endógena, acrescentando variáveis de controle como o tamanho da empresa, suas despesas com P&D e medidas de potencial controle no seu modelo de regressão.

Os trabalhos internacionais e nacionais sobre estrutura de propriedade e controle diferem-se, principalmente, com relação: à abordagem (estrutura de propriedade como variável exógena ou endógena); ao tipo de amostra (dados em painel ou *cross-section*); às variáveis utilizadas (dependentes, independentes e de controle); aos modelos (estático ou dinâmico); e aos métodos de estimação empregados (Mínimos Quadrados Ordinários, Efeitos Fixos, Efeitos Aleatórios, Método dos Momentos Generalizado etc). Essas diferenças resultam em estudos que apresentam conclusões divergentes e, dessa forma, ainda não há anuência a respeito do impacto exercido pela estrutura de propriedade sobre desempenho das corporações. O Quadro 2.5 demonstra essa diversidade por meio de dez trabalhos sobre estrutura societária que variam quanto aos objetivos, às variáveis utilizadas para mensurar o desempenho, às variáveis escolhidas como *proxy* para a estrutura de propriedade e controle, às técnicas econométricas empregadas e às conclusões.

Os pesquisadores, ao elaborarem estudos empíricos sobre estrutura de propriedade e controle, se deparam com diversos problemas econométricos, que caso não sejam solucionados, podem repercutir em inferências errôneas sobre a relação entre as variáveis. Börsch-Supan e Köke (2002) ressaltam quatro tipos de problemas frequentemente enfrentados pelos estudiosos que desejam fazer inferências válidas sobre a influência dos mecanismos de governança corporativa sobre o desempenho corporativo: causalidade reversa; omissão de variáveis; viés de seleção da amostra; e erro de mensuração das variáveis.

Autores/Período	Objetivo/Amostra total	Variáveis do estudo*		Técnicas Econométricas	Conclusões
		Desempenho	EP**/Outras		
Demsetz e Lehn (1985) / 1976-1980.	- Testar determinantes da concentração da EP; - Testar a relação entre a concentração da EP e o desempenho das empresas / 511 empresas norte-americanas, incluindo instituições financeiras e prestadoras de serviços públicos.	Rentabilidade sobre o PL (média de 1976-1980).	Concentração da EP: transformação logística da soma das participações dos (as): 5 maiores acionistas; 20 maiores acionistas; 5 maiores investidores individuais e famílias; investidores institucionais entre os 5 maiores acionistas; índice de Herfindahl para a soma dos 5 maiores acionistas. / <i>Dummies</i> dos setores: financeiro, de prestação de serviços públicos e de meios de comunicação; medidas de potencial controle: erro padrão estimado pela regressão do retorno mensal da ação pelo retorno mensal da carteira de mercado; volatilidade dos retornos mensais da ação; desvio-padrão dos retornos contábeis anuais; indicadores de despesas com P&D, capital e publicidade; e tamanho da empresa (Ativo Total).	Regressão por Mínimos Quadrados Ordinários ( <i>cross-section</i> ).	- Enfatizou e importância de se considerar a EP como variável endógena; - Seus resultados não apontaram relação significativa entre a concentração da estrutura de propriedade e taxa de retorno das organizações.
Mock, Shleifer e Vishny (1988) / 1980.	- Testar a relação entre a EP dos conselheiros e o desempenho das firmas, considerando o efeito-incentivo e o efeito-entrenchamento/ 371 empresas do Fortune 500.	Q de Tobin; Rentabilidade (fluxos de caixa líquidos da empresa menos o valor da depreciação ajustado pela inflação/custo de reposição do capital acionário).	EP dos conselheiros: faixas de corte: = EP dos conselheiros se $< 0,05$ , senão = $0,05$ ; = 0 se EP dos conselheiros $< 0,05$ , ou = EP dos conselheiros menos $0,05$ se EP dos conselheiros estiver entre $0,05$ e $0,25$ , ou = $0,20$ se EP dos conselheiros for maior ou igual a $0,25$ ; = 0 se EP dos conselheiros $< 0,25$ , ou = EP dos conselheiros menos $0,25$ se a EP dos conselheiros for maior ou igual a $0,25$ / Indicadores de despesas com P&D e publicidade, endividamento, tamanho da empresa (custo de reposição dos ativos); <i>dummies</i> dos setores.	Regressão do tipo <i>Piecewise (cross-section)</i> .	- Os resultados apontaram um relacionamento não monotônico entre a EP dos conselheiros e o Q de Tobin. - Relação positiva entre a EP dos conselheiros e o Q de Tobin das firmas para as faixas de corte de 0% a 5% e acima de 25% da EP. - Relação negativa entre EP dos gestores e o Q de Tobin da firmas para a faixa de corte de 5% a 25% da EP.
Himmelberg, Hubbard e Palia	- Investigar a relação entre <i>managerial</i>	Q de Tobin; Retorno sobre	<i>Managerial ownership</i> (m): % de ações com direito a voto sob posse de	Regressão por Mínimos Quadrados Ordinários;	- A EP dos gestores e o desempenho das firmas são

(1999) / 1982-1992.	<i>ownership</i> ** *e características observáveis e não-observáveis das empresas; - Testar a relação entre <i>managerial ownership</i> e o desempenho das firmas / por volta de 420 companhias	Ativo.	conselheiros e diretores; $m^2$ (termo quadrático); $m1$ (= $m$ se $0,00 < m < 0,05$ ou igual a $0,05$ ; $m2$ (= $m$ menos $0,05$ se $0,05 < m < 0,25$ ou = $0,00$ se $m$ menor ou = $0,05$ ou = $0,20$ se $m$ maior ou = $0,25$ ); $m3$ (= $m$ menos $0,25$ se $0,25 < m < 1,00$ ou = $0,00$ se $m$ menor ou = $0,25$ ); participação acionária média de cada gestor) / S: Tamanho da firma (log da receita); S <sup>2</sup> ; K/S: Ativo Imobilizado /Receita); (K/S) <sup>2</sup> ; margem operacional; risco idiossincrático da empresa; despesas com P&D/Ativo Imobilizado; despesas com publicidade/Ativo Imobilizado; despesas com capital/Ativo Imobilizado.	Regressão com Efeitos-Fixos; Regressão por Mínimos Quadrados em Dois Estágios com Efeitos-Fixos (instrumentos: tamanho da empresa e risco idiossincrático) (painel não-balanceado).	determinados por características comuns e que parte delas é observável pela econometria. - As variações na EP dos gestores não explicaram as variações no desempenho das firmas.
Demsetz e Villalonga (2001) /1976-1980.	- Averiguar a relação entre EP e o desempenho das empresas / 223 companhias norte-americanas, incluindo empresas prestadoras de serviços públicos e instituições financeiras.	Q de Tobin; Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido.	Transformação logística da soma das participações dos: 5 maiores acionistas; e dos conselheiros e diretores que detêm pelos menos 0,02% do total das ações. / indicadores de despesas com P&D, publicidade e Ativo Imobilizado; <i>dummies</i> para empresas dos setores financeiro, de prestação de serviços públicos e de meios de comunicação; endividamento geral; Beta da ação com base nos retornos mensais; erro padrão estimado pela regressão do retorno mensal da ação pelo retorno mensal da carteira de mercado; tamanho da empresa (Ativo Total).	Regressão por Mínimos Quadrados Ordinários; Regressão por Mínimos Quadrados em Dois Estágios (instrumentos: Beta mensal da ação; volatilidade dos retornos mensais da ação; tamanho da empresa (Ativo Total)) ( <i>cross-section</i> ).	- Não foram observadas evidências de que variações na EP resultam em variações sistemáticas no desempenho das firmas; - A EP é escolhida para maximizar a lucratividade da empresa e que embora a dispersão na EP repercuta em problemas de agência, ela proporciona vantagens para as empresas.
Claessens <i>et al.</i> (2002) / 1996.	- Separar o efeito-incentivo do efeito-entrenchamento da EP dos controladores; -Averiguar a relação entre a estrutura de propriedade/controlado e o	Q de Tobin.	Concentração da EP em posse do maior acionista; Controle – Propriedade (% de ações ordinárias menos % total de ações sob posse do maior controlador; <i>dummy</i> (= 1 se controle excede propriedade, senão = 0) <i>dummy</i> (= 1 se a diferença entre propriedade e controle excede a	Regressão por Mínimos Quadrados Ordinários; Regressão com Efeitos Aleatórios ( <i>cross-section</i> ).	- Separou-se o efeito incentivo do efeito-entrenchamento da EP dos maiores acionistas; - A concentração da EP dos maiores acionistas mostrou uma relação positiva com o valor de mercado das empresas.

	desempenho das firmas / 1.301 companhias de 8 países diferentes do leste da Ásia.		mediana da amostra, senão = 0) / taxa de crescimento das vendas em relação ao ano anterior (oportunidades de crescimento); idade da empresa; tamanho da empresa (log do Ativo Total do ano anterior); <i>dummy</i> (= 1 se o balanço é consolidado, senão = 0); <i>dummies</i> dos setores.		- A concentração da estrutura de controle dos maiores acionistas apresentou uma relação negativa com o valor de mercado; - Os resultados sugerem que o risco de expropriação dos acionistas minoritários pelos controladores é o principal problema de agência na maioria dos países.
Lins (2003) / 1995.	- Testar a relação entre a EP dos gestores, de grupos familiares e de acionistas controladores que não participam da administração, e o desempenho das firmas, levando em consideração a proteção legal aos investidores de cada país / 1.433 empresas não financeiras de 18 mercados emergentes.	Q de Tobin; Múltiplo Valor de Mercado sobre o Patrimônio Líquido (PBV ou MBV); Retorno Operacional do Ativo.	<i>Managerial ownership</i> : % de ações com direito a voto de diretores e conselheiros; <i>dummy</i> (= 1 se <i>managerial ownership</i> está entre 5% e 20%, senão = 0); <i>dummy</i> ( <i>managerial ownership</i> está acima de 20% = 1, senão = 0); <i>Non-management blockholders ownership</i> : % de ações sob posse de acionistas controladores que não participam nem da diretoria nem do conselho; <i>dummy</i> (se o controlador não faz participa da gestão da empresa = 1, senão = 0); <i>dummy</i> (= 1 se o bloco controlador participa da gestão e tem mais de 20% do total das ações da companhia, senão = 0); <i>dummy</i> (= 1 se o bloco controlador participa da gestão e tem entre 5% e 20% do total das ações da companhia, senão = 0); Tamanho da empresa (log do Ativo Total); oportunidades de investimento ( <i>capital expenditures to assets</i> ); endividamento; Alfa e Beta da ação.	Regressão com Efeitos-Fixos/ Regressão por Mínimos Quadrados Ordinários em Dois Estágios (instrumentos: Alfa e Beta da ação) ( <i>cross-section</i> ).	- O excesso de controle dos gestores proporcionalmente a EP dos mesmos, tem um efeito negativo sobre o valor de mercado das empresas; - Blocos controladores que não participam da gestão podem aumentar o valor da firma.
Gugler, Mueller e Yurtoglu (2008) / 1996-2000.	- Separar o efeito-incentivo do efeito-entrenchamento da EP dos gestores, por meio de	Q de Tobin; (q); Indicador <i>Return on investment to its cost of capital</i>	VS: valor de mercado das ações sob posse de diretores e conselheiros (para captar o efeito-incentivo); VS <sup>2</sup> (termo quadrático); IS: percentual de ações sob	Regressão por Mínimos Quadrados Ordinários; Regressão pelo Método dos Momentos	- O efeito-incentivo, mesurado por VS, em geral, mostrou uma relação positiva com o desempenho;

	duas variáveis distintas; - Averiguar a relação entre <i>managerial ownership</i> e o desempenho das companhias / 6.904 empresas não financeiras de 23 países.	(q marginal).	posse de diretores e conselheiros (para captar o efeito entrincheiramento) / Tamanho da empresa (log do Ativo Total); IT: percentual de ações sob posse de investidores institucionais; Despesas com P&D/Receita.	Generalizado (painel).	- O efeito-entrincheiramento, mensurado por IS, em geral, mostrou uma relação negativa com o desempenho; - A participação de investidores institucionais relacionou-se positivamente com o desempenho das empresas norte-americanas.
Fahlenbrach e Stulz (2009) / 1988-2003.	- Testar a relação dinâmica entre <i>managerial ownership</i> e o desempenho das companhias;-Investigar os determinantes da <i>managerial ownership</i> / 4.900 companhias norte-americanas, excluindo instituições financeiras e prestadoras de serviços.	Q de Tobin (variações anuais)	<i>Managerial ownership</i> (conselheiros e diretores) defasada: <i>dummies</i> com base nas variações anuais: diminuições significativas (= 1 caso tenha diminuído mais de 2,5%, senão = 0); aumentos significativos (= 1 caso tenha aumentado mais de 2,5%, senão = 0) / variações anuais do: tamanho da empresa (log do Ativo Total); endividamento; volatilidade baseada nos retornos diários; <i>dummy</i> (mudança de CEO de um ano pra outro = 1, senão = 0); tangibilidade dos ativos (Ativo Imobilizado/Ativo Total).	Regressão Probit com Efeitos-Fixos; Regressão com Efeitos-Fixos (painel).	- O bom desempenho das ações, em geral, diminuiu a participação acionária dos gestores; - A relação entre EP defasada dos gestores e o valor de mercado é assimétrica, pois um grande aumento na primeira tende a aumentar a segunda, entretanto, uma grande diminuição na EP dos gestores não leva a uma diminuição do valor de mercado.
Kapopoulos e Lazaretou (2009) / 1990-2002.	- Averiguar a relação entre a EP das companhias e o crescimento econômico do país aonde elas operam / 691 empresas dos 27 países mais ricos do mundo (com base na renda per capita de 1993) - usada por La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999).	Y = média da taxa de crescimento do PIB real anual per capita do período de 1990-2002);	M (variáveis de EP): número de empresas com EP dispersa do país/número de empresas do país com EP controlada por um número limitado de acionistas; número de empresas controladas pelo Estado do país/número de empresas do país não controladas pelo Estado; número de empresas do país com EP dispersa controladas por instituições financeiras/número de empresas que não são, ao mesmo tempo, controladas por instituições financeiras e tem EP dispersa / Despesas públicas com educação/PIB; Média da taxa de crescimento da população; o log do PIB	Regressão por Mínimos Quadrados Ordinários ( <i>cross-section</i> ).	- Os resultados empíricos sugerem que países com maior % de empresas com EP dispersa são associados a um maior crescimento do PIB real per capita; - Países com menor % de empresas controladas pelo Estado são associados a um maior crescimento do PIB real per capita.

			real per capita; Despesas do governo/PIB; Média do índice de inflação ou desvio-padrão da taxa de inflação do período; valor das exportações de produtos e serviços/PIB.		
García-Meca e Sánchez-Ballesta (2011) / 1999-2002.	- Investigar a relação entre a concentração da EP, a EP dos conselheiros e a EP dos bancos, e o desempenho das empresas / 76 empresas não financeiras espanholas.	Q de Tobin.	Concentração na EP (soma dos cinco maiores acionistas); termo quadrático da concentração na EP; EP dos conselheiros; e EP dos bancos; Pfive1_med (= a EP dos cinco maiores acionistas se < 0,6 (mediana), senão = 0,6); Pfive2_med (= a EP dos cinco maiores acionistas menos 0,6 se > 0,6, senão = 0); Pfive1_52 (= EP dos cinco maiores acionistas se < 0,52, senão = 0); Pfive2_52 (= EP dos cinco maiores acionistas menos 0,52 se > 0,52, senão = 0) / Tamanho da empresa (log da Receita); endividamento; Ativos Intangíveis / Ativo Total; <i>dummies</i> de cada ano; Lucro Operacional / Ativo Total; Tangibilidade dos ativos (Ativo Imobilizado / Ativo Total).	Regressão por Mínimos Quadrados Ordinários; Regressão do tipo <i>Piecewise</i> ; Regressão por Mínimos Quadrados em Dois Estágios (instrumentos: Lucro Operacional / Ativo Total; Tangibilidade dos ativos) (painel não balanceado).	- A concentração da EP, a EP dos conselheiros e a EP dos bancos são substitutos no que se refere às funções de controle dentro das empresas; - O valor de mercado das companhias aumenta com a elevação da concentração na EP até o ponto de 60%. Acima de 60% a concentração tem um efeito negativo sobre o valor de mercado, o que confirma a relação não monotônica entre estrutura de propriedade de valor das firmas.

(\*) No quadro encontra-se a maioria das variáveis dos trabalhos.

(\*\*) EP: estrutura de propriedade.

(\*\*\*) *Managerial ownership*: estrutura de propriedade dos gestores (conselheiros e diretores).

### Quadro 2.5 – Dez artigos internacionais sobre estrutura de propriedade e controle

Segundo Börsch-Supan e Köke (2002), a direção da causalidade entre a estrutura de propriedade e o desempenho da empresa não é clara. A maior concentração da estrutura societária pode melhorar o desempenho da firma, por meio do monitoramento mais eficaz da gestão. Entretanto, o melhor desempenho da organização pode atrair novos investidores e, conseqüentemente, alterar a composição acionária da companhia. Para os autores, esse seria um exemplo de causalidade reversa estrutural (ou “determinação simultânea”), que inviabiliza as inferências do estudo, caso o pesquisador considere a estrutura de propriedade como variável exógena. Tecnicamente, como explicam Barros *et al.* (2009), o “pressuposto da exogeneidade dos regressores” do modelo de regressão linear (muito utilizado nos trabalhos de governança corporativa) exclui a possibilidade de correlação entre as variáveis explicativas e o termo de erro aleatório. Se essa premissa for inválida, os regressores serão endógenos e deve-se mitigar a endogeneidade, caso contrário os estimadores serão viesados.

O segundo problema apresentado por Börsch-Supan e Köke (2002) refere-se à omissão de variáveis independentes relevantes para o modelo estimado. Para os autores isso acontece por dois motivos: a não disponibilidade de dados de variáveis potencialmente relevantes para os estudos de governança; e o desconhecimento sobre o tipo de função que explica a relação entre as variáveis. Dados os efeitos entrincheiramento e alinhamento da estrutura societária, boa parte dos estudos sobre esse tema considera a relação quadrática entre a estrutura de propriedade e o desempenho da firma.

Silveira (2010) ainda destaca que a omissão de variáveis relevantes pode resultar na correlação espúria entre variáveis de interesse, também conhecida como falácia da causa comum. Esta ocorre quando uma variável não observável influencia simultaneamente as variáveis de governança e de desempenho escolhidas. Nesse sentido, segundo Silveira (2010), as duas variáveis podem estar correlacionadas entre si, porém nenhuma delas é a causa da outra e ambas podem ser causadas por uma terceira variável. Os procedimentos de Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios são comumente utilizados para atenuar esse problema.

O terceiro problema econométrico, discutido por Börsch-Supan e Köke (2002), é o viés de seleção da amostra. Para os autores, a maioria dos estudos sobre governança analisa apenas empresas listadas em bolsas de valores, pois só elas disponibilizam os dados necessários para a pesquisa. Diante dessa situação, caso a amostra não seja selecionada aleatoriamente, as inferências sobre os mecanismos de governança e o desempenho das empresas podem estar incorretas.

Por fim, o erro de mensuração das variáveis exógenas e endógenas representa o quarto fator que inviabiliza os modelos econométricos. Não há um consenso sobre quais são as métricas que devem ser utilizadas como *proxy* para o desempenho (resultados operacionais, valor de mercado ou lucro econômico) e para a qualidade das práticas de governança corporativa. Börsch-Supan e Köke (2002) sugerem a utilização de mais de uma *proxy* para essas variáveis como uma forma de mitigar esse problema.

Barros *et al.* (2009) ainda ressaltam mais um tipo de endogeneidade, que pode correr quando se elaboram modelos para dados em painel. Conhecido como efeito *feedback* ou retroalimentação da variável resposta para os regressores, esse problema surge quando os valores passados da variável dependente influenciam os valores contemporâneos e/ou futuros das variáveis independentes. De acordo com os autores, a inclusão de defasagens da variável dependente como regressores no modelo representa uma alternativa eficaz para controlar ou pelo menos diminuir esse problema.

### **2.5.1 Modelo brasileiro de estrutura societária**

Em países como o Brasil, onde é permitida a emissão de mais de uma classe de ações, que concedem direitos distintos aos seus proprietários, estes podem possuir ações com direito de voto (controle) e sobre o fluxo de caixa (propriedade) ou apenas com direito sobre o último. Assim, em geral, a estrutura de propriedade das companhias brasileiras difere-se de sua estrutura de controle. Ademais, no Brasil, assim como na maioria dos países, há o predomínio de companhias com estrutura societária concentrada, o que determina que o principal problema de agência presente nas organizações surja do conflito de interesses entre acionistas minoritários e controladores (CLAESSENS *et al.*, 2002; LINS, 2003).

Entre as explicações para a permanência desses grandes acionistas nas corporações, encontra-se a busca pelos benefícios privados do controle. Segundo Gorga (2008), a estrutura societária das companhias brasileiras é, em geral, caracterizada por acionistas controladores ineficientes no que se refere ao monitoramento da gestão, que recebem tanto os benefícios pecuniários como os não pecuniários do controle.

Os artigos 116 e 117 da Lei das Sociedades por Ações (Nº 6.404/1976) dispõem, respectivamente, sobre os deveres e a responsabilidade do acionista controlador, caracterizando-o como aquele que: é titular de direitos que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos (de, no mínimo, 50% mais uma ação do capital votante da companhia) nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e

orientar o funcionamento dos órgãos da companhia; e responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

De acordo com Barbosa (2009), embora a legislação brasileira, no que tange ao poder de controle, só faça menção ao acionista controlador, há diferentes configurações possíveis para a titularização do poder de controle. Segundo o autor, o controle societário pode ser classificado em: controle acionário; controle gerencial; e controle externo. Os dois primeiros tipos representam manifestações de controle interno, sendo que o controle acionário pode ser majoritário (incluída a maioria formada por grupo unido por acordo de acionistas) ou minoritário (controle difuso), no qual o acionista ou bloco controlador detém participação acionária inferior a 50% mais uma ação do capital votante.

Ainda baseado em Barbosa (2009), o controle gerencial, presente de forma massiva nos Estados Unidos, se forma diante da pulverização acionária, a qual permite que os administradores controlem o processo decisório da companhia com relação as suas estratégias globais. Por fim, o controle externo pode acontecer por meio de relações de subordinação entre companhias ou por vínculos contratuais, entretanto, sua existência nem sempre significará a ausência de um controle interno.

Musacchio (2008), em sua análise sobre a estrutura de propriedade e controle no Brasil durante o período de 1890-1950, constatou que até 1910 a concentração acionária nas grandes companhias brasileiras era relativamente baixa, principalmente quando comparada ao modelo atual. De 1890 a 1910, as corporações brasileiras e seus fundadores conseguiram atrair capital externo sem aumentar significativamente sua concentração acionária, por meio da inclusão em seus estatutos de disposições que equilibravam os poderes dos acionistas controladores e dos minoritários (como limites ao número de votos que os acionistas poderiam deter e escalas graduais que forneciam aos acionistas menos direitos de voto, proporcionalmente aos de fluxo de caixa que detinham, diante do crescimento do último). Todavia, ao longo das décadas seguintes foram introduzidos mecanismos que incentivaram a concentração acionária, especialmente a partir de 1932, quando foi permitida a emissão de ações sem direito a voto pelas empresas (MUSACCHIO, 2008).

O modelo padrão de estrutura societária das companhias brasileiras é caracterizado pela concentração das ações com direito a voto sob posse do (s) acionista (s) controlador (es). Pirâmides societárias (*holdings* e *sub-holdings*), participações cruzadas, acordos de acionistas e a emissão de ações sem direito a voto favorecem essa concentração.

No final do século XX alguns estudos expuseram a concentração acionária na maioria das organizações brasileiras de capital aberto. Valadares e Leal (2000), em uma amostra de 325 companhias para o ano de 1996, constataram que, em média, o maior acionista possuía 58% do capital votante, os três maiores 78% e os cinco maiores 82%. Essas participações não se alteraram significativamente até 1998, como comprova o trabalho de Leal, Caravahal-da-Silva e Valadares (2002). Entre as 225 empresas analisadas pelos autores, 155 (69%) contavam com um único acionista que possuía mais de 50% do capital votante e o maior, os três maiores e os cinco maiores acionistas detinham, em média, 61%, 79% e 84% do capital votante, respectivamente.

Aparentemente, a concentração na estrutura de controle das companhias brasileiras sofreu um aumento significativo de 1998 para 2000, como demonstra o trabalho de Caravahal-da-Silva e Leal (2003). Para uma amostra formada por 225 empresas que operavam em 2000 na Bovespa, os autores descreveram que o maior acionista possuía, em média, 72% das ações ordinárias, os três maiores 85% e os cinco maiores 87%. Já quando analisada a composição acionária indireta, que considerou a propriedade piramidal das ações com direito a voto, constatou-se que o maior, os três maiores e os cinco maiores detinham, respectivamente, 66%, 81% e 83%.

Esse aumento da concentração na estrutura de controle das corporações brasileiras pode ser explicado, em parte, pela aprovação da Lei Nº 9457/97. Esta diminuiu a proteção e os incentivos aos acionistas minoritários, na medida em que revogou o artigo 254 da Lei Nº 6.404/1976, o qual garantia aos acionistas minoritários (com direito a voto) o direito de vender suas ações pelo mesmo preço pago aos acionistas do bloco controlador (direito de *tag-along*) em um eventual processo de alienação do controle (GORGA, 2006).

Ao longo da primeira década do século XXI, a estrutura de propriedade e controle das companhias brasileiras sofreu alterações, em virtude, principalmente, da Nova Lei das S.A.s (10.303/01) e da criação dos segmentos diferenciados de governança corporativa pela Bovespa. Mais especificamente, a primeira restabeleceu parcialmente o direito de *tag along*, sendo assegurado aos acionistas minoritários com ações ordinárias, em caso de alienação direta ou indireta do controle, preço equivalente a no mínimo 80% do valor pago pelo adquirente pelas ações representativas do bloco de controle. Já iniciativa da Bovespa, por meio dos segmentos N1, N2 e Novo Mercado, passou a exigir das empresas listadas um *free-float* mínimo de 25% do total das ações. Ademais, as firmas do N2 e Novo Mercado oferecem

aos seus acionistas minoritários, que detém ações ordinárias, direito de *tag along* de 100% do preço pago aos controladores.

O trabalho de Gorga (2008) investigou essas mudanças na composição acionária das empresas no Brasil, comparando o período de 1995 a 2002 com o período de 2006 a 2007. Para uma amostra que contou com 339 corporações, a autora constatou que, de fato, a concentração na estrutura societária das companhias brasileiras diminuiu, principalmente, em função do Novo Mercado. De acordo com a autora, em 2007 os acionistas controladores desse segmento possuíam, em média, 36,39% das ações, enquanto que no N1 e o N2 a concentração acionária do acionista majoritário era maior, atingindo 64,79% e 63,14%, respectivamente.

Gorga (2008) ainda ressalta as importantes transformações ocorridas não só na estrutura societária, mas no modelo brasileiro de governança corporativa durante o período de 2004 até 2007. A autora destaca: o aumento do número de empresas listadas na Bovespa, de 390 em 2004 para 449 no final de 2007; a inserção de 92 companhias no Novo Mercado, sendo que a maioria ocorreu por meio de ofertas públicas iniciais (IPOs); e a onda de IPOs do período, com destaque para o ano de 2007, que contou com 61 companhias abrindo capital.

Embora a partir de 2004 tenha crescido o número de companhias com controle acionário minoritário (capital difuso) e surgido empresas com capital pulverizado (como Lojas Renner, Eternit, IdeiasNet, Embraer), Silveira (2010) salienta o aparecimento de mecanismos anteriormente inexistentes ou pouco utilizados pelas corporações brasileiras para evitar a dispersão acionária. Entre eles o autor ressalta: as *poison pills* (pílulas envenenadas) brasileiras; e os mecanismos para aumento de controle (CEMs – *Control Enhancing Mechanisms*).

Conforme Silveira (2010), as *poison pills* são cláusulas estatutárias, que geralmente obrigam o adquirente de certo percentual acionário a fazer uma oferta pública de compra de todas as ações a um preço elevado, sendo que cerca de 60% das empresas que abriram capital entre 2004-2007 fizeram uso dessas cláusulas. Além disso, muitas companhias também se utilizaram nesse período de “cláusulas pétreas”, definidas por Silveira (2010) como um mecanismo que obriga os acionistas que votarem a favor da remoção das *poison pills* a fazerem uma oferta pública de aquisição das ações da organização.

Entre os mecanismos para aumento do controle, Silveira (2010) destaca a emissão de ações com direitos diferenciados de voto. O autor exemplifica a utilização desse tipo de mecanismo por meio do caso da Cosan S.A em 2007. Depois de listar suas ações no Novo Mercado, a empresa efetuou um plano de reestruturação societária, em que os acionistas

minoritários trocavam suas ações por BDRs (*Brazilian Depositary Receipts*) de uma nova companhia (Cosan Limited) sediada nas Bermudas. Enquanto cada ação dos controladores teve seu direito de voto multiplicado por dez nas assembleias gerais, prejudicando demasiadamente os acionistas minoritários.

Diante dessas constatações, pode-se notar que o problema de agência entre acionistas controladores e minoritários está longe de acabar no Brasil. Com isso, diversos estudos objetivaram mensurar as consequências desse conflito, principalmente, no tocante ao desempenho das companhias. Esses trabalhos, assim como os internacionais, diferem-se quanto à abordagem, à amostragem, às variáveis utilizadas e às técnicas econométricas empregadas. No Quadro 2.6 encontram-se oito pesquisas sobre estrutura societária no Brasil, que ilustram como essa diversidade pode repercutir em resultados e conclusões divergentes. Esses trabalhos se assemelham aos do Quadro 2.5 no que se refere à utilização da técnica de regressão múltipla, no entanto, assim como nos trabalhos internacionais, os procedimentos de estimação e as variáveis utilizadas variam entre os estudos.

(continua)

Autores/Período	Objetivo/Amostra total	Variáveis do estudo*		Técnicas Econométricas	Conclusões
		Dependentes	EP**/Outras		
Carvalho-da-Silva e Leal (2003) / 2000.	-Testar a relação da concentração na estrutura de propriedade e de controle do bloco controlador com o desempenho e a política de dividendos das companhias / 225 empresas, excluindo instituições financeiras.	Q de Tobin; Índice de <i>Payout</i> .	Estrutura de propriedade e controle direta e indireta: do maior acionista (L1), dos três maiores acionistas (L3) e dos cinco maiores acionistas (L5); L1 <sup>2</sup> ; L3 <sup>2</sup> ; L5 <sup>2</sup> ; Separação entre propriedade e controle (SPC): participação do acionista (s) controlador (es) no total de ações ordinárias/ participação do acionista (s) controlador (es) no total de ações da companhias; SPC <sup>2</sup> ; <i>dummies</i> dos tipos de bloco controlador (indivíduos ou famílias; investidores estrangeiros; investidores institucionais; Estado / Endividamento; tamanho da empresa (log do Ativo Total); ROA (EBITDA/Ativo Total); volatilidade da ação; Ativo Circulante/Ativo Total.	Regressão por Mínimos Quadrados Ordinários ( <i>cross-section</i> ).	- Em média, as empresas são controladas pelos três maiores acionistas; - A maioria das companhias é controlada por grupos familiares, seguidos por investidores estrangeiros e por último investidores institucionais. -Em geral: evidenciou-se uma relação negativa entre a concentração das ações ordinárias e o valor da empresa; e encontrou-se uma relação negativa entre a política de dividendos e a concentração das ações ordinárias; - Os resultados são basicamente os mesmos quando utilizada como variável independente a EP direta ou a EP indireta.
Procianoy e Schnorrenberger (2004) / 1995-2000.	- Averiguar a relação entre a Estrutura de Controle e as decisões de financiamento das companhias / 306 empresas, excluindo instituições financeiras.	Índices de Endividamento: Dívida Total/Patrimônio Líquido; Passivo Circulante/Exigível de Longo Prazo; Passivo Circulante/Passivo Total; Instituições Financeiras de Longo	Estrutura de Controle: Participação percentual cumulativa dos três maiores acionistas nas ações com direito a voto, sobre o total das ações com direito a voto da companhia; Quantidade de acionistas compreendida nos 51% das ações com direito a voto, permitindo, segundo a legislação brasileira, o controle acionário da companhia / Tamanho da companhia (Patrimônio Líquido ou Receitas Operacionais	Regressão por Mínimos Quadrados Ordinários; Regressão do tipo <i>stepwise</i> (painel não balanceado).	- As companhias que apresentaram maior concentração em sua estrutura de controle tenderam a apresentar maior aversão ao endividamento e ao risco financeiro; - As variáveis relacionadas ao tamanho, lucratividade, setor e ano influenciaram as

		Prazo/Patrimônio Líquido; Instituições Financeiras de Curto Prazo/Patrimônio Líquido.	Líquidas); Lucro Operacional/Receitas Operacionais Líquidas; <i>dummies</i> dos setores e dos anos.		decisões de financiamento das companhias.
Silveira <i>et al.</i> (2004) / 1999-2002.	-Averiguar se quanto maior a diferença entre direitos de voto do acionista controlador e seus direitos sobre o fluxo de caixa, maior o potencial de expropriação dos minoritários e, conseqüentemente, pior o desempenho da companhia / 138 companhias não financeiras.	Q de Tobin; Valor de mercado sobre o Patrimônio Líquido (PBV).	DIF: diferença entre o participação do (s) acionista (s) controlador (es) no total de ações ordinárias da empresa e a participação do (s) acionista (s) controlador (es) no total de ações da companhia (%AO - %AT) / <i>dummies</i> dos setores; índice de liquidez anual da ação (Econômica); endividamento; tamanho da empresa (log do ativo total); variáveis de desempenho operacional: EBITDA/ Ativo Total; Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (ROE); <i>Dummies</i> do tipo de controle: estatal; privado nacional; estrangeiro.	Regressão por Mínimos Quadrados Ordinários; Regressão com Efeitos-Aleatórios; Regressão com Efeitos-Fixos (painel).	- Em geral, constatou-se uma relação negativa, não significativa estatisticamente, entre a variável DIF e o valor de mercado das companhias; - A liquidez, o endividamento e o tamanho da empresa apresentaram maior relevância para o aprimoramento da qualidade estatística dos modelos e podem ser utilizadas em futuros estudos.
Dami (2006) / 1997-2001.	- Investigar a relação entre estrutura de controle, seus determinantes e o desempenho das firmas; / 176 empresas não financeiras.	Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE) / Q de Tobin.	Concentração da Estrutura de Controle: participação acionária do (s): maior acionista (CON); soma dos três maiores acionistas (CON3); índice de Herfindahl da soma participação acionária dos três maiores acionistas (HCON); coeficiente de entropia da participação dos três maiores acionistas (CE); CON <sup>2</sup> ; CON3 <sup>2</sup> ; HCON <sup>2</sup> ; CE <sup>2</sup> ; tipo de acionista controlador (brasileiro ou estrangeiro) / Tamanho da empresa (valor contábil nominal do Ativo Total); instabilidade da rentabilidade (desvio-padrão do ROE); estrutura de capital (PL/AT); taxa de crescimento da Receita Líquida (em reais nominais do período); Ativo Total/Receita	Análise da Variância (ANAVA); Teste de Kruskal-Wallis, Levene e Kolmogorov-Smirnov; Regressão por Mínimos Quadrados Ordinários ( <i>cross-section</i> ).	- Os resultados não constataram influência das variáveis de estrutura de controle sobre o desempenho das empresas; - A estrutura de controle pode ser explicada pelo tamanho da firma, instabilidade da rentabilidade e regulação do mercado.

			Líquida; Regulação do mercado ( <i>dummy</i> para empresas prestadoras de serviços públicos (telecomunicações, energia e gás)).		
Campos (2006) / 1998-2001.	- Avaliar em que medida a estrutura da propriedade afeta o desempenho organizacional / 136 companhias não financeiras.	Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE); Margem Líquida; tamanho da empresa (Ativo Total em unidades monetárias corrigido pelo IGP-DI/FGV, com base em 1998); Receita (corrigida pelo IGP-DI/FGV, com base em 1998).	Concentração da EP: % de ações do maior acionista, dos três, cinco e dez maiores acionistas; Identidade do proprietário: grupo familiar; bancos, empresas não financeiras; governo; e investidores institucionais / <i>Dummies</i> dos anos e dos setores.	Regressão por Mínimos Quadrados Ordinários (painel).	- Pode-se concluir, a partir da amostra, que as empresas de capital aberto no Brasil se caracterizam por grande concentração na EP e reduzido número de acionistas que detém grande parte do controle acionário. - Os resultados apontaram: relação não significativa entre a concentração da EP e o ROE e a Receita; as empresas com EP menos concentrada têm margens líquidas menores do que aquelas com EP mais concentrada; a concentração da EP dos cinco maiores acionistas relaciona-se negativamente com o tamanho das empresas.
Okimura, Silveira e Rocha (2007) / 1998-2002.	-Verificar a existência de uma relação significativa entre o desempenho e a EP e controle das empresas / 194 companhias privadas não financeiras.	Q de Tobin; Valor da firma ( <i>enterprise value</i> calculado pelo Economática)/Ativo Total; Lucro Operacional/Ativo Total; LAJIRDA/Ativo Total.	CON: % de ações ordinárias detidas pelo (s) acionista (s) controlador (es); CON <sup>2</sup> (termo quadrático); PROP: é o valor das ações ordinárias e preferenciais sob posse do (s) acionista (s) controlador (es)/valor total de ações ordinárias e preferenciais da empresa; EXC: excesso de votos ((CON/PROP) - 1); <i>dummies</i> do tipo de acionista controlador (privado estrangeiro; privado nacional; familiar/individual; instituições financeiras; fundos de pensão) / Volatilidade dos retornos	Regressão por Mínimos Quadrados Ordinários; Regressão com Efeitos-Fixos; Regressão com Efeitos-Aleatórios (painel).	- Os resultados indicaram que o % de ações ordinárias sob posse do (s) controlador (es) influencia de forma quadrática, ao nível de significância de 10%, as variáveis de valor de mercado, sugerindo que exista um nível ótimo (em relação ao valor) de dispersão das ações; - Em média, o grau de concentração de votos dos

			mensais do tipo de ação que apresentou maior liquidez em cada ano; <i>dummies</i> dos setores; índice de liquidez anual da ação (Econômica); Tamanho da empresa (log do Ativo Total); endividamento; Receita Líquida anual/Ativo Total; <i>dummies</i> dos anos.		controladores está associado a benefícios e custos; - A relação entre o desempenho operacional e a EP e controle mostrou-se inconclusiva; -Os testes de endogeneidade da EP e controle apresentaram resultados inconsistentes com o esperado pela literatura.
Silveira, Barros e Famá (2008) / 1998-2002.	-Testar possíveis determinantes da concentração do direito de voto e do direito sobre o fluxo de caixa por parte dos acionistas controladores das companhias abertas brasileiras / 161 companhias não financeiras.	EP e controle: % de ações ordinárias em posse do(s) acionista (s) controlador (es)	Q de Tobin; Lucro Operacional Próprio/Ativo Total; Lucro Operacional/Ativo Total; tamanho da empresa (log da Receita); Ativo Imobilizado Bruto/Receita; Fluxo de Caixa Livre/Receita; Investimentos/Ativo Imobilizado; risco idiossincrático da empresa; índice de <i>payout</i> ; <i>dummies</i> dos setores e anos; <i>dummies</i> do tipo de acionista controlador (privado estrangeiro; privado nacional; familiar; instituições financeiras; fundos de pensão; Estado).	Regressão por Mínimos Quadrados Ordinários; Regressão com Efeitos-Fixos; Regressão com Efeitos-Aleatórios (painel não balanceado)	- Os resultados apontaram que os atributos corporativos não parecem influenciar a concentração do direito de controle e do direito sobre o fluxo de caixa das companhias; - Pode-se especular que em países emergentes, com mercados de capitais pouco desenvolvidos, a EP é provavelmente mais influenciada pelo ambiente institucional do que por atributos corporativos observáveis, o que corrobora com a hipótese de que a EP seja uma variável exógena.
Hahn <i>et al</i> (2010) / 1996-2008.	- Investigar a relação entre a concentração acionária e o nível do <i>payout</i> das empresas / companhias que pagaram dividendos durante 1996-	Índice de <i>Payout</i> (% do Lucro Líquido ajustado distribuído na forma de dividendos aos acionistas).	Concentração acionária: percentual de ações sob posse do maior acionista / Tamanho da empresa (log do Ativo Total); liquidez anual da ação (Econômica); Dívida Total/Patrimônio Líquido; Setor de	Regressão por Mínimos Quadrados Ordinários; Regressão com Efeitos-Fixos; Regressão com Efeitos-Aleatórios (painel não balanceado).	-Verificou-se, por um lado, que somente existe relação positiva entre a concentração acionária e o nível de <i>payout</i> ao analisar a amostra de empresas

(conclusão)

	2008, que totalizaram 3180 observações.		atuação da empresa.		<p>brasileiras que pagam dividendos superiores a 25%, ou seja, quanto maior a concentração acionária maior o nível do <i>payout</i>.</p> <p>-Por outro lado, esses resultados não foram obtidos a partir da análise realizada com todos os valores de <i>payout</i>.</p> <p>- Nenhuma das variáveis de controle se mostrou estatisticamente significativa em relação ao pagamento de dividendos.</p>
--	---	--	---------------------	--	--

(\*) No quadro encontra-se a maioria das variáveis dos trabalhos.

(\*\*) EP: estrutura de propriedade.

### **Quadro 2.6 – Oito estudos sobre estrutura de propriedade e controle no Brasil**

## 2.6 Desempenho corporativo

A definição de desempenho corporativo (ou *organizational performance*) não é simples nem consensual, mas pode ser inicialmente compreendida por meio de sua comparação com o conceito de eficácia corporativa (ou *organizational effectiveness*), como sugerido por Richard *et al.* (2009, p. 722):

a-) *Organizational performance*: abrange, em geral, três áreas específicas referentes aos resultados da empresa: desempenho contábil-financeiro; desempenho no mercado de produtos; e retorno para os acionistas;

b-) *Organizational effectiveness*: é um conceito mais amplo, desenvolvido pela teoria organizacional e que está ligado a metas de desempenho alternativas. Em geral, para capturar a eficácia corporativa utilizam-se métricas de desempenho corporativo vinculadas a mensuradores internos de eficiência ou eficácia operacional e a indicadores externos, como os de responsabilidade social corporativa.

Em essência, a eficácia corporativa representa o resultado global das atividades da companhia, enquanto os indicadores de desempenho corporativo consistem em ferramentas de avaliação para mensurar a eficácia organizacional (HENRI, 2004).

Conforme Richard *et al.* (2009), em suma, são utilizados na literatura três tipos de medidas referentes ao desempenho corporativo, que variam segundo a forma como são elaboradas: indicadores contábeis, os mais comumente usados devido, entre outros fatores, à baixa complexidade de cálculo e fácil obtenção dos dados necessários nas demonstrações financeiras; as medidas de desempenho relativas ao mercado financeiro, normalmente empregadas para calcular o retorno dos acionistas; e métricas que misturam os índices contábeis com os de mercado, o que possibilita o cálculo do desempenho considerando o risco da firma. No Quadro 2.7 encontram-se exemplos para cada tipo de indicador.

INDICADORES	EXEMPLOS
CONTÁBEIS	Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA <sup>a</sup> ); Lucro antes dos juros e impostos (EBIT <sup>b</sup> ); Lucro operacional líquido do imposto de renda (NOPAT <sup>c</sup> ); Retorno sobre o ativo (ROA <sup>d</sup> ); Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE <sup>e</sup> ); Retorno sobre o capital investido (ROIC <sup>f</sup> ).
MERCADO FINANCEIRO	Coefficiente beta da ação; Lucro por ação (EPS <sup>g</sup> ); Alfa de Jensen; Valor de mercado da empresa; Retorno total para os acionistas (TSR <sup>h</sup> ).
CONTÁBEIS / MERCADO	Retorno do investimento em termos de caixa (CFROI <sup>i</sup> ); Valor presente do fluxo de caixa futuro (DCF <sup>j</sup> ); Valor econômico adicionado (EVA <sup>l</sup> ); Valor adicionado em caixa (CVA <sup>m</sup> ); Valor adicionado para os acionistas (SVA <sup>n</sup> ); Q de Tobin.

<sup>a</sup>Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization; <sup>b</sup>Earnings before interest and taxes; <sup>c</sup>Net operating profit after taxes; <sup>d</sup>Return on Assets; <sup>e</sup>Return on Equity; <sup>f</sup>Return on Invested Capital; <sup>g</sup>Earnings-per-share; <sup>h</sup>Total Shareholder Return; <sup>i</sup>Cash Flow Return on Investment; <sup>j</sup>Discounted Cash Flows; <sup>l</sup>Economic Value Added; <sup>m</sup>Cash Value Added; <sup>n</sup>Shareholder value added.

### Quadro 2.7 – Exemplos de indicadores de desempenho corporativo

Fonte: Adaptado de Richard *et al.* (2009).

Já Young e O’Byrne (2003) classificam as métricas de desempenho corporativo em cinco categorias básicas:

1. Medidas de lucro residual: obtidas por meio da diferença entre o lucro operacional e a soma dos custos do capital de terceiros e próprio. Exemplos: Valor econômico adicionado (EVA<sup>5</sup>); e Valor adicionado em caixa (CVA);
2. Componentes do lucro residual: elementos do lucro que não consideram o custo de capital e que são utilizados com frequência nos níveis inferiores da estrutura organizacional da companhia. O Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA), o Lucro antes dos juros e impostos (EBIT), e o Lucro operacional líquido do imposto de renda (NOPAT) são exemplos dessa classe de indicadores;
3. Medidas baseadas no mercado: provêm do mercado de capitais e, dessa forma, só estão disponíveis para empresas de capital aberto com ações negociadas em bolsas de valores. Entre as métricas incluídas nessa categoria destacam-se: o Retorno total para os acionistas (TSR); e o Valor de mercado adicionado (*Market Value Added* - MVA);

<sup>5</sup> Variante do lucro residual registrada pela Stern Stewart & Co.

4. Medidas de fluxo de caixa: são elaboradas para contornar o impacto da contabilidade em regime de competência. Incluem, entre outros indicadores, o Fluxo de caixa operacional (*Operating Cash Flow* - OCF), o Fluxo de caixa livre (*Free Cash Flow* - FCF) e Retorno do investimento em termos de caixa (CFROI<sup>6</sup>).
5. Indicadores de lucro tradicionais: abrangem as métricas que os executivos e analistas utilizam há décadas, como o Lucro líquido (LL) e o Lucro por ação (EPS);

Segundo Stewart III (2009), quase tudo que tem relevância no mundo dos negócios é mensurado e debatido em termos estatísticos como taxas de crescimento, rentabilidade, *market share* etc. Entretanto, de acordo com o autor, os indicadores de desempenho corporativo podem levar os gestores a tomarem decisões incorretas, pois, na raiz, todas as métricas são incompletas e, portanto, falham em descrever a realidade.

### 2.6.1 Gestão baseada em valor

Embora, segundo Abate, Grant e Stewart III (2004), Marshall (1890)<sup>7</sup> já houvesse captado a essência do conceito de lucro residual, e a General Motors o utilizado desde 1920, conforme Adimando, Butler, e Malley (1994). Foi no final da década de 1970, que acadêmicos e consultores passaram a enfatizar a existência de um vínculo mais estreito entre a criação de valor para os proprietários e a forma como as companhias eram administradas (KOLLER; GOEDHART; WESSELS, 2005).

Essa abordagem ficou conhecida como Gestão baseada em valor (*Value-Based Management* - VBM) e integra estratégias de gestão com sistemas de controle financeiro, objetivando incrementar o valor para os acionistas por meio da mitigação dos custos de agência (RYAN; TRAHAN, 2007). Para Koller, Goedhart e Wessels (2005), a ideia original por trás da VBM é a de alinhar os mecanismos de controle e incentivo da empresa, como o sistema de remuneração dos gestores, à criação de valor econômico, mediante a utilização de métricas como o EVA<sup>®</sup>, que diferentemente dos indicadores contábeis tradicionais, consideram o custo do capital total da firma.

O cálculo de EVA<sup>®</sup> exige uma série de ajustes contábeis para a aferição do lucro residual. Entre eles podem-se destacar: tratamento dos custos de P&D como despesas;

<sup>6</sup> Popularizado pela BCG/HOLT.

<sup>7</sup> Marshall, A. **Principles of Economics**. New York: Macmillan& Co., 1890.

reconhecimento de dívidas não registradas no balanço como o *leasing operacional*; ajustes dos critérios de contabilização de estoques e depreciação; eliminação de gastos que não representam desembolsos como despesas de imposto de renda diferido; entre outros (YOUNG; O'BYRNE, 2003). Todavia, a versão contábil do EVA<sup>®</sup> pode apurar uma aproximação do lucro econômico da empresa, em determinado período, por meio das Equações (2) ou (3) (EHRBAR; STEWART III, 1999; ABATE; GRANT; STEWART III, 2004; STEWART III, 2009):

$$\text{EVA (ou Lucro Econômico)} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{IC} \quad (2)$$

ou

$$\text{EVA (ou Lucro Econômico)} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{IC}) \quad (3)$$

Em que:

ROIC: *Return on Invested Capital* (retorno sobre o capital investido);

WACC: *Weighted Average Cost of Capital* (custo médio ponderado de capital);

NOPAT: *Net Operating Profit After Taxes* (lucro operacional líquido do imposto de renda);

IC: *Invested Capital* (capital investido).

Dessa forma, considerando o modelo de avaliação do lucro econômico descontado<sup>8</sup> (*discounted economic profit model*), o valor operacional da companhia equivale ao valor contábil de seu capital investido somado ao valor presente de todos os seus lucros econômicos esperados, formalizado pela Equação (4) (KOLLER; GOEDHART; WESSELS, 2005):

$$\text{Valor da Empresa} = \text{Capital Investido}_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Lucro Econômico}_t}{(1 + \text{WACC})^t} \quad (4)$$

Não obstante o valor intrínseco da firma não possa ser usado para avaliar o seu desempenho histórico, uma vez que ele é baseado em projeções subjetivas, podem-se utilizar vetores de valor (como a taxa de crescimento da receita, o ROIC e o EVA<sup>®</sup>) para tal tarefa. Recentemente, Stewart III (2009) propôs um indicador de desempenho corporativo que denominou de *EVA Momentum* (doravante EVAM). Este, segundo o autor, permitiria que as decisões na empresa fossem tomadas de acordo com escore preciso e confiável que não

<sup>8</sup>Embora o modelo de fluxo de caixa descontado empresarial (*enterprise DCF model*) seja o mais utilizado por acadêmicos e analistas do mercado, o modelo do lucro econômico descontado vem ganhando popularidade em virtude de sua estreita relação com a teoria econômica. Além disso, se aplicados corretamente, ambos os métodos de avaliação produzem os mesmos resultados (KOLLER; GOEDHART; WESSELS, 2005).

pudesse ser aumentado sem realmente a organização criar valor. O EVAM pode ser calculado pela Equação (5) (STEWART III, 2009):

$$EVAM_t = \frac{\Delta EVA_t}{SALES_{t-1}} \quad (5)$$

Em que:

$EVAM_t$ : EVA Momentum do período  $t$ ;

$\Delta EVA_t = EVA_t - EVA_{t-1}$ ;

$SALES_{t-1}$ : Receita operacional do período  $t - 1$ .

A companhia que registrou, em determinado ano, EVAM igual à zero atingiu o ponto de equilíbrio do indicador (“*break-even point*”). Destarte, a firma não aumentou nem reduziu o seu lucro econômico no período, apenas produziu o retorno que os investidores esperavam auferir com novos investimentos e lucros retidos (STEWART III, 2009). Já se a empresa apresentou EVAM negativo, isso significa que ela diminuiu o seu lucro econômico se comparado com o do período anterior, não que ela necessariamente destruiu valor naquele exercício. Por sua vez, conforme Stewart III (2009), o EVAM positivo indica o incremento do EVA<sup>®</sup>, que sinaliza um verdadeiro progresso em seu desempenho corporativo, uma vez que a organização aumentou o seu lucro econômico.

### 2.6.2 Estudos empíricos

Diversas pesquisas testaram a hipótese de que as variantes do lucro residual, como o EVA<sup>®</sup>, seriam superiores aos indicadores contábeis tradicionais na predição do retorno das ações e do valor de mercado, como sugerido por Stern, Stewart III e Chew (1995), Ehrbar e Stewart III (1999) e Abate Grant e Stewart III (2004). No Quadro 2.8 encontram-se quinze estudos empíricos sobre esse tema, que ilustram como os resultados são divergentes e que, dessa maneira, ainda não há um consenso sobre qual métrica tem o maior poder de explicação sobre essas variáveis.

Essa divergência pode ser notada pela comparação entre os resultados do estudo de Biddle, Bowen e Wallace (1997) com os de Feltham *et al.* (2004). Enquanto o primeiro rejeita, o segundo aceita a hipótese de que o EVA<sup>®</sup> é superior às medidas contábeis tradicionais na previsão dos retornos das ações ajustado ao mercado. No cenário brasileiro, as

pesquisas de Silveira, Okimura e Sousa (2004) e Salvi (2007) também ressaltam a discordância das conclusões dos estudos sobre o tema. Para Silveira, Okimura e Sousa (2004), o EVA<sup>®</sup> mostrou maior associação com o retorno das ações ajustado ao mercado. Já para Salvi (2007), tanto o EVA<sup>®</sup> como o Lucro residual não apresentaram maior poder de predição sobre o retorno das ações do que os indicadores contábeis.

Entre as razões para essa dissonância entre os resultados dos trabalhos empíricos, pode-se destacar o fato deles, em geral, divergirem quanto: ao tipo de amostra selecionado (dados em painel ou *cross-section*); às variáveis utilizadas como *proxies* para o desempenho corporativo; aos modelos adotados (estático ou dinâmico); e aos métodos de estimação empregados (Mínimos Quadrados Ordinários, Efeitos Fixos, Método dos Momentos Generalizado etc).

(continua)

<b>Trabalho</b>	<b>Variável Dependente</b>	<b>Principais Variáveis Independentes*</b>	<b>Principais Resultados</b>
O'Byrne (1996).	Valor de mercado ( <i>Market/capital ratio</i> ).	Lucro operacional líquido do imposto de renda (NOPAT); Fluxo de caixa livre (FCF); e Valor econômico adicionado (EVA <sup>®</sup> );	- EVA <sup>®</sup> mostrou-se melhor predictor do valor de mercado do que o NOPAT e o FCF.
Biddle, Bowen e Wallace (1997).	Retorno da ação ajustado ao mercado.	Fluxo de caixa operacional (CFO); Lucro antes de itens extraordinários (EBEI); Lucro Residual (RI); e Valor econômico adicionado (EVA <sup>®</sup> ).	- O EBEI sinalizou uma maior associação com o retorno ajustado das ações do que o EVA <sup>®</sup> , o RI e o CFO.
Lehn e Makhija (1997).	Variável binária de alteração do presidente da diretoria executiva ( <i>CEO turnover</i> ).	Retorno sobre o ativo (ROA); Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE); Retorno sobre a receita (ROS); Valor econômico adicionado (EVA <sup>®</sup> ); Valor de mercado adicionado (MVA); e Retorno da ação.	- O EVA <sup>®</sup> e o MVA apresentaram correlação positiva com o retorno das ações;  - Quanto piores o EVA <sup>®</sup> e o MVA, maior a probabilidade de alteração de CEO.
Chen e Dodd (2001).	Retorno da ação.	Lucro operacional (OI); Lucro Residual (RI); e Valor econômico adicionado (EVA <sup>®</sup> ).	- O lucro operacional apresentou uma maior associação com o retorno das ações do que o RI e o EVA <sup>®</sup> .
Silveira, Okimura e Sousa (2004).	Retorno da ação ajustado ao mercado.	Lucro líquido (LL); Fluxo de caixa operacional (FCO); e Valor econômico adicionado (EVA <sup>®</sup> ).	- Indicam a superioridade do EVA <sup>®</sup> em relação ao LL e ao FCO na predição do retorno ajustado das ações.
Copeland, Dolgoff e Moel (2004).	Retorno da ação ajustado ao mercado.	Lucro por ação (EPS); Variação do Lucro por ação ( $\Delta$ EPS); Valor econômico	- Apontaram que, principalmente as variações no Lucro por ação ( $\Delta$ EPS),

(continuação)

		adicionado (EVA <sup>®</sup> ); e Variação do EVA ( $\Delta$ EVA <sup>®</sup> );	superaram o EVA <sup>®</sup> e suas variações na predição do retorno ajustado das ações.
Feltham <i>et al.</i> (2004).	Retorno da ação ajustado ao mercado.	Fluxo de caixa operacional (CFO); Lucro antes de itens extraordinários (EBEI); Lucro Residual (RI); e Valor econômico adicionado (EVA <sup>®</sup> ).	- O EVA <sup>®</sup> mostrou maior poder de explicação do retorno ajustado das ações do que o EBEI e o CFO, em todas as três reaplicações testadas.
Wet (2005)	Valor de mercado adicionado/Capital investido (MVA/IC).	EVA/Capital investido (EVA/IC); Fluxo de caixa operacional/Capital investido (CFL/IC); Lucro por ação (EPS); Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE); Retorno sobre o ativo (ROA); Dividendo por ação (DPS).	- O CFL/IC e ROA superaram o EVA <sup>®</sup> na previsão do MVA/IC.
Ismail (2006)	Retorno da ação.	Lucro Líquido (NI); Lucro operacional líquido do imposto de renda (NOPAT); Fluxo de caixa operacional (CFO); Lucro Residual (RI); e Valor econômico adicionado (EVA <sup>®</sup> ).	- O NI e o NOPAT superaram o EVA <sup>®</sup> e o RI na predição do retorno das ações.
Salvi (2007)	Retorno da ação.	Lucro Líquido (LL); Fluxo de caixa operacional (FCO); Lucro Residual (LR); e Valor econômico adicionado (EVA <sup>®</sup> ).	- Não foi encontrada uma superioridade clara do EVA <sup>®</sup> e do RI em relação ao LL e ao FCO na explicação do retorno das ações.
Kyriazis e Anastassis (2007)	Retorno anormal da ação; Retorno bruto da ação; Valor de mercado adicionado/Capital investido (MVA/IC).	Lucro Líquido (NI); Lucro operacional (OI); Lucro Residual (RI); e Valor econômico adicionado (EVA <sup>®</sup> ).	- O NI e o OI superaram o EVA na previsão do retorno das ações (tanto anormal como bruto); - O EVA não apresentou uma correlação mais forte com o MVA/IC do que os outros indicadores.
Maditinos <i>et al.</i> (2009).	Retorno da ação.	Lucro por ação (EPS) e sua variação ( $\Delta$ EPS); Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e sua variação ( $\Delta$ ROE); Retorno sobre o investimento (ROI) e sua variação ( $\Delta$ ROI); Valor adicionado para os acionistas (SVA); e Valor econômico adicionado (EVA <sup>®</sup> ) e sua variação ( $\Delta$ EVA <sup>®</sup> ).	- O EPS apresentou uma maior associação com o retorno das ações do que o EVA <sup>®</sup> e os demais indicadores.
Bastos <i>et al.</i> (2009).	Retorno da ação ajustado ao mercado.	Lucro por ação (LPA); Retorno sobre o	- Apontaram para a superioridade do FCO em

(conclusão)

		investimento (ROI); Fluxo de caixa operacional (FCO); e Valor econômico adicionado (EVA <sup>®</sup> ).	relação ao ROI, ao LPA e ao EVA <sup>®</sup> na predição do retorno das ações.
Holian e Reza (2011).	Retorno sobre o ativo (ROA); Valor econômico adicionado (EVA <sup>®</sup> ).	Efeitos fixos de cada empresa; e Efeitos fixos de cada setor.	- A combinação entre os efeitos fixos das empresas e os dos setores explicou 17% e 50%, respectivamente, das variações no ROA e no EVA <sup>®</sup> .
Kumar e Sharma (2011).	Valor de mercado adicionado (MVA).	Lucro operacional líquido do imposto de renda (NOPAT); Retorno sobre o capital empregado (ROCE); Retorno sobre o patrimônio líquido (RONW); Lucro por ação (EPS); Fluxo de caixa operacional (CFO); e Valor econômico adicionado (EVA <sup>®</sup> ).	- O NOPAT e CFO mostraram-se melhores previsores do MVA do que o EVA <sup>®</sup> .

(\*) As abreviações para as variáveis independentes são as que foram utilizadas em cada respectivo trabalho.

### **Quadro 2.8 – Trabalhos empíricos sobre a relação entre os indicadores de desempenho**

### **3. MÉTODO DA PESQUISA**

Conforme Marconi e Lakatos (2010, p. 65), o método científico de uma pesquisa é: “[...] o conjunto das atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permite alcançar o objetivo – conhecimentos válidos e verdadeiros – traçando o caminho a ser seguido, detectando erros e auxiliando as decisões do cientista”. Segundo Cervo e Bervian (2002), a elaboração de um método depende, fundamentalmente, do objeto da pesquisa. Nesta seção descreve-se o método utilizado na presente dissertação, mais especificamente: classifica-se o trabalho quanto ao tipo de estudo; definem-se a população-alvo, a amostra e as variáveis selecionadas da pesquisa; e explicam-se os modelos econométricos utilizados e os métodos de estimação empregados.

#### **3.1 Tipo de estudo**

Há diversos gêneros de pesquisa conforme o enfoque epistemológico dado ao trabalho, sendo que cada tipo possui, além de um núcleo comum de procedimentos, suas próprias peculiaridades (CERVO; BERVIAN, 2002). De acordo com Martins (2002), não há um único referencial sobre metodologia científica a ser seguido e a literatura apresenta um imenso número de abordagens.

Para a classificação de Marconi e Lakatos (2010), a presente dissertação se insere no método de abordagem indutivo, cuja aproximação dos fenômenos caminha, em geral, para planos cada vez mais abrangentes, partindo de constatações mais específicas para chegar a leis e teorias. Segundo Cervo e Bervian (2002), quando as premissas ou hipóteses testadas de um argumento indutivo são verdadeiras, embora não se possa garantir que a conclusão da pesquisa seja verdadeira, pode-se afirmar que as premissas sustentam ou atribuem certa verossimilhança à sua conclusão. Conforme Marconi e Lakatos (2010), no que tange o método de procedimento, etapa mais concreta da investigação, o trabalho pode ser classificado como de método estatístico.

Ao se basear na classificação de Martins (2002), o trabalho caracteriza-se como de abordagem empírico-analítica e de natureza descritiva e quantitativa, fundamentado em técnicas estatísticas cujo objetivo é a obtenção de inferências sobre a população-objeto a partir da amostra selecionada. Segundo Cervo e Bervian (2002), a pesquisa descritiva observa, registra, analisa e correlaciona fatos ou fenômenos (variáveis) sem manipulá-los, procurando

descobrir, com a precisão possível, a frequência com que determinado fenômeno ocorre e sua relação e conexão com outros.

Em suma, pode-se definir o método da presente dissertação como de natureza quantitativa, de finalidade descritiva e que tem nos valores passados das variáveis selecionadas bem como nos procedimentos estatísticos, os meios para testar as hipóteses da pesquisa. Estas se referem ao relacionamento entre a estrutura de propriedade e controle, seus determinantes e o valor de mercado das companhias, averiguando a possível existência dessa relação e a forma como ela se estabelece, se exogenamente ou endogenamente.

### **3.2 População, amostra e coleta de dados**

A população-objeto da pesquisa abrange todas as companhias brasileiras de capital aberto. Para fazer inferências sobre essa população foi utilizada uma amostra composta por empresas não financeiras, que tiveram suas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo durante o período de janeiro de 2001 a dezembro de 2010. A exclusão de bancos e de outras instituições financeiras deve-se a dificuldade do cálculo das métricas de rentabilidade e de valor dessas empresas e a comparação desses indicadores com os de companhias de outros setores (CLAESSENS *et al.*, 2002).

Também foram excluídas as corporações que não apresentaram dados suficientes para a construção de todas as variáveis, além das empresas que registraram Patrimônio Líquido negativo, pois comprometeria o cálculo de alguns indicadores como o ROIC (*Return on invested capital*). A amostra é constituída por 237 companhias que disponibilizaram todos os dados necessários em pelo menos dois anos consecutivos do período analisado. Formou-se, assim, um painel curto (o número de empresas é bem maior do que o número de anos analisados) não balanceado, que conta com 1199<sup>9</sup> observações (empresa-ano). Não obstante a amostra possa eventualmente possuir um tamanho significativo em relação ao total de empresas listadas na Bovespa, a rigor, seria necessária uma amostragem por um método probabilístico para a generalização dos resultados (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006). Na Tabela 1 encontra-se o número de firmas listadas na Bovespa em dezembro de cada um dos respectivos anos analisados.

As variáveis foram elaboradas com base em dados secundários coletados junto ao sistema de informações Econômica<sup>®</sup>. Os valores contábeis são referentes às demonstrações financeiras do quarto trimestre de cada ano e as cotações das ações correspondem ao preço médio anual calculado pela média dos preços do último dia de negociação de cada trimestre.

<sup>9</sup>Nos modelos de regressão da dissertação o número de observações é de 870, em virtude da estimação pelo Método dos Momentos Generalizado Sistemico (GMM-Sys).

**Tabela 3.1 – Companhias listadas na Bovespa de 2001 até 2010**

<b>Ano</b>	<b>Número de companhias registradas em bolsa (emissores registrados)</b>
<b>2001</b>	468
<b>2002</b>	436
<b>2003</b>	410
<b>2004</b>	390
<b>2005</b>	381
<b>2006</b>	394
<b>2007</b>	449
<b>2008</b>	439
<b>2009</b>	434
<b>2010</b>	471

Fonte: BM&FBovespa (2011).

### **3.3 Definição teórica e operacional das variáveis**

Na presente dissertação as variáveis de interesse são os indicadores de valor de mercado e de estrutura societária. Foi utilizada uma série de atributos corporativos como variáveis de controle. Estas podem estar correlacionadas com o valor e/ou com a estrutura de propriedade e controle das firmas, e sua utilização varia de acordo com o modelo utilizado (Parte 1 ou Parte 2 do trabalho). O Quadro 3.1 apresenta todas as variáveis empregadas no trabalho, expondo suas respectivas definições operacionais e as justificativas para o uso das mesmas.

VARIÁVEIS	JUSTIFICATIVA
<b>VALOR DE MERCADO (VM)</b>	
<p>Conforme Chung e Pruitt (1994, p. 72), o Q de Tobin (<b>QTOBIN</b>) pode ser calculado da seguinte forma:</p> $QTOBIN^* = \frac{VMAO+VMAP+DIVT}{Ativo\ Total}$ <p>Em que:  VMAO: valor de mercado das ações ordinárias;  VMAP: valor de mercado das ações preferenciais;  DIVT: valor contábil do exigível total (Passivo Circulante + Exigível de Longo Prazo) menos o Ativo Circulante após a exclusão dos Estoques.</p> <p>(*) Os valores contábeis são referentes às demonstrações financeiras do quarto trimestre do respectivo ano e as cotações das ações correspondem ao preço médio anual calculado pela média dos preços do último dia de negociação de cada trimestre.</p>	<p>Entre as várias definições sobre o conceito de valor de mercado, optou-se nessa dissertação pelo Q de Tobin pelo fato de ter sido utilizado em boa parte dos trabalhos sobre estrutura societária e, dessa forma, permitir a comparação mais direta dos resultados do presente estudo com os dos demais. Como o cálculo do Q de Tobin é de difícil operacionalização, em virtude da não observação direta do valor de mercado das dívidas e do valor de reposição de ativos, escolheu-se a aproximação proposta Chung e Pruitt (1994) e usada entre outros por Silveira <i>et al.</i> (2004) e Okimura, Silveira e Rocha (2007).</p>
<p>Valor da Empresa sobre o Ativo Total (<b>VE</b>): calculado pela seguinte pela equação:</p> $VE^{**} = \frac{Enterprise\ Value^*}{Ativo\ Total}$ <p>(*) <i>Enterprise value</i> = Cotação*Total de Ações + Debêntures CP e LP + Financiamentos CP e LP + Adiantamentos de Contratos de Câmbio – Disponibilidades e Investimentos de Curto Prazo. Calculado pelo Economática®.</p> <p>(**) O valor anual desse indicador representa a média dos quatro trimestres do respectivo ano. Para cada ano foram utilizados dados contábeis referentes ao quarto trimestre para o Ativo Total e o <i>enterprise value</i> corresponde à média de seus valores do último dia de negociação de cada trimestre.</p>	<p>É um indicador cada vez mais usado como medida de valor da empresa (SILVEIRA, 2005). Representa uma alternativa ao indicador Q de Tobin. Não há um consenso sobre quais são as métricas que devem ser utilizadas como <i>proxy</i> para o desempenho. Börsch-Supan e Köke (2002) sugerem o emprego de mais de uma <i>proxy</i> para o desempenho, como uma forma de mitigar esse problema.</p>

<b>ESTRUTURA DE PROPRIEDADE/CONTROLE (OWN)</b>	
<b>Direito sobre o fluxo de caixa</b>	
<b>PROP1:</b> percentual do total de ações sob posse do maior acionista.	Essa variável está ligada à estrutura de propriedade da firma e aponta a concentração sobre o direito de fluxo de caixa pelo maior acionista. Espera-se que uma elevação nessa concentração, <i>ceteris paribus</i> , aumentará o valor de mercado da empresa, uma vez que sinalizaria para o mercado uma solução satisfatória para os custos de agência (CLAESSENS <i>et al.</i> , 2002; CLAESSENS; FAN, 2002). Assim, supõe-se que essa variável possa absorver o efeito-incentivo (positivo) da estrutura societária sobre o valor das companhias.
<b>LOGVPROP:</b> logaritmo neperiano (natural) do valor de mercado (em reais) do total de ações sob posse do maior acionista, ajustado pelo Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) com base no ano de 2001.	O valor de mercado das ações (ajustado à inflação) sob posse do maior acionista pode captar, mais diretamente, o impacto da valorização ou desvalorização desses papéis em sua riqueza. Pois, quanto maior for o LOGVPROP, maior será o prejuízo do grande acionista com uma eventual desvalorização desses títulos e, assim, maior o seu comprometimento com a valorização do preço das ações da corporação. Nesse sentido, <i>ceteris paribus</i> , espera-se que um aumento em LOGVPROP, repercutirá na elevação do valor da organização, absorvendo o efeito-incentivo (positivo) como sugerem Gugler, Mueller e Yurtoglu (2008).
<b>Direito de voto</b>	
<b>CON1:</b> percentual de ações ordinárias sob posse do maior acionista.	Essa variável vincula-se à estrutura de controle da companhia e representa a concentração do direito de voto pelo maior acionista. Pressupõe-se que um aumento nessa concentração, <i>ceteris paribus</i> , diminuirá o valor de mercado da firma. Isso em função da maior possibilidade de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários, dado o elevado controle sobre o processo de decisão exercido pelo grande acionista (CLAESSENS <i>et al.</i> , 2002; CLAESSENS; FAN, 2002). Por isso, presume-se que CON1 captará o efeito-entrenchamento (negativo) da estrutura societária sobre o valor das empresas.
<b>Excesso de direito de voto</b>	
<b>DIF1:</b> percentual de ações ordinárias detido pelo maior acionista menos o percentual do total de ações detido pelo mesmo.	Essa variável representa a separação entre o direito de voto e o de fluxo de caixa nas companhias. Quanto maior o excesso de direito de voto do grande acionista, <i>ceteris paribus</i> , menor deverá ser o valor de mercado da organização (CLAESSENS <i>et al.</i> , 2002). Desta forma, suspeita-se que DIF1

	consiga mesurar o efeito-entrenchamento (negativo).
<b>VARIÁVEIS DE CONTROLE</b>	
<p><i>Return on invested capital (ROIC)</i>: calculado pelo lucro operacional líquido do Imposto de Renda dividido pelo capital investido médio da empresa.</p> $ROIC = \left( \frac{Net\ operating\ after\ taxes(NOPAT)^*}{Capital\ investido\ médio(CIM)**} \right) \times 100\%$ <p>(*) NOPAT = (EBIT)x(1-Tc) Em que:</p> <p>EBIT: <i>earnings before interest and taxes</i> (lucro antes dos juros e impostos) Tc: alíquota do Imposto de Renda. No Brasil é de 34% para a maioria das empresas. Esse percentual é formado pela soma de uma alíquota de 15% de Imposto de Renda para pessoa jurídica (IRPJ), mais um acréscimo de 9% referente à contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL), mais um adicional de 10% sobre o excedente de certo limite de lucro (ASSAF NETO, 2010).</p> <p>(**) CIM = Patrimônio Líquido Médio + Dívida Bruta Média***. (***) Média dos Financiamentos de CP e LP + Média das Debêntures de CP e LP.</p>	<p>O desempenho contábil pode influenciar o valor de mercado das companhias (CHO; PUCIK, 2005; KUMAR; SHARMA, 2011). Pois, os investidores ao enfrentarem o <i>trade-off</i> entre vender, comprar ou manter suas ações, podem priorizar em sua carteira papéis de empresas que auferiram, relativamente às demais, lucros contábeis mais satisfatórios.</p>
<p>Volatilidade dos retornos mensais do tipo de ação que apresentar maior liquidez para cada companhia em cada ano (<b>VOLAT</b>):</p> $VOLAT = \sqrt{\frac{\sum(S_i - S_m)^2}{n-1}}$ <p>Em que:</p> <p>S<sub>i</sub>: retorno contínuo mensal da ação i; S<sub>m</sub>: média dos retornos contínuos mensais da ação i; n: igual a 12 (1 ano).</p>	<p>Segundo Demsetz e Lehn (1985) a volatilidade é uma das medidas de potencial controle que podem ser utilizadas para mensurar a riqueza em potencial que pode ser criada em determinada firma, por meio de um controle mais efetivo sobre a alta administração. Para os autores, a variação nos preços das ações da companhia seria um sinalizador de seu ambiente operacional. Nesse sentido, quanto mais conturbado esse ambiente, maiores seriam os custos de transação associados ao monitoramento da gestão e, por conseguinte, maior o retorno potencial gerado pela eficácia desse controle. Espera-se que quanto maior for a volatilidade (instabilidade) das ações da empresa, <i>ceteris paribus</i>, menor será a concentração na estrutura societária, uma vez que tornaria mais cara a posse de ações da companhia por parte de grandes acionistas.</p>

<p>Índice de liquidez, calculado pelo sistema Economática® (2011) para períodos de doze meses, baseado no volume de negociações com o papel (<b>LIQ</b>):</p> $LIQ = 100 \times \left(\frac{p}{P}\right) \times \sqrt{\left(\frac{n}{N}\right) \times \left(\frac{v}{V}\right)}$ <p>Em que:</p> <p>p: número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação no período analisado; P: número total de dias do período analisado; n: número de negócios com a ação no período analisado; N: número de negócios com todas as ações no período analisado; v: volume em dinheiro negociado com a ação no período analisado; V: volume em dinheiro negociado com todas as ações no período analisado.</p>	<p>Presumi-se que, <i>ceteris paribus</i>, quanto maior a liquidez das ações da companhia, maior será o seu valor de mercado. Segundo Uno e Kamiyama (2009), uma maior concentração na estrutura de propriedade e controle da organização pode diminuir a liquidez de seus papéis e, conseqüentemente, reduzir o seu valor de mercado.</p>
<p>Natureza da operação: nível de tangibilidade das operações da companhia (<b>TANG</b>):</p> $TANG = \left(\frac{\text{Ativo Imobilizado Bruto*}}{\text{Receita Operacional Líquida*}}\right) \times 100\%$ <p>(*): ambos medidos em reais nominais ao final de cada exercício.</p>	<p>O nível de tangibilidade das operações da firma pode influenciar o seu valor de mercado. Conforme Nelson (2006), organizações com elevada proporção de ativos de difícil monitoramento teriam menor razão Patrimônio Líquido/Valor de Mercado (<i>book-to-market</i>). Isso em virtude dos preços de mercado refletirem o valor futuro esperado dos ativos intangíveis, não captados pelo valor patrimonial. Ademais, segundo Nelson (2006), o mercado avalia os ativos intangíveis como mais arriscados do que os tangíveis, descontando-os com taxas diferentes.</p>
<p>Tamanho da empresa (<b>LOGAT</b>): logaritmo neperiano (natural) do Ativo Total médio, medido em reais nominais ao final de cada exercício.</p>	<p>De acordo com Himmelberg, Hubbard e Palia (1999), o relacionamento entre o tamanho da companhia, sua estrutura societária e seu valor de mercado é ambíguo. Quanto maior a companhia, maior seria a proporção do valor da empresa em relação à riqueza individual do acionista controlador, dificultando para ele a manutenção de uma participação elevada no capital total da firma. Entretanto, grandes corporações podem estar sujeitas a maiores problemas de agência e, conseqüentemente, maiores custos de monitoramento, induzindo a um menor valor de mercado e uma maior concentração acionária para tentar de mitigar esses problemas.</p>
<p>Índice de ações com Governança Corporativa Diferenciada (<b>IGC</b>): variável binária que assume valor 1 se a companhia participou do IGC no respectivo</p>	<p>O IGC foi criado pela Bovespa em junho de 2001 e contempla quase todas as corporações admitidas à negociação no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2,</p>

<p>ano, senão atribui valor 0 (zero).</p>	<p>exceto as companhias cujas ações são consideradas de liquidez muito estreita. As empresas que participam desses segmentos devem se enquadrar a padrões mais rígidos de governança corporativa. No que tange à estrutura de societária, as organizações do Nível 2 e do Novo Mercado devem: no caso de fechamento de capital ou saída do segmento, obrigatoriamente, realizar oferta pública de aquisição de ações, no mínimo, pelo valor econômico; conceder direito de <i>tag along</i> de 100% do valor pago aos controladores para os detentores de ações ordinárias; e manter um <i>free-float</i> mínimo de 25% do total das ações da firma (como no Nível 1). (BM&amp;FBOVESPA, 2011). Destarte, a variável binária IGC será utilizada como <i>proxy</i> para as práticas de governança adotadas pela empresa, que podem influenciar além da estrutura societária da firma, o seu valor de mercado (KLAPPER; LOVE, 2004; DURNEV; KIM, 2005; BLACK; JANG; KIM, 2006).</p>
<p>Endividamento (<b>END</b>): mensurado pela soma do Passivo Circulante com o Passivo Exigível de Longo Prazo dividida pelo Passivo Total, medidos em reais nominais ao final de cada exercício:</p> $END = \left( \frac{\text{Exigível Total}}{\text{Passivo Total}} \right) \times 100\%$	<p>A direção do relacionamento entre o grau de alavancagem de uma companhia e seu valor de mercado é ambígua. Por um lado, uma empresa mais endividada possui maior risco financeiro, o que levaria o mercado a aplicar uma taxa de desconto maior, reduzindo o valor da firma (FAMA; FRENCH, 2002; BRAOUEZEC, 2009). Todavia, o endividamento gera um benefício fiscal referente à dedutibilidade dos juros da dívida na forma de despesas financeiras, o que pode incrementar o valor da organização (MODIGLIANI; MILLER, 1963).</p>
<p>Nível do fluxo de caixa livre (<b>NFCL</b>): versão contábil do Fluxo de Caixa Livre da empresa (FCL) sobre sua Receita Operacional Líquida (REC), ambos medidos ao final de cada exercício em reais nominais (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2008).</p> $NFCL = \left( \frac{FCL^*}{REC} \right) \times 100\%$ <p>(*) <math>FCL = LL - \text{AumCGL} + \text{DepAmort} - \text{Inv}</math></p> <p>Em que:  FCL: Fluxo de Caixa Livre da companhia; LL: Lucro Líquido; AumCGL: Investimento em Capital de Giro Líquido; DepAmort: Depreciação e Amortização; Inv: Investimento em Ativo Fixo;</p>	<p>Quanto maior for o fluxo de caixa livre (FCL), maiores seriam os gastos definidos pelo livre-arbítrio do gestor/empreendedor e, dessa forma, maiores seriam os potenciais benefícios privados do controle (JENSEN, 1986). Portanto, um aumento do NFCL, <i>ceteris paribus</i>, pode elevar a concentração da propriedade almejada pelo controlador, influenciando a estrutura societária da companhia.</p>

<p>Taxa de investimento da empresa (<b>IK</b>): definida como o investimento em ativo fixo da empresa (investimento de capital ou <i>capital expenditures</i>) sobre seu ativo imobilizado bruto, ambos medidos em reais nominais ao final de cada exercício (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2008).</p> $IK = \left( \frac{\text{Capital expenditures}}{\text{Ativo Imobilizado Bruto}} \right) \times 100\%$	<p>Quanto mais elevada for a taxa de investimento da empresa, maiores seriam os gastos a serem estipulados pelo livre-arbítrio do gestor/empreendedor. Consequentemente, maior deverá ser a concentração de propriedade buscada por ele, com o intuito de ter acesso aos benefícios privados do controle (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999). Destarte, um aumento de IK, <i>ceteris paribus</i>, poderia elevar a concentração na estrutura societária.</p>
<p><i>Dummies</i> anuais (<b>D</b>): variáveis <i>dummies</i> que atribuem valor 1 para um ano específico e 0 para os demais anos. As variáveis binárias anuais foram codificadas de acordo com sua ordem cronológica, ou seja, D01 = 2001, D02 = 2002 e, assim, sucessivamente.</p>	<p>A construção de <i>dummies</i> para cada ano da amostra tem como objetivo isolar quaisquer efeitos macroeconômicos que afetaram o conjunto de empresas (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007).</p>

**Quadro 3.1 – Definição teórica e operacional das variáveis do estudo**

### 3.4 Modelos, tratamento estatístico e análise das variáveis

Esta seção tem como objetivo a apresentação e discussão dos modelos econométricos utilizados na presente dissertação, os quais foram operacionalizados por meio do pacote estatístico Stata<sup>®</sup> 11 (2011). A pesquisa está dividida em duas partes inter-relacionadas. A primeira buscou por possíveis determinantes da concentração na estrutura de propriedade e controle das companhias, investigando o seu caráter endógeno. Já a Parte 2 do trabalho estudou o impacto da concentração na estrutura societária sobre o valor de mercado das empresas. Os modelos dinâmicos de regressão linear múltipla da primeira e segunda etapa do estudo foram estimados pelo Método dos Momentos Generalizado Sistemático (MMG-Sis ou GMM-Sys), por meio da aplicação da ferramenta *xtabond2* (ROODMAN, 2006; 2009).

#### 3.4.1 Endogeneidade e o Método dos Momentos Generalizado (MMG)

No contexto de finanças corporativas entre todos os pressupostos fundamentais para que a técnica de regressão resulte em inferências robustas sobre as relações de causalidade entre variáveis, o mais delicado é o pressuposto da exogeneidade dos regressores (BARROS *et al.*, 2009). Este implica na independência entre os valores das variáveis explanatórias e os do termo de erro. Se essa premissa não for atendida, um ou mais regressores serão endógenos (GUJARATI; PORTER, 2011). Ao se trabalhar com dados em painel, o grau de restrição desse pressuposto varia de acordo com o modelo empregado.

Caso se utilize o Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para dados empilhados (*Pooled OLS*), ilustrado pela Equação (6), o pressuposto da exogeneidade requer a inexistência de correlação entre os valores contemporâneos dos erros e dos regressores, formalizado por (7). No modelo (6)  $i$  e  $t$  representam, respectivamente, a empresa e o ano,  $\alpha$  é o intercepto,  $\varepsilon_{it}$  é o termo de erro,  $Y_{it}$  é a variável dependente e  $X_{it}$  é a variável independente.

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$E[u_{it} | x_{it}] = 0 \quad (7)$$

Entretanto, o MQO ignora a heterogeneidade não-observada das companhias ( $\eta_i$ ), ou seja, características específicas de cada empresa, invariantes ao longo do tempo, que não são observadas pelo pesquisador. Ao omitir  $\eta_i$ , assim como outras variáveis de controle

observáveis, o modelo poderá acusar uma correlação espúria, pois essas variáveis ausentes poderiam influenciar simultaneamente as variáveis dependente e independente. (BÖRSCH-SUPAN; KÖKE, 2002). Se essa hipótese se confirmar, as duas variáveis de interesse podem estar correlacionadas entre si, todavia nenhuma delas é a causa da outra e ambas podem ser determinadas por uma terceira variável (SILVEIRA, 2010).

Dada a importância da heterogeneidade não-observada ( $\eta_i$ ), em geral, sugere-se a sua inclusão no modelo de regressão, como na Equação (8), estimada com o procedimento de Efeitos Fixos, em que  $\eta_i + u_{it}$  representam a decomposição do termo erro em efeitos fixos específicos de cada firma (não-observados) e o termo de erro idiossincrático (ou choques idiossincráticos) ( $\varepsilon_{it} = \eta_i + u_{it}$ ) (STOCK; WATSON, 2003). Contudo, esse modelo baseia-se em um pressuposto ainda mais restritivo, o da exogeneidade estrita dos regressores, simbolizado por (9).

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + \eta_i + u_{it} \quad (8)$$

$$E[u_{it} | x_{i1}, x_{i2}, \dots, x_{iT}, \eta_i] = 0 \quad (9)$$

Conforme Gujarati e Porter (2011, p. 590): “*uma variável será estritamente exógena se não depender de valores correntes, passados e futuros do termo de erro  $u_{it}$* ”. Assim, essa premissa exclui qualquer possibilidade de correlação entre os erros contemporâneos e os valores passados, atuais e futuros das variáveis explicativas.

Ademais, o modelo (8) (assim como o (6)) é estático e, dessa forma, não controla nem pode mitigar outra possível fonte de endogeneidade, o efeito *feedback*. Este, também conhecido como o fenômeno da retroalimentação da variável resposta para os regressores, surge quando os valores passados da variável dependente influenciam os valores contemporâneos e/ou futuros das variáveis independentes. Segundo Barros *et al.* (2009, 18) “[...] *boa parte dos indicadores de interesse para finanças apresenta comportamento fortemente inercial (práticas de governança, desempenho financeiro, alavancagem, faturamento), sugerindo que a especificação de modelos “estáticos” pode não ser adequada*”.

Wintoki, Linck e Netter (2008) denominam esse problema como “endogeneidade dinâmica” dos estudos de finanças corporativas. De acordo com os autores, o efeito *feedback* pode ser mitigado pela inclusão de defasagens da variável explicada no modelo de regressão (8), sendo que, em geral, a primeira defasagem já é suficiente. Porém, por definição,  $Y_{it-1}$  não

é estritamente exógena, uma vez que o referido pressuposto implicaria na ausência de correlação entre  $y$  e  $u_{it}$  em qualquer instante do tempo.

Diante das limitações dos modelos (6) e (8) com relação ao problema da endogeneidade, a partir de 1991 a popularidade do Método dos Momentos Generalizado – MMG (GMM – *Generalized Method of Moments*) cresceu consideravelmente (ROODMAN, 2009). Esse reconhecimento deve-se ao fato desse método produzir estimativas consistentes e preocupar-se com a heterogeneidade não-observada e o efeito *feedback*, além de se apoiar em pressupostos menos restritivos, que serão discutidos ao longo dessa seção (BOND, 2002; ROODMAN, 2006; 2009).

O GMM foi desenvolvido por Hansen (1982). Holtz-Eakin, Newey e Rosen (1988) e Arellano e Bond (1991) construíram o GMM em diferenças (GMM-Dif) e, posteriormente, o GMM sistêmico (GMM-Sys) foi elaborado por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998). O GMM-Dif engloba duas etapas, considerando o modelo genérico da Equação (10):

$$y_{it} = \alpha + \beta_1 y_{it-1} + \beta_2 x_{it} + \gamma z_{it} + \eta_i + u_{it}, |\beta_1| < 1. \quad (10)$$

Em que  $i$  e  $t$  representam, respectivamente, a empresa e o ano. O termo de erro aleatório é  $u_{it}$ ,  $\alpha$  é o intercepto,  $y_{it}$  é a variável dependente,  $y_{it-1}$  é a primeira defasagem da variável dependente. A variável independente de interesse é  $x_{it}$ ,  $z_{it}$  são as variáveis de controle (características observáveis da firma) e  $\eta_i$  é a heterogeneidade não-observada.

Na primeira etapa, conhecida como a primeira diferença, transforma-se a equação (10) por meio do cálculo das diferenças entre os valores das variáveis e seus valores defasados, obtendo o modelo (11) (ARELLANO; BOND, 1991):

$$\Delta y_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta y_{it-1} + \beta_2 \Delta x_{it} + \gamma \Delta z_{it} + \Delta u_{it}, |\beta_1| < 1. \quad (11)$$

Tal procedimento elimina a heterogeneidade não-observada, visto que  $\Delta \eta_i = 0$ . A segunda etapa consiste na estimação da Equação (11) via GMM, que utiliza todos ou parte dos valores defasados das variáveis explicativas como instrumentos para os valores contemporâneos das diferenças (ARELLANO; BOND, 1991). Outra vantagem do GMM-Dif é que ele se fundamenta no pressuposto da exogeneidade sequencial dos regressores, que diferentemente da exogeneidade estrita, implica na independência entre valores passados dos regressores e os valores contemporâneos do termo erro, embora deixe aberta a possibilidade de que os valores contemporâneos e futuros das variáveis independentes sejam influenciados

pelos erros contemporâneos (simultaniedade e endogeneidade dinâmica, respectivamente) (WINTOKI; LINCK; NETTER, 2008).

Caso esse pressuposto bem menos restritivo seja atendido, podem-se explorar as condições de ortogonalidade (ou condições de momento) esboçadas por (12), em que  $X_{it}$  representa as variáveis explanatórias ( $y_{it-1}$ ,  $x_{it}$ ,  $z_{it}$ ).

$$E[X_{it-s}\Delta u_{it}] = 0, \text{ para } t = 3, \dots, T \text{ e } s \geq 2. \quad (12)$$

Ademais, o GMM-Dif pode acomodar, naturalmente, muitas condições de momento diferentes de (12), permitindo o uso de instrumentos para quaisquer valores passados e futuros de variáveis explicativas, que se enquadrem nos pressupostos do modelo (serão discutidos ainda nessa seção) (BARROS *et al.*, 2009).

Posteriormente, Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998) desenvolveram uma importante extensão do GMM-Dif, conhecido como GMM sistêmico. O GMM-Sys estima por meio de instrumentos distintos as equações (10) (*levels*) e (11) (*differences*) simultaneamente (ROODMAN, 2009). Ademais, o GMM-Sys aproveita as condições de momento (12) e acrescenta as formalizadas por (13):

$$E[\Delta X_{it-s}(\eta_i + u_{it})] = 0, \text{ para } t = 3, \dots, T \text{ e } s \geq 2. \quad (13)$$

As condições de momento (12) e (13) permitem, respectivamente: a utilização dos valores defasados das variáveis do modelo (10) como instrumentos para as variáveis da Equação (11); e o uso das defasagens das diferenças da igualdade (11) como instrumentos para variáveis do modelo (10) (ARELLANO; BOVER, 1995; BLUNDELL; BOND, 1998).

A validade dos resultados do GMM-Sys está atrelada à legitimidade de seus pressupostos. Embora o método, diferentemente do MQO e do procedimento de Efeitos Fixos, não assuma a normalidade da distribuição das variáveis e seja robusto quanto à heteroscedasticidade do termo erro, a eficiência e a consistência do GMM-Sys dependem de algumas hipóteses:

1. O GMM-Sys é recomendado para painéis curtos (o número de indivíduos (N) é bem maior do que o número de períodos analisados (T)) (BOND, 2002). No presente

trabalho a amostra conta com duzentas e trinta e sete empresas ( $N = 237$ ) para um intervalo de dez anos ( $T = 10$ );

2. A segunda defasagem dos resíduos não pode apresentar autocorrelação. Segundo Arellano e Bond (1991), o GMM-Sys requer que haja autocorrelação de primeira ordem nos resíduos, entretanto não de segunda ordem. Assim, para testar esse pressuposto foi utilizado no estudo o teste de Arellano/Bond, cuja hipótese nula é de inexistência de autocorrelação e também analisa a validade dos instrumentos;
3. Os instrumentos devem ser válidos. Para tanto, são necessárias duas condições. Primeira: os instrumentos dos modelos (5) e (6) devem estar correlacionados com os valores contemporâneos das variáveis de cada respectiva equação. Segundo, os instrumentos devem ser exógenos, ou seja, não podem estar correlacionados com os termos de erro contemporâneos (ARELLANO; BOVER, 1995; BLUNDELL; BOND, 1998). Essas hipóteses foram verificadas por meio do teste de Hansen para sobreidentificação (estatística  $J$ ) e do teste de Diferença-em-Hansen para subconjuntos de instrumentos (estatística  $C$ ), sendo que em ambos a hipótese nula aponta para a validade dos instrumentos;
4. Devido às condições de momento (8), embora o GMM-Sys permita a correlação entre os regressores e a heterogeneidade não observada ( $\eta_i$ ), ele supõe que a forma dessa correlação não mude entre os períodos ( $T$ ) (“*steady state*”) (ROODMAN, 2009). A validade dessa condição, de acordo com Roodman (2009), depende de que o coeficiente da primeira defasagem da variável resposta seja menor que um (valor absoluto) ( $|\beta_1| < 1,0$ ).

### **3.4.2 Parte 1 – Determinantes da concentração na estrutura societária**

A primeira parte do estudo visa responder a seguinte questão: para um conjunto de companhias que atuam em um mesmo ambiente contratual, quais são as características corporativas observáveis que fazem com que algumas corporações tenham estruturas societárias mais concentradas do que as outras?

Para responder a essa pergunta foram empregados modelos dinâmicos de regressão linear múltipla, estimados pelo Método dos Momentos Generalizado Sistemático (GMM-Sys).

Nesse modelo foram utilizadas variáveis indicadas pela literatura sobre governança corporativa, principalmente pelos trabalhos de Demsetz e Lehn (1985), Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) e Silveira, Barros e Famá (2008). Entre os possíveis determinantes da concentração na composição acionária, foram selecionadas as seguintes variáveis corporativas: valor de mercado (VM (QTOBIN ou VE)); volatilidade dos retornos da ação (VOLAT); taxa de investimento (IK); tamanho da firma (LOGAT); nível do fluxo de caixa livre (NFCL); e participação no Índice de ações com Governança Corporativa Diferenciada da BM&FBovespa (IGC). Ademais, foram acrescentadas variáveis binárias anuais para isolar quaisquer efeitos macroeconômicos.

As variáveis dependentes utilizadas como *proxies* para a concentração acionária do maior acionista (OWN), que foram testadas alternadamente, podem ser divididas em três categorias: direito sobre o fluxo de caixa, ligado à posse de ações preferenciais ou ordinárias (PROP1); direito de voto, relacionado ao acúmulo de ações ordinárias (CON1); e excesso de direito de voto, atrelado à separação entre o direito de voto e o de fluxo de caixa (DIF1).

O modelo autoregressivo, que explica a concentração na estrutura de propriedade e controle, conta com a primeira defasagem de OWN como variável independente e baseia-se na Equação (14):

$$OWN_{it} = \alpha + \beta_1 OWN_{it-1} + \beta_2 VM_{it} + \beta_3 VOLAT_{it} + \beta_4 IK_{it} + \beta_5 LOGAT_{it} + \beta_6 NFCL_{it} + \beta_7 IGC_{it} + \sum_{k=1}^9 \psi_k ANO_{kt} + \eta_i + u_{it} \quad (14)$$

Em que  $\alpha$  é o intercepto e pode ser interpretado como o efeito específico médio do conjunto das organizações,  $i$  e  $t$  representam, respectivamente, a empresa e o ano, e  $\eta_i + u_{it}$  representa a decomposição do termo de erro aleatório ( $\mathcal{E}_{it} = \eta_i + u_{it}$ ). Mais especificamente,  $u_{it}$  é o termo de erro da  $i$ -ésima firma no  $t$ -ésimo ano e  $\eta_i$  é a heterogeneidade não observada das companhias da amostra, captando quaisquer características não observadas da empresa  $i$ , que sejam invariantes ao longo do tempo.

Supõe-se que o modelo (14) consiga mitigar o problema da endogeneidade relacionado à omissão de variáveis, ao efeito *feedback* e à simultaneidade. A inclusão das variáveis de controle e do termo  $\eta_i$  representa uma tentativa de atenuar a omissão de variáveis. O efeito *feedback* pode ser controlado pela utilização da primeira defasagem da variável reposta ( $OWN_{it-1}$ ). E, por fim, espera-se que a causalidade reversa possa ser

mitigada pela estimação do GMM-Sys por meio da ferramenta *xtabond2* de Roodman (2006, 2009).

### 3.4.3 Parte 2 – Concentração na estrutura societária e o valor de mercado

Após a averiguação dos possíveis determinantes da estrutura societária, a segunda parte da pesquisa busca contribuir com a resposta para a seguinte questão: a concentração na estrutura de propriedade e controle influencia o valor de mercado das companhias brasileiras de capital aberto?

Para tanto, novamente foram utilizados modelos dinâmicos de regressão linear múltipla, estimados pelo Método dos Momentos Generalizado Sistemático (GMM-Sys). Entre os possíveis determinantes do valor de mercado das firmas, foram selecionadas as seguintes variáveis de controle: desempenho contábil (ROIC); endividamento (END); nível de tangibilidade das operações (TANG); liquidez (LIQ); tamanho da empresa (LOGAT); volatilidade dos retornos da ação (VOLAT); e participação no Índice de ações com Governança Corporativa Diferenciada da BM&FBovespa (IGC). Também foram acrescentadas variáveis binárias anuais para isolar quaisquer efeitos macroeconômicos.

Com relação às variáveis independentes de interesse, foram utilizadas as variáveis de concentração acionária do maior acionista: PROP1, CON1, DIF1 e LOGVPROP. Estas se referem, respectivamente: ao direito sobre o fluxo de caixa; ao direito de voto; ao excesso de direito de voto; e ao valor de mercado do total de ações, ajustado pelo IGP-M. Foram testados dois tipos de modelos. No primeiro empregou-se, ao mesmo tempo, LOGVPROP e CON1 com o intuito de captar, na sequência, o efeito-incentivo e o efeito-entrenchamento da concentração na estrutura societária sobre o valor de mercado. Enquanto no segundo modelo as variáveis LOGVPROP e CON1 foram substituídas, respectivamente, por PROP1 e DIF1. Destarte, espera-se que a primeira capte o efeito positivo e a segunda o efeito negativo da concentração acionária sobre o valor de mercado.

Quanto às variáveis dependentes de interesse, foram utilizadas ora o Q de Tobin (QTOBIN), ora o Valor da Empresa sobre Ativo Total (VE) como *proxies* para o valor de mercado (VM). O modelo autoregressivo, que explica VM, conta com a sua primeira defasagem como variável independente e fundamenta-se na Equação (15):

$$VM_{it} = \alpha + \beta_1 VM_{it-1} + \beta_2 (LOGVPROP_{it} \text{ ou } PROP1_{it}) + \beta_3 (CON1_{it} \text{ ou } DIF1_{it}) + \beta_4 ROIC_{it} + \beta_5 END_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \beta_7 LIQ_{it} + \beta_8 LOGAT_{it} + \beta_9 VOLAT_{it} + \beta_{10} IGC_{it} + \sum_{k=1}^9 \psi_k ANO_{kt} + \eta_i + u_{it} \quad (15)$$

Em que  $\alpha$  é o intercepto,  $i$  e  $t$  simbolizam, respectivamente, a empresa e o ano, e  $\eta_i + u_{it}$  é a decomposição do termo de erro aleatório ( $\varepsilon_{it} = \eta_i + u_{it}$ ). No caso,  $u_{it}$  é o termo de erro da  $i$ -ésima firma no  $t$ -ésimo ano e  $\eta_i$  é a heterogeneidade não observada das empresas da amostra, que capta quaisquer características não observadas da firma  $i$ , que não variam entre os períodos.

O modelo (15) tenta mitigar o problema da endogeneidade ligado à omissão de variáveis, ao efeito *feedback* e à simultaneidade. As variáveis de controle e o termo  $\eta_i$  podem diminuir o risco de omissão de variáveis, enquanto o efeito *feedback* pode ser controlado pela utilização da primeira defasagem da variável dependente ( $VM_{it-1}$ ). Ademais, supõe-se que a causalidade reversa possa ser reduzida pela estimação do GMM-Sys com a ferramenta *xtabond2* de Roodman (2006, 2009).

## 4. RESULTADOS

Nesta seção, primeiramente, são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis do trabalho. Na sequência, são discutidos os resultados dos modelos que explicam a concentração acionária (Parte 1). E, por fim, são debatidos os resultados da segunda parte do estudo, a qual analisou a influência da concentração na estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado das companhias.

### 4.1 Estatísticas descritivas

Na Tabela 4.1 constam as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas como *proxies* para a estrutura societária.

**Tabela 4.1 – Estatísticas descritivas das variáveis de estrutura societária**

	Ano / N*	PROP1(%)	CON1(%)	DIF1(%)	LOGVPROP
<b>Média</b>	2001 / 89	39,81	57,14	17,33	11,92
	2002 / 92	38,51	57,09	18,58	11,71
	2003 / 91	42,53	60,55	18,02	11,81
	2004 / 98	47,32	65,96	18,64	12,46
	2005 / 105	43,41	61,21	17,79	12,45
	2006 / 107	41,69	57,53	15,84	12,57
	2007 / 126	41,36	57,52	16,16	12,80
	2008 / 153	41,65	53,96	12,31	12,63
	2009 / 166	40,23	50,05	9,82	12,57
	2010 / 172	39,23	50,30	11,07	12,71
<b>Amostra Total</b>	<b>Média</b>	41,38	56,18	14,79	12,43
	<b>Mediana</b>	36,10	53,90	9,90	12,51
	<b>Desvio padrão</b>	23,62	26,58	16,86	1,94
	<b>N*</b>	237	237	237	237
	<b>Obs**</b>	1199	1199	1199	1199

(\*): Número de empresas.

(\*\*): Número de observações.

A concentração média de votos do maior acionista (amostra completa) é de 56,18%, sinalizando que, em média, as empresa brasileiras de capital aberto estiveram sob controle majoritário ao longo do período de 2001 a 2010. Esse resultado pode ser comparado com os de Caravahal-da-Silva e Leal (2003) (que a amostra contou com 225 empresas para o ano de 2000) e de Silveira (2004) (cuja amostra somou 776 observações de 161 empresas para o intervalo de 1998 a 2002). Estes trabalhos encontraram, respectivamente, uma concentração média na estrutura de controle direta de 72% e 73,92%, o que sugere que ao longo da primeira década do século XXI esse acúmulo de direito a voto por parte do maior acionista diminuiu. Essa redução pode ser sido causada, principalmente, pela criação dos segmentos diferenciados

de governança corporativa pela Bovespa em 2000 e pela Nova Lei das S.A.s, que entrou em vigor em 2001.

A soma das estatísticas descritivas das variáveis de concentração do direito sobre o fluxo de caixa e de excesso de direito a voto mostra que, em média, o maior acionista detém o controle da companhia com uma participação inferior a metade do capital total da mesma. Isso em virtude de dois fatores: PROP1 apresentar valor médio de 41,38% (amostra total); e DIF1 média de 14,79% (amostra total).

Na Tabela 4.2 encontram-se os dados descritivos das variáveis de valor de mercado. Nota-se que de acordo com a amostra total, em média, as companhias brasileiras são pouco valorizadas, pois o Q de Tobin (QTOBIN) e o Valor da Empresa sobre Ativo Total (VE) registraram valores menores do que 1,0. Conforme Assaf Neto (2010, p. 164): “[...] *quando o Q de Tobin for inferior a 1,0, o investimento revela uma destruição de valor motivada por uma gestão incapaz em satisfazer ao custo de oportunidade do capital aplicado no negócio*”. Assim, caso a firma fosse vendida pelo preço estipulado pelo mercado, o montante não seria suficiente para cobrir o valor de reposição de seus ativos. Com relação às demais variáveis de controle, suas estatísticas descritivas estão na Tabela 4.3.

**Tabela 4.2 – Estatísticas descritivas das variáveis de desempenho corporativo**

	Ano / N*	QTOBIN	VE
<b>Média</b>	2001 / 89	0,67	0,59
	2002 / 92	0,59	0,54
	2003 / 91	0,68	0,61
	2004 / 98	0,84	0,76
	2005 / 105	0,93	0,85
	2006 / 107	1,06	0,97
	2007 / 126	1,35	1,26
	2008 / 153	1,05	0,93
	2009 / 166	0,98	0,91
	2010 / 172	1,10	1,00
<b>Amostra Total</b>	<b>Média</b>	0,96	0,87
	<b>Mediana</b>	0,82	0,73
	<b>Desvio padrão</b>	0,63	0,63
	<b>N*</b>	237	237
	<b>Obs**</b>	1199	1199

(\*): Número de empresas.

(\*\*): Número de observações.

Também foi analisada a forma como se distribuíram as variáveis do estudo. Mais especificamente, foram empregados os testes de normalidade de Shapiro-Wilk, Shapiro-Francia e Kolmogorov-Smirnov, cujas hipóteses nulas afirmam que a variável segue uma distribuição normal. Os resultados rejeitam a hipótese nula para quase todas as variáveis nos

três testes, com exceção de LOGVPROP e o END quando utilizado o teste de Kolmogorov-Smirnov. Porém, diferentemente do método dos MQO e do procedimento de Efeitos Fixos, o GMM-Sys não assume a normalidade da distribuição das variáveis.

**Tabela 4.3 – Estatísticas descritivas das variáveis de controle**

Variável	Média	Mediana	Desvio padrão	N* / Obs**
ROIC (%)	11,00	8,90	21,87	237 / 1199
END (%)	57,40	58,50	18,44	237 / 1199
VOLAT (%)	11,19	9,80	5,57	237 / 1199
LIQ	0,44	0,03	1,31	237 / 1199
LOGAT	14,60	14,52	1,64	237 / 1199
TANG (%)	122,51	49,24	922,31	237 / 1199
IK (%)	43,68	18,88	281,53	237 / 1199
NFCL (%)	138,70	0,76	3624,97	237 / 1199

(\*): Número de empresas.

(\*\*): Número de observações.

**Tabela 4.4 – Testes de normalidade para a distribuição das variáveis**

Variável	Shapiro-Wilk (p-valor)	Shapiro-Francia (p-valor)	Kolmogorov-Smirnov (p-valor)
PROP1	0,000	0,000	0,000
CON1	0,000	0,000	0,000
DIF1	0,000	0,000	0,000
LOGVPROP	0,002	0,004	0,355
QTOBIN	0,000	0,000	0,000
VE	0,000	0,000	0,000
ROIC	0,000	0,000	0,000
END	0,000	0,000	0,124
VOLAT	0,000	0,000	0,000
LIQ	0,000	0,000	0,000
LOGAT	0,000	0,000	0,032
TANG	0,000	0,000	0,000
IK	0,000	0,000	0,000
NFCL	0,000	0,000	0,000
N*	237	237	237
Obs**	1199	1199	1199

(\*): Número de empresas.

(\*\*): Número de observações.

Para finalizar foram construídos gráficos preliminares que ilustram a possível influência exercida pela concentração na estrutura societária sobre o valor de mercado das organizações. Observou-se que as variáveis LOGVPROP (Gráficos 4.1 e 4.2) e PROP1 (Gráficos 4.5 e 4.6) podem captar o impacto positivo (efeito-incentivo) dessa concentração sobre o Q de Tobin e o Valor da Empresa sobre o Ativo Total, embora LOGVPROP os influencie de maneira mais significativa. Já quanto ao efeito-entrenchamento (negativo), as

variáveis CON1 (Gráficos 4.3 e 4.4) e DIF1 (Gráficos 4.7 e 4.8) mostraram que podem captá-lo. Nesse caso, aparentemente, DIF1 mostrou ter maior influência sobre o valor de mercado do que CON1.

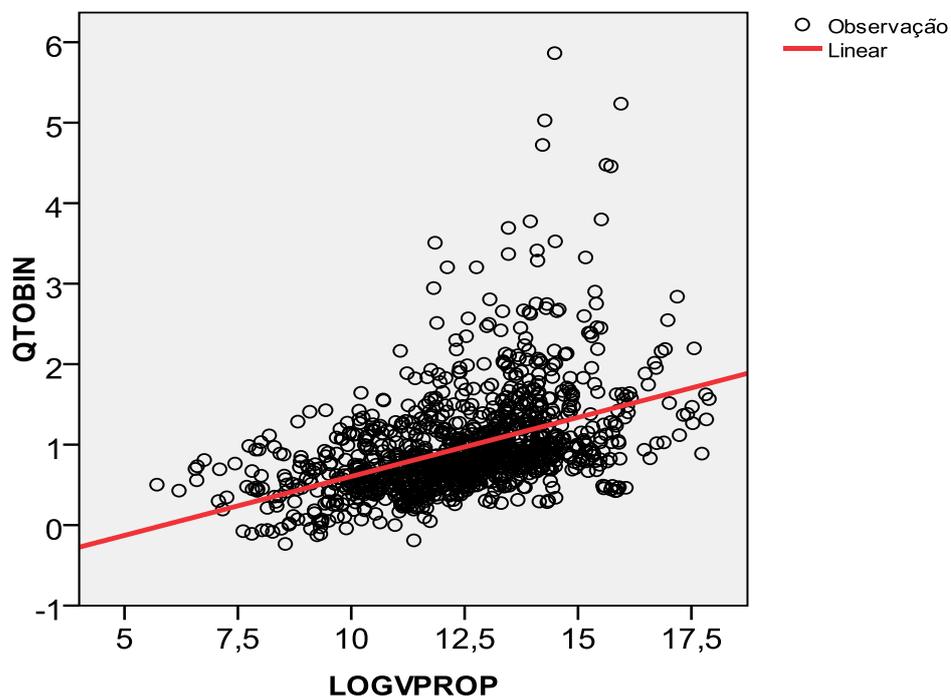


Gráfico 4.1 – Relação preliminar entre LOGVPROP e QTOBIN

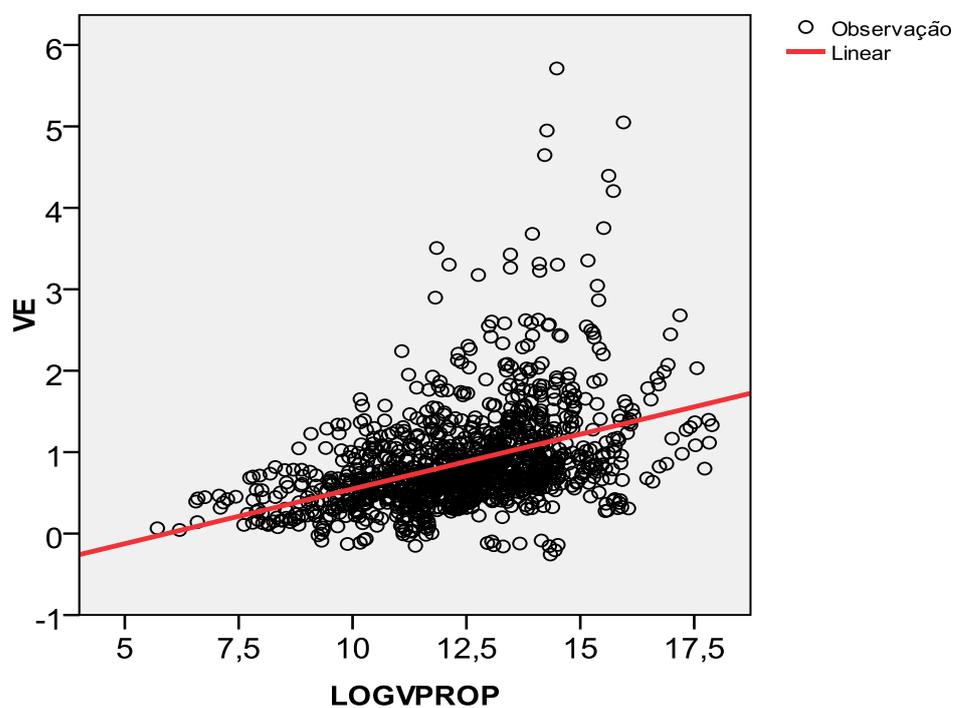


Gráfico 4.2 – Relação preliminar entre LOGVPROP e VE

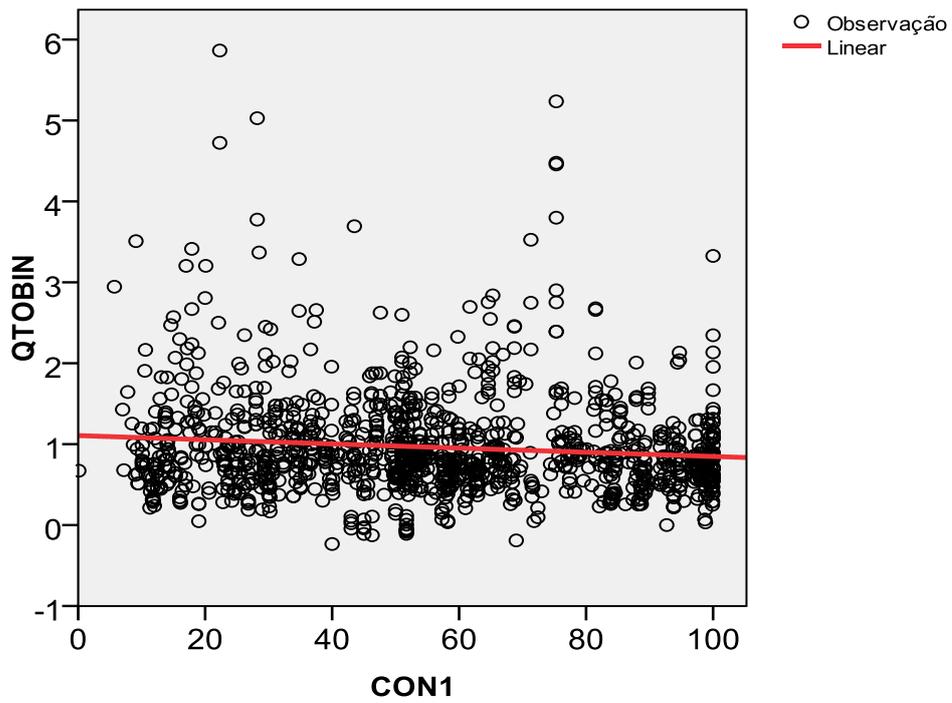


Gráfico 4.3 – Relação preliminar entre CON1 e QTOBIN

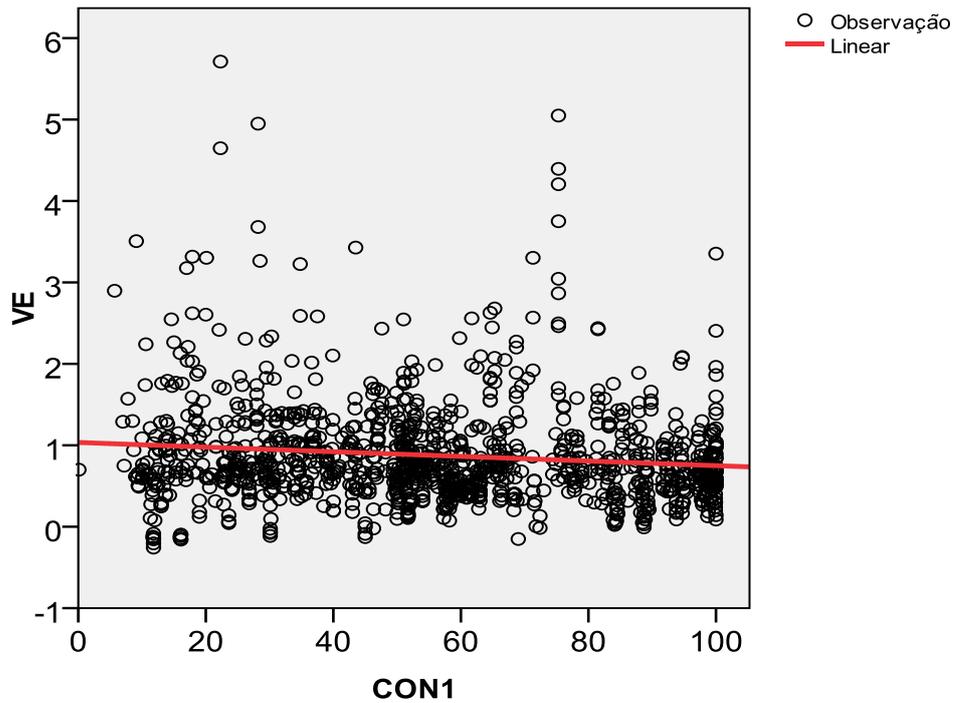


Gráfico 4.4 – Relação preliminar entre CON1 e VE

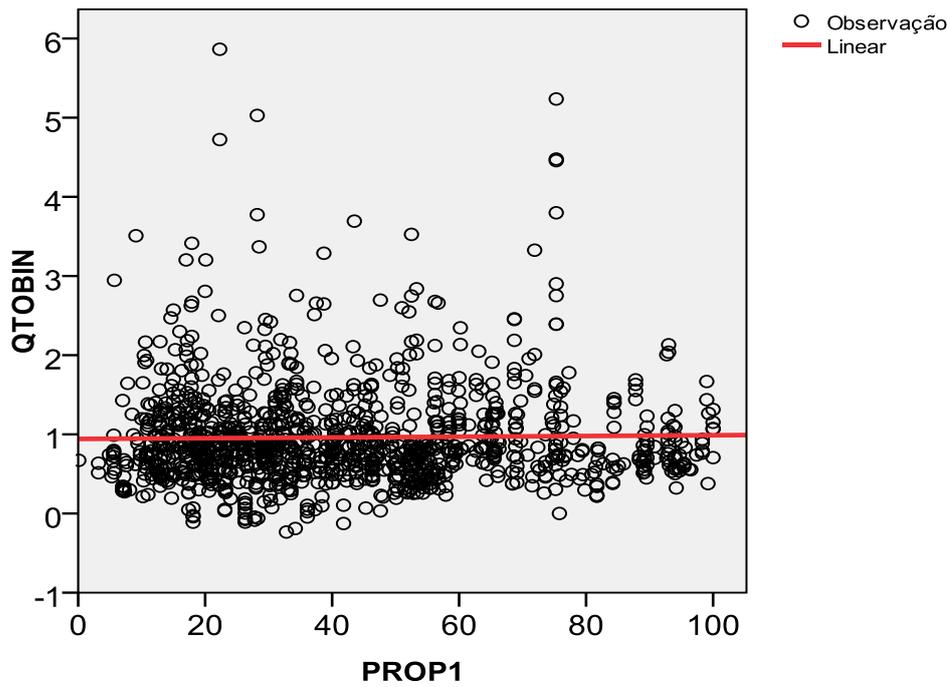


Gráfico 4.5 – Relação preliminar entre PROP1 e QTOBIN

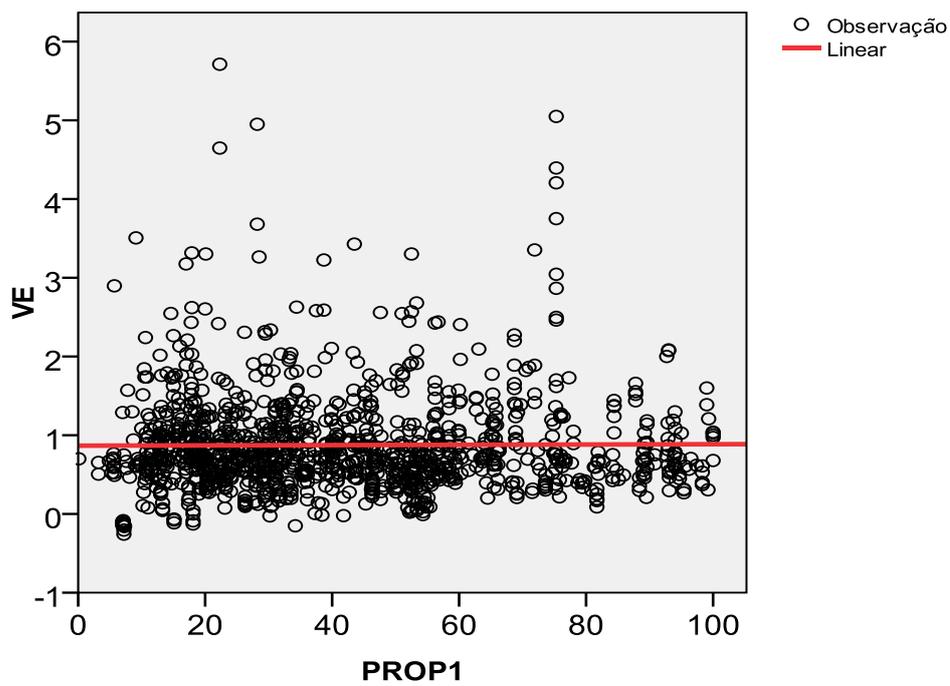


Gráfico 4.6 – Relação preliminar entre PROP1 e VE

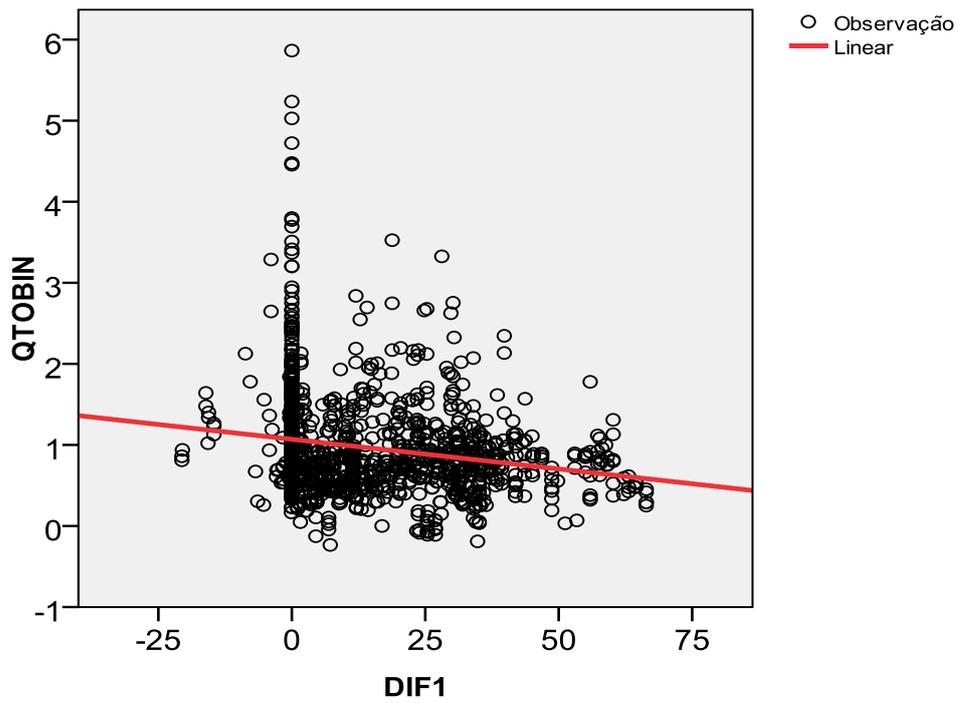


Gráfico 4.7 – Relação preliminar entre DIF1 e QTOBIN

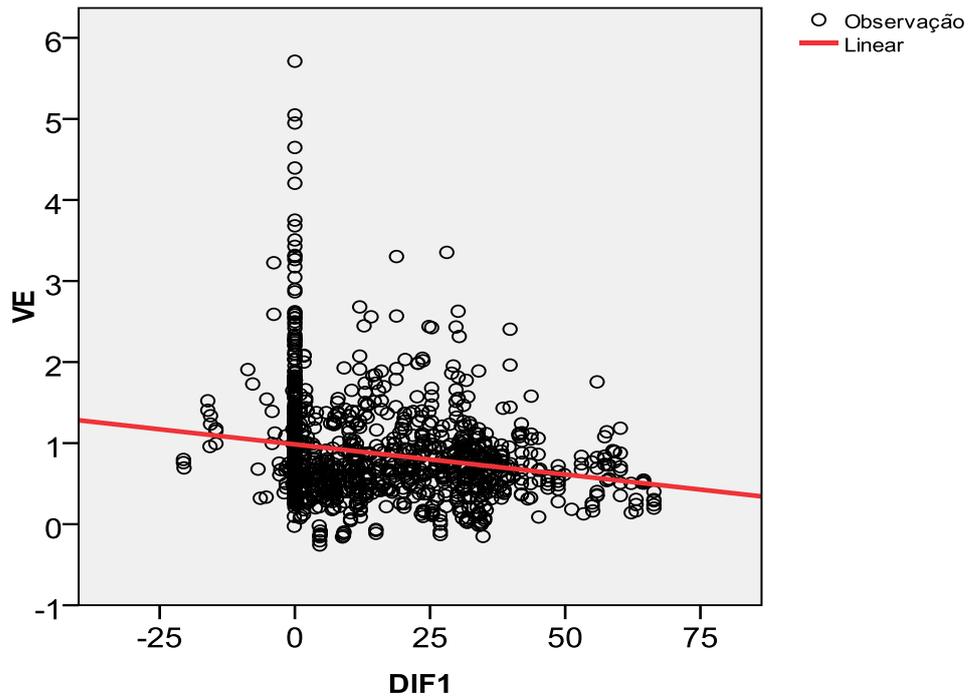


Gráfico 4.8 – Relação preliminar entre DIF1 e VE

#### 4.2 Parte 1 – Determinantes da concentração na estrutura societária

A Tabela 4.5 apresenta os resultados da primeira parte da pesquisa para os modelos dinâmicos de regressão linear múltipla, estimados pelo GMM-Sys. Foram testadas como possíveis determinantes da concentração na composição acionária (CON1, PROP1 e DIF1) das companhias brasileiras de capital aberto as variáveis: composição acionária do período anterior (L.CON1 L.PROP1 e L.DIF1); valor de mercado (QTOBIN ou VE); volatilidade dos retornos da ação (VOLAT); taxa de investimento (IK); tamanho da firma (LOGAT); nível do fluxo de caixa livre (NFCL); adoção a melhores práticas de governança corporativa (IGC); e variáveis binárias anuais (D). Os coeficientes mostram que, ao longo do período de 2001 a 2010, as variáveis CON1, PROP1 e DIF1 foram influenciadas expressiva e positivamente pelos seus valores defasados (L.CON1 L.PROP1 e L.DIF1) em todas as especificações, para o nível de significância de 1%. Isso sinaliza o comportamento fortemente inercial da concentração na estrutura societária.

Com relação às variáveis apontadas pela literatura como possíveis determinantes da concentração na estrutura de propriedade e controle (VOLAT, IK, LOGAT e NFCL), nenhuma foi significativa a 10% em qualquer modelo. Assim como o Q de Tobin e o Valor da Empresa sobre o Ativo Total, o que não sustenta a hipótese de que o caráter das variáveis de concentração na estrutura societária é endógeno. Mais especificamente, esses resultados sugerem a inexistência de causalidade reversa ou simultaneidade na relação entre o valor de mercado corporativo e a concentração acionária.

No que tange a variável IGC, pôde-se constatar que ela impactou negativamente, durante anos de 2001 a 2010, na concentração do direito de voto (CON1) e do direito sobre fluxo de caixa (PROP1) das companhias. A influência de IGC sobre CON1 foi significativa a 10% e a 5%, quando utilizada na especificação o QTOBIN ou o VE, respectivamente. Enquanto no primeiro modelo, *ceteris paribus*, a concentração média do direito de voto nas empresas que participaram do IGC mostrou-se 2,93% menor do que nas firmas que não fizeram parte desse índice, para a segunda especificação essa inferioridade foi de 3,36%.

A influência de IGC sobre PROP1 é ainda mais expressiva do que sobre CON1, sendo ela significativa a 5% para seus dois modelos. Para a equação que contou com o QTOBIN ao invés do VE, a concentração média do direito sobre o fluxo de caixa nas organizações que participaram do IGC foi 4,93% menor do que nas companhias que não estiveram incluídas nesse índice. Já para a especificação que utilizou VE, esse impacto negativo foi de 5,16%.

Tabela 4.5 – Determinantes da concentração na estrutura societária

(continua)

Variável	Coef. (z/p-valor)	Coef. (z/p-valor)	Coef. (z/p-valor)	Coef. (z/p-valor)	Coef. (z/p-valor)	Coef. (z/p-valor)
	CON1	CON1	PROP1	PROP1	DIF1	DIF1
L.CON1	0,9877195* (18,93/0,000)	0,987028* (20,47/0,000)				
L.PROP1			0,9217819* (15,41/0,000)	0,934532* (16,71/0,000)		
L.DIF1					0,9740224* (24,84/0,000)	0,9726671* (24,67/0,000)
QTOBIN	-0,6285013 (-0,55/0,579)		-1,206634 (-0,97/0,331)		0,7347916 (1,21/0,227)	
VE		-0,8835691 (-0,87/0,384)		-1,099861 (-0,85/0,393)		0,4870973 (0,93/0,352)
VOLAT	0,0016106 (0,01/0,994)	-0,0721824 (-0,37/0,711)	0,1446483 (0,58/0,562)	0,0263617 (0,11/0,916)	-0,1240805 (-1,19/0,233)	-0,1165537 (-1,07/0,286)
IK	-0,0000891 (-0,27/0,786)	-0,0001586 (-0,56/0,578)	-0,0002015 (-0,66/0,509)	-0,000244 (-0,92/0,360)	-0,0000352 (-0,28/0,780)	-0,00000346 (-0,03/0,976)
LOGAT	0,321652 (0,42/0,673)	0,5938426 (0,85/0,396)	0,6973633 (0,87/0,385)	0,952174 (1,21/0,228)	0,0421401 (0,09/0,925)	0,0468123 (0,12/0,903)
NFCL	-0,00000258 (-0,14/0,889)	-0,00000166 (-0,10/0,918)	-0,00000446 (- 0,19/0,849)	-0,00000708 (-0,03/0,975)	0,0000102 (0,84/0,403)	0,00000952 (0,80/0,423)
IGC	-2,931495*** (-1,71/0,087)	-3,355615** (-2,21/0,027)	-4,928141** (-2,28/0,023)	-5,159413** (-2,31/0,021)	1,876672 (1,40/0,162)	1,859821 (1,45/0,148)
D02	0,3803538 (0,43/0,668)	0,6625928 (0,73/0,464)	-2,690305*** (-1,78/0,075)	-2,289188 (-1,62/0,104)	3,1152* (2,78/0,005)	2,929876* (2,67/0,007)
D03	2,703113** (2,26/0,024)	2,942112** (2,56/0,011)	0,6389531 (0,48/0,631)	1,324227 (0,96/0,337)	1,60194*** (1,68/0,092)	1,477209*** (1,65/0,098)
D04	-0,5967148 (-0,80/0,422)	-0,3572456 (-0,49/0,626)	-1,78494 (-1,59/0,111)	-1,523121 (-1,41/0,158)	2,016025** (2,20/0,028)	1,926908** (2,24/0,025)
D05	-0,167548 (-0,22/0,828)	-0,0480008 (-0,06/0,949)	-1,337458 (-1,39/0,166)	-0,9163736 (-0,97/0,333)	1,19753*** (1,75/0,079)	1,02606*** (1,67/0,096)
D06	0,5523354 (0,71/0,479)	0,8137431 (1,08/0,279)	-0,0306763 (-0,04/0,967)	0,2073391 (0,30/0,762)	0,8733865*** (1,72/0,085)	0,8568937*** (1,73/0,083)

<b>D07</b>	1,016276 (1,07/0,283)	1,468381*** (1,78/0,075)	0,5311953 (0,54/0,588)	0,8035433 (0,84/0,403)	0,8208498 (1,53/0,127)	0,897725*** (1,90/0,058)
<b>D08</b>	1,023823 (0,75/0,453)	1,561321 (1,28/0,202)	0,1868968 (0,16/0,873)	0,7894309 (0,66/0,509)	1,166431 (1,59/0,111)	1,061693 (1,35/0,177)
<b>D09</b>	0,0985429 (0,13/0,894)	0,3794052 (0,53/0,597)	-0,4413559 (-0,53/0,598)	-0,0801372 (-0,10/0,921)	0,6572653*** (1,76/0,079)	0,5794908 (1,52/0,129)
<b>Cons.</b>	-2,503767 (-0,27/0,790)	-5,581646 (-0,60/0,546)	-4,760714 (-0,44/0,663)	-8,218206 (-0,79/0,430)	-1,660139 (-0,26/0,792)	-1,42196 (-0,26/0,794)
<b>Teste de Arellano/Bond para autocorrelação:</b>						
<b>1ª Ordem/AR(1) (Pr &gt; z)</b>	0,000	0,000	0,002	0,002	0,043	0,043
<b>2ª Ordem/ AR(2) (Pr &gt; z)</b>	0,339	0,348	0,508	0,455	0,259	0,262
<b>Teste de Hansen J para sobreidentificação (Prob &gt; chi2)</b>	0,918	0,942	0,585	0,644	0,675	0,597
<b>Testes de Diferença-em-Hansen:</b>						
<b>Instrumentos em diferenças (excluindo os Instrumentos do GMM-Sys) (Prob &gt; chi2)</b>	0,810	0,833	0,367	0,445	0,561	0,487
<b>Instrumentos do GMM-Sys (Prob &gt; chi2)</b>	0,935	0,973	0,949	0,920	0,748	0,715
<b>Instrumentos do GMM-Sys (excluindo os Instrumentos padronizados “IV”) (Prob &gt; chi2)</b>	0,892	0,919	0,505	0,462	0,604	0,433
<b>Instrumentos padronizados “IV” (Prob &gt; chi2)</b>	0,680	0,705	0,629	0,860	0,633	0,818
<b>R<sup>2</sup></b>	0,9139	0,9137	0,8828	0,8833	0,914	0,9149
<b>Número de instrumentos</b>	58	58	58	58	58	58
<b>Número de observações</b>	870	870	870	870	870	870
<b>Número de empresas</b>	237	237	237	237	237	237

As variáveis D01 e D10 foram excluídas pelo Stata 11 por problemas de colinearidade. Foram utilizados os comandos *two-step* e *robust* (correção para os erros-padrão de Windmeijer (2005)) para tornar a estimação ainda mais robusta. Significância: \*(1%); \*\*(5%); \*\*\* (10%).

A robustez dos resultados da primeira parte do trabalho depende da adequação dos modelos aos pressupostos do GMM-Sys. Primeiramente, o teste de Arellano/Bond para autocorrelação de primeira e de segunda ordem nos resíduos, respectivamente, rejeitou e aceitou a hipótese nula de ausência de correlação serial para todas as especificações, como requerido por Arellano e Bond (1991).

O teste de Hansen para sobreidentificação (estatística  $J$ ) não rejeitou a hipótese nula de que os instrumentos são válidos em todos os modelos, tanto para os níveis de significância convencionais (1%, 5% e 10%) como para o de 25%, sugerido por Roodman (2009). Assim como o teste de Diferença-em-Hansen para subconjuntos de instrumentos (estatística  $C$ ) não rejeitou em todas as especificações, a hipótese nula de que os instrumentos de cada subgrupo são exógenos até para o nível de significância de 25%.

Ademais, os coeficientes da primeira defasagem da variável resposta foram menores do que 1 em todas equações, o que sugere que a correlação entre os regressores e a heterogeneidade não observada ( $\eta_i$ ) não mudou ao longo dos períodos (“*steady state*”), como assumido pelo GMM-Sys (ROODMAN, 2009). Por fim, para controlar a proliferação de instrumentos foram usados os comandos *laglimits* (2 7) e *collapse* da ferramenta *xtabond2* indicados por Roodman (2006, 2009). Essas funções colaboraram para que a quantidade de instrumentos utilizados (58) em todos os modelos fosse significativamente inferior ao número de observações (870), garantindo a robustez dos resultados.

#### **4.3 Parte 2 – Concentração na estrutura societária e o valor de mercado**

Na Tabela 4.6 encontram-se os resultados dos modelos dinâmicos de regressão linear múltipla da segunda parte da pesquisa, estimados pelo GMM-Sys. Entre os possíveis determinantes do valor de mercado das companhias brasileiras de capital aberto, foram selecionadas as variáveis: valor de mercado do período anterior (L.QTOBIN e L.VE); valor de mercado, ajustado pelo IGP-M, do total de ações sob posse do maior acionista (LOGVPROP); concentração do direito de voto do maior acionista (CON1); concentração do direito sobre o fluxo de caixa do maior acionista (PROP1); excesso de direito de voto do maior acionista (DIF1); desempenho contábil (ROIC); endividamento (END); nível de tangibilidade das operações (TANG); liquidez (LIQ); tamanho da empresa (LOGAT); volatilidade dos retornos da ação (VOLAT); adoção a melhores práticas de governança corporativa (IGC); e variáveis binárias anuais (D).

Com o intuito de averiguar se a concentração na estrutura de propriedade e controle influencia o valor de mercado, foram testadas quatro especificações. Estas podem ser divididas em dois grupos de acordo com as variáveis independentes de concentração acionária utilizadas: LOGVPROP (efeito-incentivo) e CON1 (efeito-entrenchamento); ou PROP1 (efeito-incentivo) e DIF1 (efeito-entrenchamento).

Os resultados mostram que, em todas as especificações, as variáveis QTOBIN e VE foram influenciadas de forma positiva pelos seus valores defasados (L.QTOBIN e L.VE), para o nível de significância de 5%. Isso sugere um comportamento inercial por parte do valor de mercado das firmas.

Os p-valores dos modelos que utilizaram LOGVPROP e CON1 apontam que elas influenciaram o valor de mercado (tanto QTOBIN como VE) durante o intervalo de 2001 a 2010, para o nível de significância de 1%. Mais especificamente, por se tratar de uma função linear-log, *ceteris paribus*, o aumento de 10% no valor de mercado (corrigido pelo IGP-M) do total das ações sob posse do maior acionista provocou, em média, uma elevação estimada em 3,52% no QTOBIN ( $((0,1 \times 0,3379217) / 0,96) \times 100\%$ ) e em 3,63% no VE ( $((0,1 \times 0,3156073) / 0,87) \times 100\%$ ). Por sua vez, *ceteris paribus*, o incremento de 10% na concentração do direito de voto reduziu, em média, 6,63% o QTOBIN ( $((10 \times -0,006363) / 0,96) \times 100\%$ ) e 7,3% o VE ( $((10 \times -0,0063505) / 0,87) \times 100\%$ ). Esses resultados sugerem: que LOGVPROP e CON1 conseguiram captar, na sequência, o efeito-incentivo e o efeito-entrenchamento da concentração acionária sobre o valor de mercado; e que no Brasil o impacto negativo da concentração acionária sobre o valor de mercado das companhias é mais expressivo do que o positivo.

Com relação ao modelo que substitui LOGVPROP por PROP1 e CON1 por DIF1, apenas a última variável influenciou o valor de mercado de 2001 a 2010, sendo que DIF1 foi significativa a 1% e a 5% para as especificações que fizeram uso do QTOBIN e do VE, respectivamente. Constatou-se que, *ceteris paribus*, o aumento de 10% no grau de excesso de direito a voto do maior acionista, resultou, em média, na diminuição de 3,67% do Q de Tobin ( $((10 \times -0,003526) / 0,96) \times 100\%$ ) e de 3,66% do Valor da Empresa sobre o Ativo Total ( $((10 \times -0,003184) / 0,87) \times 100\%$ ). Assim, a separação entre o direito de voto e o direito sobre o fluxo de caixa na empresa influencia negativamente o seu valor de mercado e pode ser utilizada para captar o efeito-entrenchamento.

Ademais, o ROIC merece destaque entre as variáveis de controle empregadas, pois afetou positiva e expressivamente o valor de mercado das empresas ao longo de 2001 a 2010 a 1% de significância, em todas as equações. Para o modelo que registrou o seu maior

coeficiente, o incremento de 10% no ROIC elevou, em média, 23,46% o VE ( $((10 \times 0,0204086) / 0,87) \times 100\%$ ). Esses resultados corroboram a hipótese de que os investidores, em geral, levam em consideração o desempenho contábil ao enfrentarem o *trade-off* entre vender, comprar ou manter suas ações, priorizando em sua carteira papéis de companhias que auferiram, relativamente às demais, lucros contábeis mais satisfatórios.

As variáveis de controle END e LOGAT também foram significantes a 1% nas especificações que utilizaram LOGVPROP e CON1. O nível de endividamento influenciou positivamente o valor de mercado das firmas (tanto QTOBIN como VE). Isso vai de encontro com a afirmação de que os investidores aplicariam um desconto maior no preço das ações de empresas mais endividadas, por apresentarem maior risco financeiro. Já o tamanho da companhia impactou negativamente sobre seu valor de mercado. Esse resultado sugere que as grandes corporações podem estar sujeitas a maiores problemas de agência e, por conseguinte, custos de monitoramento mais elevados, diminuindo os seus valores de mercado.

A validade dos resultados da segunda parte do estudo, assim como os da primeira, depende da adequação dos modelos aos pressupostos do GMM-Sys. Como exigido por Arellano e Bond (1991), o teste de Arellano/Bond para autocorrelação de primeira e de segunda ordem nos resíduos, respectivamente, rejeitou e aceitou a hipótese nula de ausência de correlação serial para todas as especificações.

Os p-valores dos testes de Hansen para sobreidentificação (estatística  $J$ ) não rejeitaram a hipótese nula de validade dos instrumentos em todas as equações, até para o nível de significância de 25% requerido por Roodman (2009). O teste de Diferença-em-Hansen para subgrupos de instrumentos (estatística  $C$ ) também não rejeitou em todos os modelos, a hipótese nula de que os instrumentos de cada subconjunto são exógenos no nível de significância de 25%.

Quanto aos coeficientes da primeira defasagem da variável dependente, estes foram menores do que 1 em todas especificações, não rejeitando a hipótese de que a correlação entre os regressores e a heterogeneidade não observada ( $\eta_i$ ) não se alterou entre os períodos (“*steady state*”), como adotado pelo GMM-Sys (ROODMAN, 2009). Por último, a proliferação de instrumentos foi controlada pelos comandos *laglimits* (2 6)<sup>10</sup> e *collapse* da ferramenta *xtabond2*, haja vista que a quantidade de instrumentos utilizados foi significativamente menor do que o número de observações (ROODMAN, 2006; 2009).

<sup>10</sup>Foi utilizado *laglimits* (2 6), ao invés de *laglimits* (2 7) (como nos modelos da Parte 1), com o intuito de controlar o número de instrumentos, em função do maior número de variáveis dos modelos da Parte 2 em relação aos da Parte 1.

Tabela 4.6 – Relação entre a concentração na estrutura societária e o valor de mercado corporativo

(continua)

Variável	Coef. (z/p-valor)	Coef. (z/p-valor)	Coef. (z/p-valor)	Coef. (z/p-valor)
	QTOBIN	VE	QTOBIN	VE
L.QTOBIN	0,2546583** (2,35/0,019)		0,330827* (2,58/0,010)	
L.VE		0,3289312** (2,48/0,013)		0,3823519** (2,25/0,025)
LOGVPROP	0,3379217* (4,56/0,000)	0,3156073* (4,41/0,000)		
CON1	-0,006363* (-4,35/0,000)	-0,0063505* (-4,90/0,000)		
PROP1			-0,0000406 (-0,04/0,965)	-0,0001928 (-0,21/0,836)
DIF1			-0,003526* (-2,84/0,005)	-0,003184** (-2,33/0,020)
ROIC	0,0099703* (4,35/0,000)	0,0104677* (3,26/0,001)	0,0198121* (4,48/0,000)	0,0204086* (4,44/0,000)
END	0,0089782* (2,71/0,007)	0,0104253* (3,13/0,002)	0,0005044 (0,15/0,877)	0,0030327 (0,81/0,418)
TANG	0,00000654 (0,26/0,793)	0,0000242 (1,12/0,263)	0,0000136 (0,96/0,337)	0,0000086 (0,36/0,722)
LIQ	-0,0012759 (-0,04/0,969)	-0,0297071 (-0,94/0,349)	0,027635 (0,77/0,443)	-0,0100479 (-0,25/0,806)
LOGAT	-0,3164095* (-3,48/0,001)	-0,2818769* (-3,07/0,002)	0,0074358 (0,14/0,890)	0,0296098 (0,44/0,658)
VOLAT	0,0029809 (0,30/0,765)	-0,0010286 (-0,10/0,919)	0,020848*** (1,85/0,065)	0,015755 (1,16/0,247)
IGC	0,0069483 (0,08/0,936)	0,0785166 (0,96/0,338)	0,0109669 (0,12/0,908)	0,0807102 (0,77/0,440)
D02	-0,2010687* (-3,09/0,002)	-0,0560986 (-0,68/0,499)	-0,3841523 (-5,63/0,000)	-0,2497013* (-2,66/0,008)
D03	-0,1670541* (-2,69/0,007)	-0,0312663 (-0,42/0,676)	-0,2775082* (-4,18/0,000)	-0,1582417*** (-1,82/0,069)

<b>D04</b>	-0,1218644** (-2,30/0,022)	-0,015826 (-0,24/0,810)	-0,2155056* (-3,35/0,001)	-0,1339305 (-1,62/0,105)
<b>D05</b>	-0,103157** (-2,18/0,029)	-0,0054402 (-0,10/0,924)	-0,1588458* (-2,85/0,004)	-0,0677172 (-1,03/0,301)
<b>D06</b>	-0,0739457*** (-1,73/0,084)	0,0274358 (0,52/0,602)	-0,0934737*** (-1,90/0,058)	0,0015702 (0,03/0,980)
<b>D07</b>	0,0854149*** (1,66/0,097)	0,1507453* (2,59/0,009)	0,1736548* (3,24/0,001)	0,2349198* (3,72/0,000)
<b>D08</b>	-0,2206613* (-2,61/0,009)	-0,1894904** (-2,27/0,023)	-0,3196247* (-3,19/0,001)	-0,2922153* (-2,71/0,007)
<b>D09</b>	-0,1139675* (-2,82/0,005)	-0,0317654 (-0,84/0,399)	-0,1618252* (-3,74/0,000)	-0,0648125 (-1,44/0,151)
<b>Cons.</b>	0,933349 (1,11/0,267)	0,4353681 (0,49/0,626)	0,2581873 (0,30/0,764)	-0,3551742 (-0,32/0,746)
<b>Teste de Arellano/Bond para autocorrelação:</b>				
<b>1ª Ordem/AR(1) (Pr &gt; z)</b>	0,054	0,054	0,023	0,028
<b>2ª Ordem/ AR(2) (Pr &gt; z)</b>	0,819	0,615	0,679	0,552
<b>Teste de Hansen J para sobreidentificação (Prob &gt; chi2)</b>	0,849	0,849	0,959	0,751
<b>Testes de Diferença-em-Hansen:</b>				
<b>Instrumentos em diferenças (excluindo os Instrumentos do GMM-Sys) (Prob &gt; chi2)</b>	0,929	0,816	0,972	0,760
<b>Instrumentos do GMM-Sys (Prob &gt; chi2)</b>	0,281	0,635	0,501	0,479
<b>Instrumentos do GMM-Sys (excluindo os Instrumentos padronizados "IV") (Prob &gt; chi2)</b>	0,655	0,656	0,864	0,759
<b>Instrumentos padronizados "IV" (Prob &gt; chi2)</b>	0,955	0,953	0,940	0,500
<b>R<sup>2</sup></b>	0,705	0,7048	0,5572	0,5843
<b>Número de instrumentos</b>	64	64	59	59
<b>Número de observações</b>	870	870	870	870
<b>Número de empresas</b>	237	237	237	237

As variáveis D01 e D10 foram excluídas pelo Stata 11 por problemas de colinearidade. Foram utilizados os comandos *two-step* e *robust* (correção para os erros-padrão de Windmeijer (2005)) para tornar a estimação ainda mais robusta. Significância: \*(1%); \*\*(5%); \*\*\*(10%).

## 5. CONCLUSÃO

Diante da ausência de um consenso no meio acadêmico sobre a existência de uma relação entre a estrutura de propriedade e controle e o valor de mercado corporativo, a presente dissertação teve dois objetivos principais: investigar os possíveis determinantes da concentração na composição acionária das companhias brasileiras de capital aberto (Parte 1); e averiguar se a concentração na estrutura societária dessas empresas influencia os seus valores de mercado (Parte 2). Para tanto, em virtude dos problemas econométricos inerentes aos estudos de finanças corporativas, foram empregados modelos dinâmicos de regressão linear múltipla estimados pelo GMM-Sys, com o intuito mitigar a omissão de variáveis, o efeito-*feedback* e a simultaneidade.

Os resultados da primeira parte do trabalho não sustentam a hipótese de que o caráter da estrutura de propriedade e controle é endógeno. Pois, as variáveis indicadas pela literatura como seus possíveis determinantes (VOLAT, IK, LOGAT e NFCL) bem como o Q de Tobin e o Valor da Empresa sobre o Ativo Total, não foram significantes a 10% em qualquer modelo adotado. Com base nesses resultados e os de pesquisas anteriores como as de Claessens *et al.* (2002) e Silveira, Barros e Famá (2008), pode-se sugerir que em países emergentes, com mercados de capitais pouco desenvolvidos, a estrutura societária das firmas seja mais influenciada pelo ambiente institucional e pelas especificidades de cada empresa do que por atributos corporativos observáveis, como o valor de mercado das organizações.

Com relação à segunda parte do estudo, foram testadas diferentes variáveis para captar o efeito-incentivo e o efeito-entrenchamento da concentração na estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado das corporações. As quatro especificações empregadas na Parte 2 do estudo podem ser divididas em dois grupos, de acordo com as variáveis independentes de concentração acionária utilizadas: LOGVPROP (efeito-incentivo) e CON1 (efeito-entrenchamento); ou PROP1 (efeito-incentivo) e DIF1 (efeito entrenchamento).

Os resultados dos modelos com LOGVPROP e CON1 indicaram que essas variáveis influenciaram o valor de mercado corporativo (tanto QTOBIN como VE) ao longo dos anos de 2001 a 2010, para o nível de significância de 1%. Mais especificamente, *ceteris paribus*, o incremento de 10% no valor de mercado (corrigido pelo IGP-M) do total das ações sob posse do maior acionista repercutiu, em média, na elevação de 3,52% do Q de Tobin e de 3,63% do Valor da Empresa sobre o Ativo Total. Por sua vez, *ceteris paribus*, o aumento de 10% na concentração do direito de voto reduziu, em média, 6,63 % o QTOBIN e 7,3% o VE. Essas estatísticas sugerem: que os efeitos incentivo e entrenchamento foram captados,

respectivamente, por LOGVPROP e CON1; e que, aparentemente no Brasil, dado o elevado acúmulo de ações pelos controladores, o impacto negativo da concentração acionária sobre o valor de mercado das companhias é mais expressivo do que o positivo.

Já no modelo que substituiu LOGVPROP por PROP1 e CON1 por DIF1, apenas a última variável influenciou o valor de mercado entre 2001 a 2010, sendo significativa a 1% e a 5% para as especificações que fizeram uso, na sequência, do QTOBIN e do VE. Registrou-se que, *ceteris paribus*, o aumento de 10% no grau de excesso de direito a voto do maior acionista, resultou, em média, na diminuição de 3,67% do Q de Tobin e de 3,66% do Valor da Empresa sobre o Ativo Total. Destarte, pode-se supor que a separação entre o direito de voto e o direito sobre o fluxo de caixa nas companhias influencia negativamente o seus valores de mercado e que a variável DIF1 também pode ser utilizada para absorver o efeito-entrenchamento.

Ademais, a soma dos resultados dos modelos da Parte 2, assim como as conclusões do trabalho de Claessens *et al.* (2002), indica que: em países onde é permitida a emissão de ações sem direito a voto, é possível captar os efeitos alinhamento e entrenchamento da concentração acionária por meio de *proxies* vinculadas, respectivamente, ao direito sobre o fluxo caixa e ao direito de voto.

Entre as limitações da pesquisa destacam-se: a utilização apenas da concentração na estrutura societária direta das organizações; e a não inclusão de variáveis referentes à composição acionária dos executivos e conselheiros, conhecida pela literatura como “*managerial ownership*”. Trabalhos futuros poderiam incluir além da estrutura de propriedade e controle direta e dos administradores, modelos com equações estruturais.

## REFERÊNCIAS

ABATE, J. A.; GRANT, J. L.; STEWART III, G. B. The EVA style of investing. **The Journal of Portfolio Management**, v. 30, n. 4, p. 61-72, 2004.

ACHARYA, V. V.; VOLPIN, P. F. Corporate governance externalities. **Review of Finance**, v. 14, p. 1–33, 2010.

ADIMANDO, C.; BUTLER, R.; MALLEY, S. Stern Stewart EVA<sup>TM</sup> round table. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 7, n. 2, p. 46–70, 1994.

ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. Production, information costs and economic organization. **American Economic Review**, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2006.

ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte carlo evidence and an application to employment equations. **The Review of Economic Studies**, v. 58, p. 277–297, 1991.

ARELLANO, M.; BOVER, O. Another look at the instrumental variables estimation of error-components models. **Journal of Econometrics**, v. 68, p. 29–51, 1995.

ASHBAUGH, H.; COLLINS, D. W.; LAFOND, R. Corporate governance and cost of equity Capital. **Working Paper Series**, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=639681>>. Acesso em: 16 nov. 2010.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2010, 726p.

BACEN: Banco Central do Brasil. **Resolução n. 3.792/09**, 2009. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/>>. Acesso em: 20 fev. 2011.

BAI, C.; LIU, Q.; LU, J.; SONG, F. M.; ZHANG, J. Corporate governance and market valuation in China. **Journal of Comparative Economics**, v. 32, p. 599–616, 2004.

BARBOSA, M. S.; **Controle societário: a relevância do conceito legal**. Governança corporativa: estrutura de controles societários / IBGC. São Paulo: Saint Paul, 2009.

BARROS, L. A. B. C.; CASTRO JÚNIOR, F. H. F.; SILVEIRA, A. D. M.; BERGMANN, D. R. **A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação**. 2009. Disponível em: <[www.ceg.org.br](http://www.ceg.org.br)>. Acesso em: 20 out. 2010.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W, T.; DAVID, M.; ROTTA, U. A. S. A relação entre o retorno das ações e as métricas de desempenho: evidências empíricas para as companhias abertas no Brasil. **Revista de Gestão USP**, v. 16, n. 3, p. 65-79, 2009.

BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. Corporate governance and control. **ECGI Finance Working Paper n. 02/2002**, atualizado em agosto de 2005, 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=343461>>. Acesso em: 25 fev. 2011.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932, 380p.

BHOJRAJ, S.; SENGUPTA, P. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors. **Journal of Business**, v. 76, p. 455-475, 2003.

BIDDLE, G. C.; BOWEN, R. M.; WALLACE, J. S. Does EVA<sub>t</sub> beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, p. 301-336, 1997.

BLACK, B. The corporate governance behavior and market value of Russian firms. **Emerging Markets Review**, v.2, p. 89-108, 2001.

BLACK, B.; CARVALHO, A. G.; GORGA, E. An overview of Brazilian corporate governance. **Cornell Law Faculty Publications, Paper n. 101**, 2008. Disponível em: <[http://scholarship.law.cornell.edu/lrsp\\_papers/101](http://scholarship.law.cornell.edu/lrsp_papers/101)>. Acesso em: 22 mar. 2011.

BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. **The Journal of Law, Economics, & Organization**, v. 22, n. 2, p. 363-413, 2006.

BLUNDELL, R.; BOND, S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. **Journal of Econometrics**, v. 87, p. 115–143, 1998.

BM&FBOVESPA: Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo. **Empresas listadas**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 6 jan. 2011.

BM&FBOVESPA: Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo. **Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/governanca-corporativa/governanca-corporativa.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 9 jan. 2011.

BØHREN, Ø.; ØDEGAARD, B. A. Corporate governance and performance revisited. Finance Working Paper n. 28/2003, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=423461>>. Acesso em: 12 set. 2010.

BOND, S. R. Dynamic panel data models: a guide to micro data methods and practice. **Portuguese Economic Journal**, v. 1, n. 2, p. 141–162, 2002.

BORGES, L. F. X; SERRÃO, C. F. B. Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, v. 12, n. 24, p. 111-148, 2005.

BÖRSCH-SUPAN, A.; KÖKE, J. An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. **German Economic Review**, v. 3, n. 3, p.295-323, 2002.

BRAOUEZEC, Financing constraint, over-investment and market-to-book Ratio. **Finance Research Letters**, v. 6, p. 13–22, 2009.

BRASIL. Lei n. 6.404 de 15/12/1976. **Lex**: Legislação Federal. Brasília, 1976.

BRASIL. Lei n. 9.457/97 de 05/05/1997. **Lex**: Legislação Federal. Brasília, 1997.

BRASIL. Lei n. 10.303/01 de 31/10/2001. **Lex**: Legislação Federal. Brasília, 2001.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Principles of corporate finance**. 7 ed. Ed. New York: Irwin-McGraw Hill, 2003.

BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate governance and firm performance. **Working Paper**, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=586423>>. Acesso em: 16 jan. 2011.

BRUE, S. L. **História do pensamento econômico**. Tradução da sexta edição norte-americana. São Paulo: Thomson Learning, 2006, 553p.

CAMPOS, T. L. C. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 41, n. 4, p. 369-380, 2006.

CARTER, D.A.; SIMKINS, B. J.; SIMPSON, W. G. Corporate governance, board diversity and firm value. **The Financial Review**, v. 38, p. 33-53, 2003.

CARVALHAL-DA-SILVA, A.; LEAL, R. P. C. Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil. **Coppead Working Paper Series n. 390**, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=477302>>. Acesso em: 10 mar. 2011.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C.; Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, v. 37, n. 3, p. 19-32, 2002.

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. **Metodologia Científica**. 5 ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

CHARREAUX, G.; DESBRIÈRES, P. Corporate governance: stakeholder value versus shareholders value. **Journal of Management and Governance**, v. 5, p. 107-128, 2001.

CHEN, S.; DODD, J. L. Operating income, residual income and EVA: which metric is more value relevant. **Journal of Managerial Issues**, v. 13, n. 1, p. 65-86, 2001.

CHO, H. J; PUCIK, V. Relationship between innovativeness, quality, growth, profitability, and market value. **Strategic Management Journal**, v. 26, p. 555-575, 2005.

CHUNG, K.; PRUITT, S. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, 70-74, 1994.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. H. P. The separation of ownership and control in east Asian corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 81-112, 2000.

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

CLAESSENS, S.; FAN, J. P. H. Corporate governance in Asia: A survey. **International Review of Finance**, v. 3, n. 2, p. 71-103, 2002.

COASE, R. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

CONNELLY, B. L.; HOSKISSON, R. E.; TIHANYI, L.; CERTO, S. T. Ownership as a form of corporate governance. **Journal of Management Studies**, v. 47, n. 8, p. 1561-1589, 2010.

COPELAND, T.; DOLGOFF, A.; MOEL, A. The role of expectations in explaining the cross-section of stock returns. **Review of Accounting Studies**, v. 9, p. 149-188, 2004.

CORAM, P.; FERGUSON, C.; MORONEY. **The value of internal audit in fraud detection**. 2006. Disponível em: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.111.5299>>. Acesso em 23 jan. 2011.

CORE, J. E.; HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 51, p. 371-406, 1999.

CVM: Comissão de Valores Mobiliários. **Cadastro Geral**. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 4 out. 2010.

CVM: Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n. 480**, 2009. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 20 fev. 2011.

DAMI, A. B. T. **Governança corporativa: estrutura de propriedade, desempenho e valor – uma análise de empresas brasileiras**. 2006. 115f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Gestão e Negócios-UFU-Uberlândia, 2006.

DAMODARAN, A. **Corporate finance: theory and practice**. 2 ed. New York: Wiley, 2001, 982p.

DEMSETZ, H. The structure of ownership and the theory of the firm. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 375-393, 1983.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, n. 3, p. 209-233, 2001.

DONALDSON, T.; PRESTON, L. E. “The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications”. **Academy of Management Review**, v. 20, n. 1, 1995, p. 65-91.

DENIS, D. K. Twenty-five years of corporate governance research... and counting. **Review of Financial Economics**, v. 10, p. 191–212, 2001.

DENIS, D. K.; MCCONNELL, J. J. International corporate governance. **ECGI Finance Working Paper N° 05/2003**, 2003. Disponível em:<<http://ssrn.com/abstract=320121>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

DURNEV, A.; KIM, E. H. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment and valuation. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 3, p. 1461-1493, 2005.

ECONOMÁTICA<sup>®</sup>. **Banco de dados**. Ribeirão Preto: laboratório de informática da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, 2011. Disponível em: <<http://www.economica.com>>. Acesso em: 20 mar. 2011.

EHRBAR, A.; STEWART III, G. B. The EVA revolution. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 12, n. 2, p. 17–32, 1999.

FAHLENBRACH, R.; STULZ, R. M. Managerial ownership dynamics and firm value. **Journal of Financial Economics**, v. 92, p. 342-361, 2009.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. **The Review of Financial Studies**, v. 15, n. 1, pp. 1-33, 2002.

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FELTHAM, G. D.; ISAAC, G. E.; MBAGWU, C.; VAIDYANATHAN, G. Perhaps EVA does beat earnings: revisiting previous evidence. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 16, n. 1, p. 82–89, 2004.

FREEMAN, R. **Strategic management: A Stakeholder Approach**. Boston: Pitman, 1984.

FREEMAN, R. E.; McVEA, J. A stakeholder approach to strategic management. In: HITT, M.; FREEMAN, E.; HARRISON, J. *Handbook of strategic management*. Oxford: Blackwell Publishing, 2000. p. 189-207, 2000. Disponível em:<[http://books.google.com.br/books?hl=ptBR&lr=&id=zD1CZUWE6zQC&oi=fnd&pg=PA189&dq=Freeman+e+McVea+\(2000\)+a+stakeholder+approach&ots=8gR7iJoN1V&sig=IIYs5y0r7ajJ12YuMemK4gPTHq8#v=onepage&q&f=false](http://books.google.com.br/books?hl=ptBR&lr=&id=zD1CZUWE6zQC&oi=fnd&pg=PA189&dq=Freeman+e+McVea+(2000)+a+stakeholder+approach&ots=8gR7iJoN1V&sig=IIYs5y0r7ajJ12YuMemK4gPTHq8#v=onepage&q&f=false)>. Acesso: 11 jan. 2011.

FREEMAN, WICKS E PARMAR, 2004. Stakeholder theory and “corporate objective revisited”. **Organization Science**, v 15, n. 3, p. 364–369, 2004.

GARCÍA-MECA, E.; SÁNCHEZ-BALLESTA, J. P. Firm value and ownership structure in Spanish capital market. **Corporate Governance**, v. 11, n. 1, p. 41-53, 2011.

GILLAN, S. L. Recent developments in corporate governance: an overview. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 3, p. 381–402, 2006.

GIROUD, X.; MUELLER, H. M. Corporate governance, product market competition, and equity prices. **ECGI Finance Working Paper n. 219/2008**, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1247715>>. Acesso em: 20 fev. 2011.

GITMAN, L. J. **Princípios da administração financeira**. 10 ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004, p. 745.

GOMPERS, P. A.; ISHII, J. L.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.

GORGA, E. Culture and corporate law reform: a case study of Brazil. University of Pennsylvania. **Journal of International Economic Law**, v. 27, n. 3, p. 803–905, 2006.

GORGA, E. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. **Cornell Law Faculty Working Papers, Paper n. 42**, 2008. Disponível em: <[http://scholarship.law.cornell.edu/clsops\\_papers/42](http://scholarship.law.cornell.edu/clsops_papers/42)>. Acesso em: 20 mar. 2011.

GUGLER, K.; MUELLER, D. C.; YURTOGLU, B. B. Insider ownership, ownership concentration and investment performance: an international comparison. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, p.688-705, 2008.

GUJARATI, D. N. PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5 ed. Porto Alegre: AMGH Editora Ltda, 2011, 924p.

HAHN, A. V.; NOSSA, S. N.; TEIXEIRA, A. J. C.; NOSSA, V. Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de payout das empresas brasileiras negociadas na bovespa. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 3, p. 15-48, 2010.

HANSEN, L. P. Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators. **Econometrica**, v. 50, p. 1029-1054, 1982.

HARRIS, M.; RAVIV, A. Corporate control contests and capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 55-86, 1988.

HENRI, J. F.; (2004) "Performance measurement and organizational effectiveness: bridging the gap", **Managerial Finance**, v. 30, n. 6, p. 93 – 123, 2004.

HIMMELBERG, C. P.; HUBBARD, R. G.; PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and link between ownership and firm performance. **Journal of Financial Economics** v. 53, p. 353-384, 1999.

HOLIAN, M. J.; REZA, A. M. Firm and industry effects in accounting versus economic profit data. **Applied Economics Letters**, v.18, n. 6, p. 527-529, 2011.

HOLTZ-EAKIN, D., NEWEY, W. ROSEN, H. (1988), Estimating vector autoregressions with panel data, **Econometrica**, v. 56, p. 1371-1395, 1988.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5 ed. Julho de 2010. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/>>. Acesso em: 10 jan. 2011.

ISMAIL, A. Is economic value added more associated with stock return than accounting earnings? The UK evidence. **International Journal of Managerial Finance**, v. 2 n. 4, p. 343-353, 2006.

JENSEN, M. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, p.323-329, 1986.

JENSEN, M. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 8-21, 2001.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JONES, T. M. Instrumental stakeholders theory: a synthetic of ethics and economics. **The Academy of Management Review**, v. 20, n. 2, p. 404-437, 1995.

JOHNSON, R.; SCHNATTERY, JOHNSON, S. G, CHIU, S. Institutional investors and institutional environment: a comparative analysis and review. **Journal of Management Studies**, v. 47, n. 8, p. 1590-1613, 2010.

KAPOPOULOS, P.; LAZARETOU, S. Does ownership structure matter for economic growth? A cross-country analysis. **Managerial and Decision Economics**, v. 30, p. 155-172, 2009.

KLAPPER, L. F; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

KLEIN, B. Transaction cost determinants of "unfair" contractual arrangements. **The American Economic Review**, v. 70, n. 2, p. 356-362, 1980.

KOLLER, T.; GOEDHART, M.; WESSELS, D. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. 4 ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2005, 739p.

KRUGMAN, P.; WELLS, R. **Introdução à economia**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, 823p.

KUMAR, S.; SHARMA, A. K. Association of EVA and accounting earnings with market value: evidence from India. **Asia-Pacific Journal of Business Administration**, v. 3, n. 2, p. 83-96, 2011.

KYRIAZIS, D.; ANASTASSIS, C. The validity of the economic value added approach: an empirical application. **European Financial Management**, v. 13, n. 1, p. 71-100, 2007.

LANG, M. H.; LUNDHOLM, R. J. Corporate disclosure policy and analyst behavior. **The Accounting Review**, v. 71, n. 4, p. 467-492, 1996.

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

LA PORTA, R.; LOPEZ-DESILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economic**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DESILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, 2000.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A.; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LEHN, K.; MAKHIJA, A. K. EVA, accounting profits, and CEO turnover: an empirical examination, 1985-1994. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 10, n. 2, p. 89-98, 1997.

LINS, K. V. Equity ownership and firm value in emerging market. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 1, p. 159-184, 2003.

LIN, S.; PIZZINI, M.; VARGUS, M. BARDHAN, I. R. The role of the internal audit function in the disclosure of material weaknesses. **The accounting Review**, v. 86, n. 1, p. 287-323, 2011.

MADITINOS, D. I.; SEVIC, Z.; THERIOU, N. G. Modelling traditional accounting and modern value-based performance measures to explain stock market returns in the Athens Stock Exchange (ASE). **Journal of Modelling in Management**, v. 4, n. 3, p. 182-201, 2009.

MARCONI, M. A.; LAKATOS E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 7 ed. São Paulo, Atlas, 2010.

MARTINS, G. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MCKINSEY & COMPANY.; KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama de governança corporativa no Brasil**. 2001. Disponível em: <[http://www.ecgi.org/codes/code.php?code\\_id=18](http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=18)>. Acesso em: 02 out. 2011.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **American Economic Review**, v. 53, p. 433-443, 1963.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 293-315. 1988.

MUSACCHIO, A. Laws vs. contracts: legal origins, shareholder protection, ownership concentration in Brazil, 1890-1950. **Harvard Business School Working Paper n. 08-053**, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1305963>>. Acesso em: 15 mar. 2011.

NELSON, J. M. Intangible assets, book-to-market and common stock returns. **The Journal of Financial Research**, v. 29, n.1, p. 21-41, 2006.

O'BYRNE, S. F. EVA® and market value. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 9, n. 1, p. 115-126, 1996.

OECD – Organization for Economic Co-operation and Development. **Principles of corporate governance**. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>. Acesso em: 11 mar. 2011.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D.; ROCHA, K. C. 2007. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC - Eletrônica**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.

OLIVEIRA, D. P. R. **Governança corporativa na prática: integrando acionistas, conselho de administração e diretoria executiva na gestão de resultados**. São Paulo: Atlas, 2006, 227p.

PROCIANOY, J. L.; SCHNORRENBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias abertas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 58, n. 1, p. 121-146, 2004.

RICHARD, P. J.; DEVINNEY, T. M.; YIP, G. S.; JOHNSON, G. Measuring organizational performance: towards methodological best practice **Journal of Management**, v. 35, n. 3, p. 718-804, 2009.

RODRIGUES, J. A.; MENDES, G. M. **Governança corporativa: estratégia para a geração de valor**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004, 227p.

ROODMAN, D. How to do xtabond2: An introduction to “Difference” and “System” GMM in Stata. **Center for Global Development Working Paper n. 103**, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=982943>> Acesso em: 26 jun. 2011.

ROODMAN, D. A note on the theme of too many instruments. **Oxford Bulletin of Economic and Statistics**, v. 71, n. 1, p. 135-158, 2009.

ROSS, S. A. The economic theory of agency: the principal’s problem. **The American Economic Review**, v. 63, n. 2, p. 134-139, 1973.

RYAN, H. E.; TRAHAN, E. A. Corporate financial control mechanisms and firm performance: the case of value-based management systems. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 34, n. 1, p.111–138, 2007.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. D. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p.79-86, 2008.

SALVI, A. **A relação do retorno das ações com o EVA<sup>®</sup>, com o lucro residual e com as medidas contábeis tradicionais: um estudo empírico aplicado às empresas brasileiras de capital aberto**. 2004. 93f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2005, 181p.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, 397p.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas**, v. 48, n. 2, p. 51-66, 2008.

SILVEIRA, A. D. M.; LAZANA, A. P.; BARROS, L. A.; FAMÁ, R. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, p. 362-372, 2004.

SILVEIRA, A. D. M.; OKIMURA, R. T.; SOUSA, A. F. **O valor econômico adicionado (EVA<sup>®</sup>) possui maior relação com o retorno das ações do que o lucro líquido no Brasil?** In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO – SEMEAD, 7., 2004, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA-USP, 2004. 1 CDROM.

SILVEIRA, A. D. M.; YOSHINAGA, C. E.; BORBA, P. R. F. Crítica a teoria dos *stakeholders* como função-objetivo corporativa. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 12, n. 1, p. 33-42, 2005.

SIMON, H. Theories of decision making in economics and behavioral science. **American Economic Review**, v. 49, n. 3, p. 253-283, 1959.

SIMON, H. Rationality as process and as product of thought. **The American Economic Review**, v. 68, n. 2, p. 1-16, 1978.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SPENCE, M.; ZECKHAUSER, R. Insurance, information, and individual action. **The American Economic Review**, v. 61, n. 2, p. 380-387, 1971.

STATA<sup>®</sup>. **Data analysis and statistical software version 11**. Ribeirão Preto: laboratório de informática da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, 2011. Disponível em: <<http://www.stata.com>>. Acesso em: 20 nov. 2011.

STERN, J. M.; STEWART III, G. B.; CHEW, D. H. The EVA<sup>®</sup> financial management system. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 8, n. 2, p. 31-47, 1995.

STEWART III, G. B. EVA momentum: the one ratio that tells the whole story. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 21, n. 2, p. 74-87, 2009.

STOCK, J. H.; WATSON, M. W. **Econometria**. São Paulo: Addison Wesley, 2004, 485p.

STULZ, R. M. Managerial control of voting rights: financing policies and market of corporate control. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1, p. 25-54, 1988.

STULZ, R. M. Globalization, corporate finance and cost of capital. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 12, n. 3, p. 8-25, 1999.

SUNDARAM, A. K.; INKPEN, A. C. The corporate objective revisited. **Organization Science**, v. 15, n. 3, p. 350-363, 2004.

TIGRE, P. B. Paradigmas tecnológicos e teorias econômicas da firma. **Revista Brasileira de Inovação**, v. 4, n. 1, p. 187-223, 2005.

TIROLE, J. Corporate governance. **Econometrica**, v. 69, n. 1, p. 1-35, 2001.

TSE, T. Shareholder and stakeholder theory: after the financial crisis. **Qualitative Research in Financial Markets**, v. 3, n. 1, p. 51-63, 2011.

UNO, J.; KAMIYAMA, N. Ownership Structure, Liquidity, and Firm Value: Effects of the Investment Horizon. **Working Paper**, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1455995>>. Acesso em: 16 jun. 2011.

VALADARES, S. M; LEAL, R. P. C. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Revista Abante**, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

WINDMEIJER, F. A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. **Journal of Econometrics**, v. 126, p. 25-51, 2005.

WEIMER, J.; PAPE, J. A taxonomy of systems of corporate governance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 7, n. 2, p. 152-166, 1999.

WET, J. EVA versus traditional accounting measures of performance as drivers of shareholder value: a comparative analysis. **Meditari Accountancy Research**, v. 13, n. 2, p. 1-16.

WILLIAMSON, O. E. Transaction-cost economics: The governance of contractual relations. **Journal of Law and Economics**, v. 22, n. 2, p. 233-261, 1979.

WILLIAMSON, O. E. The economics of organization: the transaction cost approach. **The American Journal of Sociology**, v. 87, n. 3, p. 548-577, 1981.

WILLIAMSON, O. E. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985.

WILLIANSOM, O. Corporate finance and corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 3, p. 567-591, 1988.

WILLIANSOM, O. The theory of the firm as governance structure: from choice to contract. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 16, n. 3, p. 171-195, 2002.

WILSON, R. On the theory of syndicates. **Econometrica**, v. 36, n. 1, p. 119-132, 1968.

WINTOKI, M. B.; LINCK, J. S.; NETTER, J. M. Endogeneity and the dynamics of corporate governance. **Working Paper**, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=970986>>. Acesso em: 10 jan. 2010.

YOUNG, S. D.; O'BYRNE, S. F. **EVA e gestão baseada em valor: guia prático para implementação**. Porto Alegre: Bookman, 2003, 422p.

ZINGALES, L. **Corporate governance**. New York: Macmillan, 1998, 2210p.