



Uns Mais Iguais que Outros: a Relação entre Concentração de Propriedade e os Acordos de Acionistas

Some are More Equal than Others: the Relation Between Ownership Concentration and Shareholders' Agreements

André Leonardo Pruner da Silva¹, Giovana Bueno², Jeferson Lana³,
Carin Maribel Koetz⁴, Rosilene Marcon⁵

RESUMO

A fim de minimizar os problemas de agência decorrentes das divergências de interesses, as firmas utilizam, dentre outros mecanismos, a estrutura de propriedade e os acordos de acionistas. O objetivo deste trabalho consiste em analisar o grau de concentração da estrutura de propriedade e a sua relação com a presença de acordo de acionistas. Essa relação foi testada com uma amostra de 551 empresas brasileiras listadas no período de 1999 a 2013. Utilizou-se, inicialmente, como estratégia empírica a análise de cluster para criar categorias quanto ao grau de concentração da propriedade. Posteriormente, a análise de variância contribuiu apontando diferenças entre as médias dessa estrutura e, finalmente, a regressão logística foi utilizada para medir a influência dessa concentração na probabilidade da presença dos acordos. Os resultados apontam que empresas com propriedade mais concentrada tendem a não ter acordos de acionistas, explicado pelo fato de já apresentarem poder de voto suficiente para garantir seus interesses. No entanto, a propriedade concentrada dos três maiores sócios influencia positivamente a presença dos acordos, uma vez que o objetivo seja garantir seus interesses, tanto por meio das cláusulas nos acordos, como pela garantia da elegibilidade de membros no conselho de administração e bloqueio de ações. Essa investigação contribui teoricamente no sentido de auxiliar no entendimento da relação entre a estrutura de propriedade e a utilização desses contratos.

Palavras-chave: Estrutura de Propriedade; Acordo de Acionistas; Governança Corporativa.

ABSTRACT

Among the mechanisms used by firms to minimize agency problems arising from disparate interests are ownership structure and shareholders' agreements. The objective of this study is to examine the degree of concentration of ownership structure and its relationship with the presence of a shareholders' agreement. This relationship was tested with a sample of 551 Brazilian companies listed on BMF&Bovespa during the period from 1999 to 2013. Initially cluster analysis was used to establish different categories with respect to the degree of concentration of ownership. Subsequently, variance analysis (ANOVA) was used to identify

¹ Fundação Getúlio Vargas – FGV/EAESP – Rua Itaipava, 374, CEP 02846-020, São Paulo, São Paulo, Brasil. - andrepruner@gmail.com

² Universidade do Vale do Itajaí – UNIVALI – Biguaçu, Santa Catarina, Brasil. - giovanabueno2014@gmail.com

³ Fundação Getúlio Vargas – FGV/EAESP – São Paulo, São Paulo, Brasil. - jeferson.lana@rovian.com.br

⁴ Universidade do Vale do Itajaí – UNIVALI – Biguaçu, Santa Catarina, Brasil. - carink06@gmail.com

⁵ Universidade do Vale do Itajaí – UNIVALI – Biguaçu, Santa Catarina, Brasil. - rmarcon@univali.br

differences between means and, finally, logistic regression was used to measure the influence of ownership concentration on the probability of the presence of a shareholders' agreement. The results show that companies with more concentrated ownership tend not to have shareholder agreements, which can be explained by the fact that owners already have sufficient voting power to ensure their interests. However, ownership concentrated in the three largest partners positively influences the presence of an agreement, since the objective is to guarantee their interests by means of the clauses in the agreements whether by ensuring the eligibility of members on the board or by establishing the conditions for transfer of shares. This research contributes to understanding the relationship between ownership structure and the use of shareholders' agreements.

Keywords: *Ownership Structure; Shareholders' Agreement; Corporate Governance.*

1 INTRODUÇÃO

Os conflitos decorrentes das divergências de interesses entre os acionistas e os seus administradores têm sido objeto de estudos nas organizações, bem como, posteriormente, os conflitos entre acionistas com diferentes graus de participação na estrutura de propriedade. A preocupação em alinhar esses interesses e minimizar os conflitos, direcionando os esforços para ir ao encontro dos objetivos da firma, tornou-se primordial nessas relações de agência. A teoria da agência tem aplicações na área de estudos da economia financeira, cuja premissa fundamental consiste na crença de que os atores definem de forma racional as suas escolhas, baseando-se na abordagem de que existindo um leque de opções para o indivíduo, ele escolherá aquela que irá maximizar seus interesses próprios (Arrow, 1985; Eisenhardt, 1989; Jensen & Meckling, 1976). Sob essa ótica, a teoria da agência está amparada na separação entre a propriedade e o controle, tendo como lógica subjacente a questão dos conflitos.

Dessa maneira, a fim de alinhar os interesses entre os diversos acionistas, as organizações se utilizam da governança corporativa como um conjunto de mecanismos de incentivo e de controle. Esses mecanismos, internos e externos, buscam minimizar os conflitos existentes entre os gestores e os acionistas, assim como, entre os próprios acionistas majoritários e minoritários incentivando os gestores a tomarem decisões em prol da maximização do valor da firma e de uma melhor alocação dos recursos. Mitigando, portanto, os custos decorrentes dessa relação de agência (Jensen & Meckling, 1976). Dentre estes mecanismos de governança corporativa, encontram-se a estrutura de propriedade (interno) e os acordos de acionistas vinculados ao sistema legal e de regulação (externo) (Denis & Mcconnell, 2003).

Os estudos relativos à estrutura de propriedade e às consequências da concentração e dispersão do controle de uma companhia têm sido o foco de diversos autores que buscam averiguar as vantagens e desvantagens dessas estruturas (Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002; Denis & Mcconnell, 2003; Shleifer & Vishny, 1986, 1997). O grau elevado de controle da estrutura de propriedade poderá limitar os problemas de agência – agente/principal – uma vez que proporcionará um monitoramento mais eficiente, pois maior concentração de propriedade nas mãos de um só acionista é capaz de fornecer o incentivo, bem como o poder para monitorar melhor os negócios a um menor custo. Por outro lado, esse grau de controle elevado na estrutura de propriedade poderá gerar conflito de interesses entre acionistas majoritários e minoritários, uma vez que os que detêm menor parcela do capital podem ter suas riquezas expropriadas pelo controlador (Shleifer & Vishny, 1997).

Nesse contexto, com o intuito de estabelecer um aporte jurídico e assegurar ao acionista que seus interesses sejam levados em consideração nas decisões estratégicas da firma, os acordos de acionistas podem ser estabelecidos nas organizações se buscando evitar possíveis abusos (Carvalhosa, 2003), bem como disciplinando a divisão do poder de controle entre os acionistas na gestão da companhia (Ribeiro, 2001).

Pesquisadores têm se preocupado em investigar as características da estrutura de propriedade das empresas (Cho, 1998; Claessens, Djankov, & Lang, 2000; Claessens *et al.* 2002, Demsetz & Lehn, 1985; Monsen, Chiu, & Cooley, 1968; Kamerschen, 1968; Radice, 1971; Himmelberg, Hubbard, & Pallia, 1999; Thomsen & Pedersen, 2000), sendo que no Brasil alguns trabalhos se destacam como de Valadares e Leal (2000), Silveira *et al.* (2004), Leal (2004), Leal e Silva (2008) que analisaram a composição da estrutura de propriedade em empresas brasileiras de capital aberto. Em todos esses trabalhos os resultados encontrados são muito semelhantes, em que evidenciam a estrutura de propriedade concentrada das firmas brasileiras. Além disso, embora esses autores tenham analisado a presença de acordos de acionistas de modo a afirmarem que tais mecanismos podem ser utilizados a fim de garantir algum interesse sobre outros acionistas, há uma carência de estudos, bem como resultados conflitantes (Carvalho, 2012; Andrade, Bressan & Iquiapaza, 2014) no sentido de investigar, especificamente, se determinadas características da firma, como também se a natureza e a presença desses acordos são influenciadas pelo grau de concentração da estrutura de propriedade.

A contribuição que se espera dar aos estudos organizacionais se encontra na discussão teórica desses acordos, como também do grau de concentração da estrutura de propriedade das empresas e a sua relação nesses pactos levando em consideração suas tipologias descritas pela doutrina jurídica como ponto chave no sentido de minimizar os conflitos de agência, promover o alinhamento de interesses e obter excelência na relação entre essas duas variáveis. O tema apresenta sua importância para a prática da estratégia na abordagem dos mecanismos de governança corporativa, cujo objetivo consiste em minimizar os problemas decorrentes da existência de interesses distintos entre os acionistas.

Para o presente trabalho foi analisada uma amostra total de 551 empresas brasileiras de capital aberto listadas, no período de 1999 a 2013. Trata-se de um estudo de caráter descritivo, sob uma abordagem quantitativa. Os dados coletados foram referentes à participação de direito de voto do maior acionista, bem como dos três maiores.

Dessa maneira, o objetivo geral do presente estudo consiste em analisar o nível de concentração da estrutura de propriedade de empresas e sua relação com a presença de acordos de acionistas, levando em consideração suas tipologias, conforme apresentado por Carvalhosa (2003). Sob a perspectiva do conceito de mecanismos de governança definido por Denis e McConnell (2003), o foco deste estudo recai, portanto, na estrutura de propriedade como variável independente e no acordo de acionista, representando de certa forma o mecanismo externo sistema legal, como variável dependente.

Para atingir esse objetivo foram necessários desdobramentos nos seguintes objetivos específicos: a) determinar o grau de concentração da estrutura de propriedade das empresas brasileiras listadas; b) medir o nível de influência do grau de concentração da propriedade na presença de acordos de acionistas e, c) verificar a interação entre os tipos de acordos.

O trabalho está estruturado da seguinte forma: na seção 2 será apresentada a fundamentação teórica, a qual aborda a teoria da agência, os mecanismos de governança corporativa e os acordos de acionistas. Em seguida, na seção 3, será descrita a metodologia de

pesquisa utilizada, a qual é seguida pela análise dos resultados, na seção 4. Posteriormente, na seção 5, serão tecidas as considerações finais do trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria da Agência

As relações de conflitos de interesses dentro das firmas, geradas por meio da separação entre a propriedade e o controle, há muito tempo vem sendo o foco de diversas investigações acadêmicas. Um dos trabalhos seminais foi realizado por Berle e Means (1932). O artigo nominado *The Modern Corporation and Private Property* é considerado seminal à governança corporativa, pois trata da dispersão da propriedade de modo que, segundo os autores, quanto mais acentuada maior seria a propensão dos agentes agirem de acordo com seus interesses. No entanto, apesar das contribuições teóricas apontadas por Berle e Means, a teoria da agência de Jensen e Meckling (1976) serviu como base para uma série de estudos que investigaram essa relação.

A teoria da agência tem como pressuposto que os seres humanos têm um limite de racionalidade, são interesseiros e propensos ao oportunismo (Eisenhardt, 1989; Jensen & Meckling, 1976). Portanto, a relação de agência pode ser caracterizada como um contrato sob o qual uma pessoa (principal) contrata outra (agente) para prestar algum serviço que envolva a delegação de autoridade para a tomada de decisão (Jensen & Meckling, 1976). Assim, a delegação de autoridade na tomada de decisão torna-se problemática devido às divergências de interesses entre o principal e o agente e a dificuldade em monitorar perfeitamente sem custos suas ações (Arrow, 1985).

Os custos de agência envolvem todos os gastos feitos pelo principal a fim de atenuar as divergências de interesses na atuação do agente. Esses custos compreendem: a definição de incentivos para que o agente seja estimulado a agir de acordo com os interesses do principal, os custos de monitoração e controle do trabalho do agente, bem como as perdas residuais que envolvem a redução do valor da empresa devido às relações de agência (Jensen & Meckling, 1976). Os problemas de agência decorrem, em parte, de informações incompletas e da aversão ao risco. De modo que esses custos podem ser reduzidos quando melhorado o fluxo de informações e minimizado o risco por meio de “contratos ótimos de compensação” (Grinblatt & Titman, 2005).

Para Barney e Hesterly (2004), os problemas de agência são minimizados por meio do monitoramento do comportamento e/ou desempenho do agente e dos vínculos relativos a acordos que ora penalizam os agentes ao agirem de maneira que não atendam aos interesses do principal, ou ora os gratifiquem por alcançar as metas estabelecidas por eles. Assim, o contrato passa a ser central sob a perspectiva da teoria da agência, pois será o mecanismo que tornará possível essa relação. Entretanto, devido à racionalidade limitada que envolve a incapacidade de prever todas as possíveis contingências e a assimetria informacional, os contratos se tornam incompletos (Baron & Kreps, 1999; Roberts, 2005).

Nesse sentido, para Jensen e Meckling (1976) não há contrato que possa eliminar todas as incertezas ou que possa resolver todos os conflitos de interesses, tornando-se necessário estabelecer um conjunto de mecanismos internos e externos de incentivo e controle que possibilitará minimizar os custos decorrentes do problema de agência.

Além disso, destaca-se que, enquanto a delegação está envolvida, os problemas de agência são universais, no entanto, a maneira de lidar com eles varia conforme o contexto

social envolvido (Wiseman, Cuevas-Rodríguez & Gomez-Mejia, 2012; Heracleous & Lan, 2012; Filatotchev, Jackson & Nakajima, 2013), pois as relações de agência podem variar de acordo com os diferentes arranjos institucionais.

Nesse sentido, torna-se necessário identificar os aspectos sociais presentes, assim como a maneira cujos papéis do principal e do agente são desempenhados, seus interesses, a natureza dos problemas provenientes dessa interação e a forma como os mecanismos são utilizados para mitigar essas dificuldades (Wiseman *et al.*, 2012). Em consonância com esse argumento, para Filatotchev *et al.* (2013), as análises dos problemas de agência devem considerar a extensão dessas relações em diferentes contextos institucionais, a fim de desenvolver uma estrutura de governança mais incorporada e institucionalmente holística. Desse modo, sob a perspectiva de agência abordada por Young *et al.* (2008) cujos conflitos de agência estão associados aos acionistas majoritários e minoritários (*principal/principal*) os mecanismos cujo objetivo é mitigar os problemas de agência, denominados de mecanismos de governança corporativa, serão discutidos em seguida.

2.2 Mecanismos de Governança Corporativa

Visto que há necessidade de alinhar os interesses entre o principal e o agente (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1967), busca-se o desenvolvimento de um sistema efetivo de decisões de tal modo que separaria o controle da gestão (Fama & Jensen, 1983). Nesse sentido, Shleifer e Vishny (1997) apontam que a governança corporativa é formada por um conjunto de restrições que os agentes estabelecem a si mesmos ou os investidores impõem a eles, a fim de minimizar a má alocação de recursos. Portanto, pode-se definir governança corporativa como um conjunto de mecanismos que buscam incentivar o(s) agente(s) a tomar decisões de modo a maximizar o valor da firma para o(s) principal(is) no longo prazo (Denis & McConnell, 2003).

Denis e McConnell, (2003) agrupam esses mecanismos em dois grupos: internos e externos. Estes são formados pelo Mercado de Aquisições Hostis e o Sistema Legal e de Regulação. Aqueles, subdivididos em: Conselho de Administração e Estrutura de Propriedade. Sob a perspectiva do conceito definido por Denis e McConnell (2003), o foco deste estudo está associado à estrutura de propriedade e ao sistema legal e de regulação cujo acordo de acionista está associado.

Com relação aos estudos da estrutura de propriedade, a literatura reconhece a existência de vantagens e desvantagens relacionadas entre o nível de concentração da propriedade. A presença de um acionista controlador pode, algumas vezes, acarretar em benefícios à firma, pois como o principal dispõe de um grande percentual de controle, os problemas de agência – *free-rider* – gerados através da dispersão não existiriam. Além disso, esse acionista tem muito capital alocado na firma, portanto, um elevado interesse em maximizar o seu valor (Claessens *et al.*, 2002; Denis & McConnell, 2003; Shleifer & Vishny, 1986, 1997). Esses benefícios são denominados pela literatura como *efeito alinhamento*.

Por outro lado, embora o controle excessivo seja ideal para mitigar os problemas de agência – principal/agente – grandes acionistas possuem seus próprios interesses. Nem sempre essas motivações coincidem com os objetivos de outros acionistas (Shleifer & Vishny, 1997). Dessa maneira, os conflitos de agência estão associados entre o acionista controlador e os minoritários – principal/principal (Denis & McConnell, 2003; La Porta; Lopes-De-Silanes; Shleifer, 1999, 2002) – esse fenômeno é denominado de *efeito entrenchamento*.

Com base no trabalho de Berle e Means (1932), muitos estudos se dedicaram a investigar as relações existentes entre a separação da propriedade e do controle da estrutura de propriedade, sob a ótica do efeito *free-riding* (Monsen *et al.*, 1968; Kamerschen, 1968; Radice, 1971; Steer & Cable, 1978). Além disso, com uma amostra de 435 empresas europeias Thomsen e Pedersen (2000) formularam e suportaram a hipótese de que além do nível de concentração, a identidade do acionista controlador também oferece grandes implicações a estratégia e ao desempenho da firma.

Claessens *et al.* (2000) investigaram a separação entre propriedade e controle em 2.980 empresas distribuídas em 9 países asiáticos. Mais de dois terços de sua amostra são controladas por um único investidor, bem como aproximadamente a metade das firmas são controladas por famílias. Posteriormente, Claessens *et al.* (2002), desta vez com uma amostra de 1.301 empresas de 8 países do leste asiático, realizaram e encontraram resultados empíricos significativos. Segundo os autores, o valor de mercado da firma aumenta quando o direito sobre o fluxo de caixa está nas mãos de um grande acionista. Contudo, o valor é negativo quando há concentração de direito de voto - *efeito entrenchamento*.

Um aspecto interessante que merece ser destacado para introduzir pesquisas realizadas com firmas brasileiras é que a estrutura de propriedade apresenta, de modo geral, grau de concentração elevado. Desse modo a separação entre a gestão e o controle não é regra. Assim, o problema de agência se desloca para o relacionamento entre os acionistas majoritários e minoritários (Fraga & Silva, 2012), sendo que as partes minoritárias não são protegidas inteiramente contra a expropriação dos majoritários (Kitagawa & Ribeiro, 2012).

Nesse sentido, Valadares e Leal (2000), analisaram a composição da estrutura de propriedade referente ao ano de 1996 de 325 empresas de capital aberto negociadas na Bovespa. Em média, o maior acionista detém cerca de 41% do controle, enquanto que os cinco maiores 61%. Do total da amostra, 62% apresentam um acionista com mais de 50% do controle. Os autores destacaram também que apenas 11% das empresas não detinham ações sem direito de voto. Também foram analisadas empresas que apresentavam controle indireto por meio de pirâmides, inicialmente os autores perceberam que quando existia um grande acionista, indiretamente o controle era diluído. No entanto, quando não há um controlador majoritário o poder de voto aumenta através do controle indireto.

Em outros trabalhos os resultados encontrados são muito semelhantes, destacando-se a estrutura de propriedade concentrada nas firmas brasileiras (Leal, 2004; Leal & Silva, 2008; Leal, Carvalhal da Silva, & Valadares, 2002; Silveira *et al.*, 2004).

Testando a relação de quatro variáveis da estrutura de propriedade no valor e desempenho de firmas brasileiras, Okimura (2003), bem como Okimura, Silveira e Rocha, (2004) obtiveram resultados que indicam um nível ótimo de concentração da propriedade entre 60% e 70%, embora a relação encontrada seja fraca. Em se tratando do excesso de voto, houve uma relação negativa com as variáveis de valor, portanto, o valor da empresa diminui à medida que o excesso de controle aumenta.

Silva (2004) tentou identificar o efeito da estrutura de controle no valor da firma. A maioria das variáveis analisadas não obteve dados conclusivos. Todavia, alguns dos resultados tiveram significância. Diferente de Okimura (2003), os autores analisaram também esse efeito levando em conta a existência de estruturas indiretas de controle. Leal (2004), quanto a variável controle de votos obteve resultado semelhante ao encontrado por Okimura (2003).

Além disso, Silva (2004) e Leal e Silva (2008) contribuíram às investigações que envolvem estrutura de propriedade analisando a presença de acordos de acionistas nas

empresas estudadas. O primeiro, com base em dados referentes ao ano 2000, identificou que 23% das empresas com um acionista controlador possuem esse mecanismo, 86% detêm algum tipo de controle indireto por meio de pirâmides. O segundo, com uma amostra referente ao ano de 2002, apresentaram 75% das empresas com estruturas indiretas de controle, sendo que 22% do total tinham algum tipo de acordo de acionista.

Embora, esses autores tenham analisado a presença de acordos de acionistas e afirmarem que tais mecanismos podem ser utilizados a fim de garantir algum interesse sobre outros acionistas, nenhum deles se preocupou em avaliar a natureza desses acordos, bem como se a presença deles tem alguma relação com a estrutura de propriedade.

Nesse sentido, a literatura aponta que questões legais também apresentam um importante papel sobre os mecanismos de governança corporativa. (Denis & Mcconnell, 2003; La Porta *et al.*, 2000). Especificamente, La Porta *et al.* (1997, 1998) encontraram evidências empíricas associadas a diferentes graus de proteção ao investidor em diversos países. Ou seja, onde há baixa proteção legal, a estrutura de propriedade tende a ser mais concentrada, bem como o mercado de capitais menos desenvolvido. Além disso, quanto maior a proteção legal, maior o valor da firma (La Porta *et al.*, 2002). Dessa maneira, o uso de contratos, como os acordos de acionistas, assume um papel ainda mais importante em países cujo sistema legal é ineficaz no sentido de proteger o interesse dos acionistas.

2.3 Acordo de Acionistas

Os acordos de acionistas foram regulamentados no Brasil por meio da Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404) no ano de 1976. Tendo como objetivo designar uma estrutura jurídica necessária para o fortalecimento do mercado de capitais no país, o intuito segundo a doutrina jurídica (Carvalhosa, 2003) era de assegurar ao acionista minoritário o respeito às regras definidas. Especificamente para os acordos de acionistas, o artigo 118 dessa Lei propôs regular essa modalidade de prática intensa, porém até então ignorada. Com a disciplina legal desse contrato se pretendia evitar os abusos praticados, conforme definido por Carvalhosa (2003).

Entretanto, na década de noventa, com o surgimento de uma nova realidade econômica no Brasil, com a abertura dos mercados, a globalização e o aumento do fluxo de capitais ingressando no país, essa Lei é modificada e complementada em 5 de maio de 1997 pela Lei nº 9.457. E mais recentemente, em 2001, novas alterações foram acrescentadas através da Lei nº 10.303.

Assim, Ribeiro (2001) reconhece o acordo de acionista como uma forma de disciplinar a divisão do poder de controle entre os acionistas, permitindo a vinculação de ações sem necessariamente intervir no aumento da quantidade de ações com direito a voto de sua posse direta. Essa característica é semelhante aos acordos de voto em bloco - *pooling agreements* - do direito norte americano, pois um grupo de acionistas vinculados por meio do acordo estabelece em reuniões prévias o modo pelo qual será exercido o direito de voto desse grupo nas assembleias gerais. Além disso, considera-se que o conselho de administração e a diretoria, que são representantes desses acionistas, também preferirão suas ações em consonância do que foi determinado nessas reuniões (Carvalhosa, 2003).

Desta forma, Carvalhosa (2003) classifica os acordos em duas categorias: acordo de controle e voto e; acordo de ações (ou bloqueio) como pode ser verificado por meio da Figura 1. O acordo de controle e voto acontece quando os acionistas de uma mesma companhia se unem com um objetivo em comum. Se juntos compõe a maioria absoluta das ações votantes poderá ter por finalidade o *controle* da companhia. Essa associação também pode ocorrer

entre acionistas minoritários, que unidos não abrangem o número suficiente para o controle, porém atingem o percentual mínimo necessário para o objetivo de fiscalizar ou se opor aos controladores, visando dessa maneira a proteção da minoria, caracterizando como acordo de *voto* (ou defesa). Nesse caso, por exemplo, pode-se eleger membros do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal (quando o acordo de defesa detiver mais de 10% de ações ON e mais de 15% de ações PN).

Para o acordo de *ações* (ou bloqueio) o objetivo é determinar o direito de preferência na venda para terceiros ou transferência das ações entre os membros apenas com o consentimento das partes. Destaca-se que a prática do acordo de ações visa estipular não a venda de ações, contudo, a promessa de fazê-la mediante condições pré-determinadas. O mesmo ocorre com o exercício do direito de voto e do poder de controle, onde o que se compactua são os critérios a serem observados no exercício desses, abrangendo as assembleias e nas situações que envolvam decisões administrativas (Ribeiro, 2001).



Figura 1: Característica dos acordos de acionistas segundo Carvalho (2003).

Empiricamente algumas pesquisas se encarregaram de investigar o efeito desses acordos sobre diferentes aspectos. Volpin (2002) obteve resultados que sugerem maior sensibilidade à demissão de executivos cujo desempenho na firma é insatisfatório. Por outro lado, outros trabalhos focaram em analisar o impacto desses acordos no valor das firmas. No mercado italiano, Gianfrate (2007) testou o efeito de múltiplos acionistas compartilhando o poder de controle por meio de um estudo de evento. Os resultados sugerem que quando é anunciada a formação de um bloco de controle utilizando os acordos de acionistas, a reação do mercado na precificação dos ativos é negativa, no entanto, quando esses pactos são desfeitos, é positiva.

Com uma amostra de firmas francesas, Roosenboom e Schramade (2006) investigaram o efeito dos acordos no *Market to Book*. Especificamente, seus resultados sugerem que os acordos de acionistas são capazes de reduzir a expropriação dos acionistas minoritários. Pois, esses contratos se relacionam positivamente com o valor de mercado de firmas que realizaram uma oferta inicial de ações (*Initial Public Offering - IPO*). Além disso, ainda no mercado francês, os resultados obtidos por Belot (2008) apontam que o efeito entrenchamento tende a ser mitigado quando há um bloco formado por meio desses contratos.

Investigando firmas cujo controle é familiar no mercado norte americano, Villalonga e Amit (2008) obtiveram resultados que indicam que tais pactos são capazes de equilibrar a relação de poder entre os acionistas que compõem os blocos formados pelos acordos.

Segundo eles, o impacto provocado por esses acionistas vinculados no valor da firma é positivo, em oposição a outros mecanismos de separação da propriedade e do controle, como: a emissão de ações sem direito a voto e a representação desproporcional de membros do conselho de administração.

Quanto aos trabalhos nacionais que especificamente trataram desse tema, dois merecem destaque. O primeiro deles, Carvalho (2012) aponta que a presença de tais acordos impacta positivamente no valor da firma – mensurado por meio do *Market-to-Book*. No entanto, destaca-se que esse efeito é observado quando há nos contratos cláusulas que mitigam a expropriação dos acionistas minoritários. Além disso, outro resultado obtido pelo autor, de certa maneira ainda mais importante para o objetivo proposto pelo nosso artigo, buscava identificar um instrumento válido para testar o efeito desses acordos. Desse modo, por meio do método *probit estimation* foram testadas quais características da firma aumentam a probabilidade da adoção desse tipo de mecanismo. Os resultados encontrados indicam que empresas com múltiplos acionistas, cuja participação na estrutura de propriedade é relevante, são mais susceptíveis a adotarem tais acordos. Além disso, o percentual de controle (Ações ON) do acionista com maior participação acionária também está positivamente associado, entretanto, os direitos sobre o fluxo de caixa (Participação Total) diminuem a probabilidade da firma em adotar esse tipo de convenção.

Por outro lado, quanto ao segundo artigo, Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014) obtiveram resultados cuja participação ON e Total do maior acionista está associada negativamente com a decisão da firma em adotar acordos de acionistas. Porém, em outros modelos testados cujas participações do maior acionista eram excluídas e uma variável que media o excesso de voto desse acionista sobre sua participação total foi incluída, obteve-se associação entre a presença de acordos. Em outras palavras, o excesso de controle do acionista mais relevante está positivamente associado à ocorrência de acordos. Além disso, em consonância com Carvalho (2012), a participação de outros sócios, excetuando-se o primeiro, também está relacionada com maior probabilidade da firma adotar acordos de acionistas.

Dessa maneira, esses resultados conflitantes apontam para a necessidade de se explorar ainda mais o tema pelo qual esse artigo se propõe investigar. Portanto, em seguida, com base nos trabalhos expostos e explorados, serão derivadas as hipóteses de pesquisa.

2.4 Hipóteses

Considerando a perspectiva da teoria de agência cujos contextos institucionais de baixa proteção legal os conflitos estariam associados entre o acionista controlador e os minoritários (Denis & McConnell, 2003; La Porta *et al.*, 1999; 2002). Ribeiro (2001) reconhece o acordo de acionista como uma forma de disciplinar a divisão do poder de controle entre os acionistas em função da direção da companhia. Em outras palavras, esses pactos são capazes de alterar indiretamente a relação de controle entre os sócios (Villalonga & Amit, 2008), pois atuariam de maneira a alinhar os interesses dos acionistas que possuem diferentes graus de participação acionária que compõem a estrutura de propriedade, impactando, inclusive, no valor de mercado dela (Volpin, 2002; Roosenboom & Schramade, 2006; Belot, 2008).

Assim, quando o principal detém grande participação acionária diminuiria a ocorrência de acordos, pois o controlador não necessita deles para obter algum benefício, bem como não tem o interesse de abrir mão do controle que possui, argumento condizente com Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014). No entanto, os resultados obtidos por Carvalho (2012)

vão de encontro com essa afirmação, de maneira que quanto maior a participação acionária do acionista mais relevante há um aumento na probabilidade da empresa possuir acordos.

Por outro lado, Carvalho (2012) e Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014) obtiveram resultados similares, indicando que quando o poder está concentrado em um grupo de acionistas o acordo atuaria no sentido de alinhar os interesses entre eles, uma vez que cada um deles possui grau de controle distinto.

Portanto, duas hipóteses de pesquisa são formuladas:

H1a: A concentração de propriedade do sócio majoritário é negativamente (ou positivamente) relacionada com a existência de Acordo de Acionistas.

H1b: Estruturas de propriedade concentradas em mais de um sócio estão positivamente (ou negativamente) relacionadas com a existência de Acordo de Acionistas.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Este artigo configura uma pesquisa quantitativa cujos dados utilizados são de natureza secundária. Desse modo, a amostra é composta por 551 empresas listadas na BMF&Bovespa no período de 1999 a 2013. Inicialmente foram apurados os dados referentes à estrutura de propriedade, iniciando-se a coleta a partir do ano de 1999 devido à ausência de dados antes desse período. A coleta das informações foi realizada por meio de duas bases de dados distintas, devido à ausência de informação em determinados anos. No entanto, ambas as bases são disponibilizadas e endossadas pela Comissão de Valores Mobiliários, órgão fiscalizador máximo do Mercado de Capitais brasileiro.

A primeira base de dados utilizada foi o Sistema de Divulgação Externa (DIVEX), desenvolvido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), disponível no sítio eletrônico BMF&Bovespa. Foram baixados os respectivos arquivos IAN (Informações anuais) correspondentes a cada empresa pesquisada no período de 1999 a 2009. Em seguida, os dados referentes aos anos de 2009 a 2013 foram extraídos da base de dados Econômica.

Foram analisadas as características da composição direta da estrutura de propriedade das empresas. Os dados coletados foram: a participação com direito de voto do maior acionista, bem como, dos três maiores. Para tanto foi adotada a definição de medida da concentração de propriedade proposta por Thomsen e Pedersen (1997): propriedade do tipo majoritária quando o maior acionista possui mais de 50% do controle; propriedade dominante quando o maior acionista detém entre 20% e 50% do controle; e propriedade dispersa quando o maior acionista possui menos de 20% de participação com direito a voto.

Quanto à coleta dos acordos de acionistas, primeiramente foram verificados os sítios eletrônico de cada empresa, no entanto, em grande parte dos casos não foi possível encontrá-los. Portanto, optou-se por utilizar o sítio eletrônico da CVM, mostrando-se esse método mais efetivo. Após a coleta de todos os acordos de acionistas, eles foram categorizados e tabulados seguindo a classificação de Carvalhosa (2003): acordo de controle e voto e; acordo de ações. Porém optou-se por separar em três colunas distintas, sem dano a sua interpretação, sendo uma para controle, uma para voto e, por fim, para ações.

Para a análise dos dados, optou-se por técnicas exploratórias, dada a ausência de antecedentes teóricos que demonstrassem modelos e escolhas mais usuais para o tema. Assim, a análise de *cluster* serviu para criar categorias de concentração da propriedade; a análise de variância [ANOVA] contribuiu para apontar diferenças entre as médias a partir das variáveis utilizadas; e a regressão logística foi utilizada com o intuito de medir a influência da concentração da propriedade na probabilidade da presença de acordos entre os acionistas. Os

dados em painel com efeitos aleatórios contribuíram para a aproximação de um modelo causal, embora ainda fosse aceita a possibilidade de características de endogeneidade nas variáveis dependentes utilizadas. A figura 2 resume as variáveis utilizadas nos modelos testados.

Variável	Descrição
majON	Percentual ordinário de propriedade do maior acionista.
top3ON	Percentual ordinário de propriedade dos três maiores acionistas.
d.agreement	<i>Dummy</i> da presença (1) ou ausência (0) de acordos de acionistas.
d.control	<i>Dummy</i> da presença (1) ou ausência (0) da característica “controle” no acordo de acionistas.
d.voto	<i>Dummy</i> da presença (1) ou ausência (0) da característica “voto” no acordo de acionistas.
d.stock	<i>Dummy</i> da presença (1) ou ausência (0) da característica “ações” no acordo de acionistas.

Figura 2: Descrição das variáveis utilizadas, seus significados e métricas.

Para validação das regressões, foi feita a análise de multicolinearidade pelo uso do coeficiente VIF (*variance inflation factor*) e resultados acima de $VIF > 5$ não foram aceitos. Também foi feito o teste de normalidade dos resíduos das regressões, que apresentaram normalidade condicional, conforme esperado.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

As análises iniciais da amostra buscaram verificar os dados a partir do critério de ajustes à normalidade e distribuição. As variáveis dependentes, por serem classificadas a partir de variáveis *dummies*, não exigiram qualquer tipo de tratamentos estatísticos. O mesmo aconteceu para as variáveis independentes, por terem como limite a concentração da propriedade que vai de zero a cem por cento.

Os modelos e testes realizados buscaram: a) determinar a situação da concentração da propriedade nas empresas brasileiras; b) relacionar a presença de acordos de acionistas com a concentração de propriedade; c) medir o nível de influência da concentração de propriedade na presença de acordo de acionistas e, por fim, d) verificar a interação entre os tipos de acordo.

Para o primeiro teste, que trata sobre a situação da concentração da propriedade das empresas brasileiras estudadas, optou-se por utilizar uma análise de *cluster* (com método de Ward e a medida de similaridade da distância euclidiana). Os resultados apontam para a existência de ao menos três principais grupos similares. O dendograma abaixo (Figura 3) apresenta essas evidências.

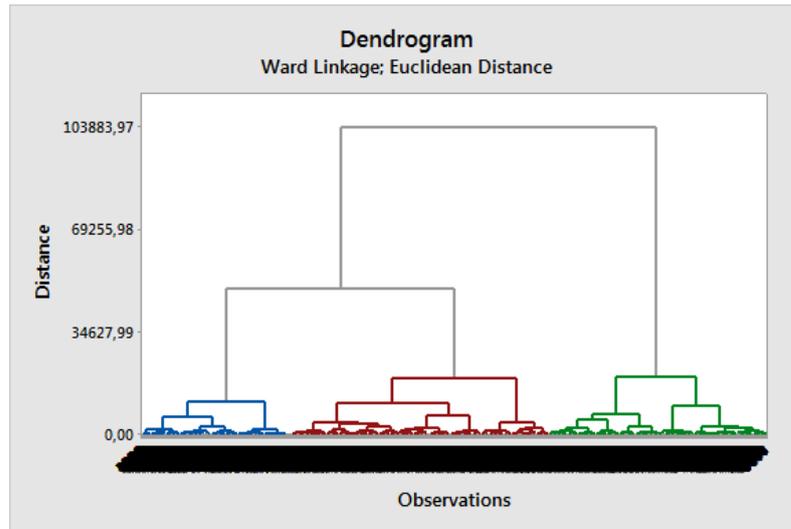


Figura 3: Análise de Cluster

Por meio do dendrograma acima (Figura 3), cuja linha de corte mostra a presença de três *clusters*, foi classificada cada empresa se pertencente ao cluster 1, 2 ou 3. A fim de confirmar a heterogeneidade dos grupos encontrados nessa análise, optou-se por testar a diferença de médias da concentração de propriedade para cada um dos grupos encontrados. Os resultados obtidos confirmam que na amostra investigada (que abrange a grande maioria das empresas brasileiras de capital aberto) existem diferenças significativas de concentração de propriedade, conforme também reforça o gráfico a seguir (Figura 4). Nele é possível observar o teste ANOVA realizado entre a concentração de propriedade ON do sócio majoritário e o cluster no qual a empresa foi classificada. Dentre os grupos encontrados, um deles apresenta uma concentração média aproximada de 30% para o sócio majoritário, ao passo que os demais grupos apresentam médias de 60% e 90% respectivamente.

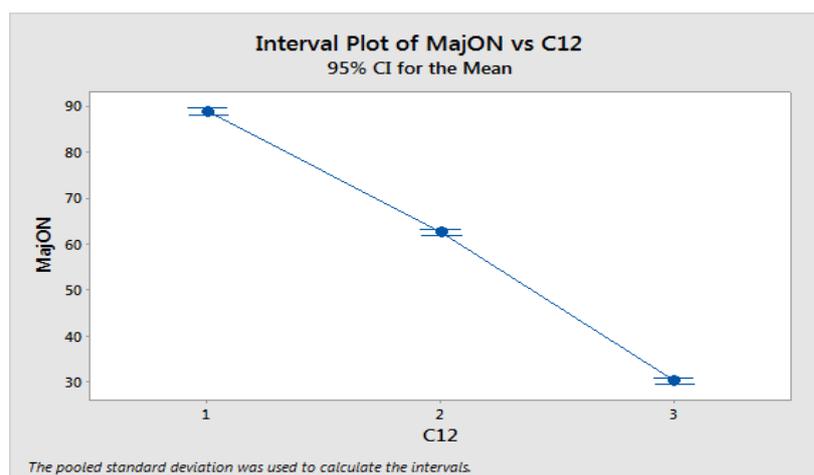


Figura 4: Média da estrutura de Propriedade por *Cluster*

Essa evidência de diferenças entre os grupos ($p\text{-value} < 5\%$) corrobora que são poucas as empresas que podem ser classificadas como dispersas. Esse resultado inicial do artigo vai ao encontro de outros trabalhos que investigaram o grau de concentração da estrutura de propriedade das firmas brasileiras (Valadares & Leal, 2000; Okimura, 2003; Leal, 2004; Leal

& Silva, 2008). Além disso, destaca-se que foi feito um teste semelhante ao anterior, mas com a concentração acumulada dos três maiores acionistas (e não apenas do majoritário) e os resultados apontaram dispersão semelhante, com concentrações médias de 58%, 83% e 95% respectivamente.

Dessa maneira, conhecida a estrutura média de concentração de propriedade das empresas da amostra, obteve-se o conteúdo necessário para avançar nos testes. Ao testar a presença de acordo de acionistas com a concentração de propriedade do sócio majoritário, obtiveram-se evidências destacando que as empresas menos concentradas apresentam maior frequência de acordos. Resultado diferente do obtido por Carvalho (2012), porém em consonância com as regressões realizadas por Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014). Tal constatação pode ser verificada no gráfico a seguir (Figura 5), fruto de ANOVA elaborada com as variáveis “presença de acordo de acionista” *versus* “concentração de ações ON do majoritário”.

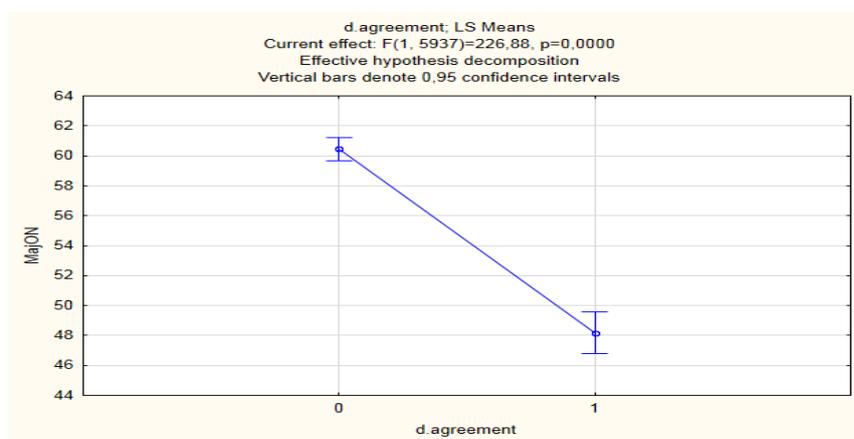
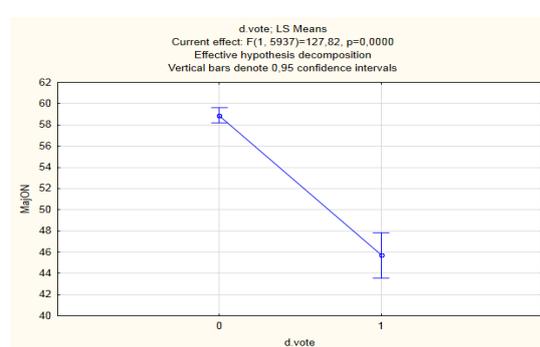
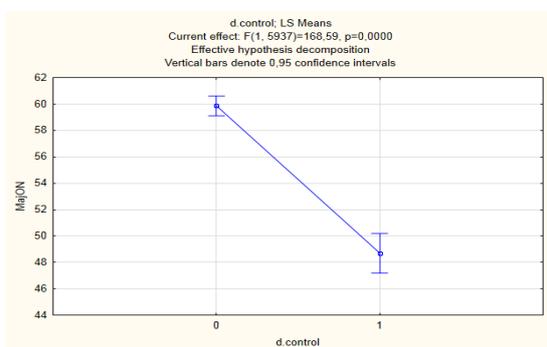


Figura 5: Presença de Acordos de Acionistas e a Concentração de Ações ON

No gráfico anterior (Figura 5), evidenciou-se que em empresas com acordo de acionistas, a propriedade do majoritário é de aproximadamente de 48% das ações ordinárias, enquanto que em empresas sem acordos de acionistas o percentual médio é de 60,5% ($p\text{-value} < 5\%$). O mesmo teste foi repetido utilizando o tipo de acordo como variável independente. Os resultados são semelhantes e podem ser vistos a seguir na Figura 6.



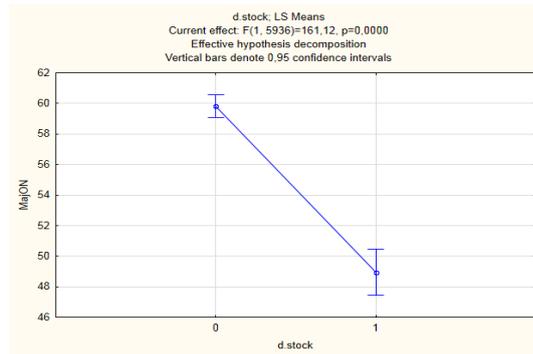


Figura 6: Tipologia de Acordos de Acionistas e a Concentração de Ações ON

Dessa maneira, percebe-se que tanto as tipologias que estão relacionadas com a forma de disciplinar a divisão do poder e do controle entre os acionistas que compõem a estrutura de propriedade, quanto à de ações, cujo objetivo é determinar as condições das transferências de ações entre eles, são frequentes em empresas que, em média, apresentam grau de concentração menos elevado. Embora essas simples comparações não possam ser entendidas como evidências de uma relação de causa e efeito, de certa forma, esses resultados reforçam os argumentos defendidos por Villalonga e Amit (2008), cujos acordos funcionariam como mecanismo capaz de alterar indiretamente as relações de controle, tendo em vista que os resultados apontam para uma maior utilização desses contratos quando o grau de concentração da estrutura de propriedade é menor, portanto, quando há a necessidade da obtenção do controle indireto.

A partir da evidência de que diferentes propriedades estão relacionadas a diferentes situações com relação ao acordo de acionistas, optou-se por buscar algum teste que pudesse dar maior evidência sobre a significância dos resultados sugeridos. Para isso, desenvolveu-se a terceira parte da análise dos resultados, cujo objetivo é medir o grau com que a propriedade pode influenciar a existência de acordos. Dado que a existência de acordos é uma variável *dummy*, utilizou-se a regressão logística com dados em painel. Os resultados podem ser vistos a seguir.

```

Random-effects logistic regression           Number of obs   =   5939
Group variable: id                        Number of groups =    15

Random effects u_i ~ Gaussian              Obs per group: min =   347
                                              avg   =   395.9
                                              max   =   447

Wald chi2(2) =   193.01
Prob > chi2  =   0.0000

Log likelihood = -2969.798
    
```

dagreement	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
majon	-.0234155	.0020666	-11.33	0.000	-.0274659	-.019365
top3on	.0098474	.0023681	4.16	0.000	.0052061	.0144887
_cons	-.7149512	.192041	-3.72	0.000	-1.091345	-.3385577
/lnsig2u	-1.035384	.3867629			-1.793425	-.2773428
sigma_u	.5958943	.1152349			.4079084	.870514
rho	.0974195	.0340076			.0481415	.1872178

Likelihood-ratio test of rho=0: $\chi^2(01) = 260.78$ Prob >= $\chi^2 = 0.000$

Figura 7: Regressão Logística com Dados em Painel

No modelo acima, com um total de 5.939 observações, percebe-se que a variável da concentração do sócio majoritário (majon) influencia negativamente a probabilidade de existência de acordo de acionistas ($\beta = -0,234$, $p\text{-value} < .1$). Dado um coeficiente da ordem de $\beta = -0,0234$, tem-se uma razão de probabilidade de aproximadamente 0,9768 (função exponencial com base de número de Neper elevado ao coeficiente beta encontrado). Com isso, o modelo aponta que um aumento de uma unidade na concentração de propriedade diminui em aproximadamente 2,34 a probabilidade da existência do evento de acordo de acionistas ($0,9768 * 100 - 100$). Portanto, suportando a hipótese 1a sob a perspectiva de que a concentração de propriedade do sócio majoritário é negativamente relacionada com a existência de acordo de acionistas. Além disso, com maior evidência empírica dessa relação, quando comparado aos testes de médias utilizados anteriormente, novamente esses resultados estão em consonância com Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014), no entanto, vão de encontro com aqueles obtidos por Carvalho (2012).

Em contrapartida, a concentração de propriedade entre os três maiores sócios (top3on) influencia de forma positiva a probabilidade de presença de acordo dos acionistas ($\beta = 0,0098$, $p\text{-value} < .1$) – hipótese 1b. Dado o coeficiente de “top3on”, tem-se uma razão de probabilidade da ordem de 0,009896. Isso traz um aumento de 0,98% na probabilidade de existência do acordo de acionistas para cada unidade de concentração aumentada entre os três maiores sócios. Esses resultados são estatisticamente significativos (Prob > chi2 = 0,0000) e são, de certa forma, semelhantes aos obtidos por Carvalho (2012) e Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014).

Os achados empíricos mantiveram-se constantes mesmo após a adoção de controles para efeitos fixos e a adição de coeficientes de robustez, o que sugere a ainda maior significância do modelo testado. Assim, dado que a propriedade parece influenciar a presença de acordo de acionistas, optou-se por testar se o tipo de acordo pode também estar relacionado com a concentração e se há significância para a interação entre os tipos de acordos, já que estes não são mutuamente excludentes. Embora esse não seja o intuito do trabalho, que busca explicar justamente o contrário, esse modelo nos permitiu analisar como se dá a interação entre os tipos de acordo dos acionistas. Os resultados podem ser vistos a seguir, em um modelo de regressão linear múltipla com dados em painel e efeitos aleatórios.

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	5938
Group variable: id	Number of groups	=	15
R-sq: within = 0.0338	Obs per group: min =		346
between = 0.7388	avg =		395.9
overall = 0.0388	max =		447
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	Wald chi2(8)	=	239.41
	Prob > chi2	=	0.0000

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
majon						
dagreement	-3.985276	2.443132	-1.63	0.103	-8.773727	.803176
dcontrol#dvote#dstock						
0 0 1	-15.53852	6.875316	-2.26	0.024	-29.0139	-2.063152
0 1 0	-21.49335	5.836475	-3.68	0.000	-32.93263	-10.05407
0 1 1	-8.222581	3.543893	-2.32	0.020	-15.16848	-1.276679
1 0 0	-8.663019	4.058755	-2.13	0.033	-16.61803	-.708044
1 0 1	-5.678271	2.644861	-2.15	0.032	-10.8621	-.494392
1 1 0	-17.52689	4.684748	-3.74	0.000	-26.70883	-8.344954
1 1 1	-9.947347	2.781939	-3.58	0.000	-15.39985	-4.494846
_cons	60.38262	.391673	154.17	0.000	59.61496	61.15029
sigma_u	0					
sigma_e	26.458464					
rho	0				(fraction of variance due to u_i)	

Figura 8: Regressão Linear Múltipla com Dados em Painel 2.

Os coeficientes mostraram-se significativos para todas as interações propostas. Tal evidência sugere que quanto mais completo é o acordo de acionistas, acumulando diferentes classificações, menor deve ser a concentração de propriedade do sócio majoritário (verificar a interação “1 x 1 x 1”, com coeficientes negativo e significativo para um *p-value* menor que 1%). Dessa maneira, pode-se dar mais robustez as hipóteses de pesquisa, pois segundo a literatura explorada o bloco de controle formado por meio desses pactos atuaria de modo a alinhar o interesse dos acionistas, o que por sua vez, provocaria, inclusive, um efeito-incentivo no valor de mercado da firma (Volpin, 2002; Roosenboom & Schramade, 2006; Belot, 2008). Portanto, entende-se que firmas cuja estrutura de propriedade é mais diluída entre diferentes sócios tendem a adotar acordos compostos por cláusulas que tratam do poder de voto, controle, bem como que regulam a transferência de ações entre eles, pois nessa conjuntura há a necessidade de obtenção do controle que está diluído entre os diversos acionistas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esse estudo visou analisar a relação existente entre o nível de concentração da estrutura de propriedade e a presença de acordo de acionistas nas empresas brasileiras listadas. Dessa maneira, inicialmente, buscou-se investigar o grau de concentração das empresas pertencentes à amostra. Os resultados obtidos demonstram que existem diferenças de concentração, de modo que evidenciam poucas empresas que podem ser classificadas como dispersas, bem como, por outro lado, a maior parte delas tem grau de concentração elevado, corroborando com outros trabalhos (Leal, 2004; Leal & Silva, 2008; Okimura, 2003; Silveira, Barros, & Silveira, 2004; Valadares & Leal, 2000).

Além disso, com o intuito de analisar o nível de concentração de propriedade com a presença de acordos de acionistas, observou-se que em empresas com acordo, o grau de controle do majoritário é menor em relação às empresas sem acordos de acionistas, ou seja, as empresas mais concentradas tendem a não ter acordos de acionistas, isso pode ser explicado pelo fato delas já apresentarem poder de voto suficiente para garantir seus interesses. Esses resultados vão de encontro com aqueles obtidos por Carvalhal (2012), porém estão em consonâncias com Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014).

Por outro lado, observou-se que a concentração de propriedade entre os três maiores sócios influencia de forma positiva a probabilidade da presença deles, sobretudo, aqueles detentores da segunda e terceira maior parcela do capital. Dessa vez, corroborando-se com Carvalhal (2012) e Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014). Logo, entende-se que esses acionistas utilizam os acordos com o objetivo de garantir seus interesses, tendo em vista que tais companhias não possuem um acionista controlador (com mais de 51% do capital). Seja por meio de cláusulas nos acordos ou pela garantia da elegibilidade de membros no conselho de administração. Esse resultado evidencia que as empresas podem utilizar esses contratos com o objetivo de aumentar sua participação acionária por meio de blocos de controle, conforme é apontado pela doutrina jurídica (Carvalhosa, 2003).

Além disso, destaca-se que esses achados empíricos estão em harmonia com o argumento de outros trabalhos, cujas investigações destacam para a capacidade dos acordos de alinhar o interesse dos acionistas que compõem o acordo (Volpin, 2002; Roosenboom & Schramade, 2006; Belot, 2008; Villalonga & Amit, 2008). Ou seja, quando o poder está diluído entre vários sócios, faz-se necessário a obtenção do controle, ou pelo menos, o

equilíbrio do poder de controle entre eles, isso explicaria, em parte, porque nesse caso as empresas tendem a adotar com mais frequência esse mecanismo.

Destaca-se, também, por meio da interação entre os tipos de acordos que quanto mais completo é o acordo de acionistas, acumulando diferentes classificações (controle, voto e bloqueio), menor deve ser a concentração de propriedade do sócio majoritário. Essa afirmação aponta como sugestão para pesquisas futuras a necessidade de analisar quais são os mecanismos que podem levar à significativa interação entre os tipos de acordo.

Como limitações do estudo e sugestões para pesquisas futuras, sugere-se analisar a estrutura de propriedade formada por meio das ações vinculadas aos acordos, bem como, analisar os conteúdos abordados nesses pactos entre os acionistas, dessa maneira identificando o efeito de cada mecanismo (cláusula), especificamente, no desempenho organizacional. Além disso, atenta-se para o uso de bases distintas quanto à coleta de dados da estrutura de propriedade (DIVEX e Economática), sugere-se, portanto, para pesquisas futuras a utilização de apenas uma opção, de modo a confrontar os resultados obtidos.

REFERÊNCIAS

- Andrade, L. P.; Bressan, A. A.; Iquiapaza, R. A. (2014). Mecanismos de Alavancagem do Poder de Voto, Efetividade do Conselho de Administração e o Desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras. Prêmio Academia e Imprensa IBGC. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/vencedor_Academia_1o_Lugar_2014.pdf>. Acesso em: ago. 02, 2014.
- Arrow, K. J. (1985). *The Economics of Agency*. In: Principals and Agents: The Structure of American Business. Boston: Harvard Business School Press.
- Barney, J. B.; Hesterly, W. (2004). Economia das organizações: entendendo a relação entre as organizações e a análise econômica. In: CLEGG, S.; HARDY, C.; NORD, D. (Org.) *Handbook de Estudos Organizacionais* (Vol. 3131-179), São Paulo: Atlas.
- Baron, J. N.; Kreps, D. M. (1999). *Strategic human resource*. Frameworks for general managers. New York: John Wiley and Sons,
- Belot, F. (2008). Shareholder agreements and firm value: Evidence from French listed firms. *Université de Cergy-Pontoise Working Paper*, n. 1282144.
- Berle, A; Means, G. (1932). *The modern Corporation and private property*. New York: Macmillan.
- Carvalho, A. (2012). Do shareholder agreements affect market valuation? Evidence from Brazilian listed firms. *Journal of Corporate Finance*, 18, 919–933.
- Carvalho, M.(2003). *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Vol. 2. 3ª Ed. Revisada e Atualizada. São Paulo: Ed. Saraiva.
- Cho, M. (1998). Ownership structure, investment, and the corporate value an Empirical Analyses. *Journal of Financial Economics*, 47, 103-121.

- Claessens, S; Djankov, S; Joseph, P. H.; Fan, L. H. P.; Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Claessens, S; Djankov, S; Lang; L. H.P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Demsetz, H.; Lehn, K. (1985). The Sctructure Of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, Chicago, 93(6), 1155-1177.
- Denis, D. K.; Mcconnel, J. J. (2003). International corporate governance. *Contemporary Corporate Governance*, 5, 5-56.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: an assessment and review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Fama, E. F.; Jensen; M. C. (1983). Separation Of Ownership And Control. *Journal Of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Filatotchev, I.; Jackson, G.; Nakajima, C. (2013). Corporate governance and national institutions: A review and emerging research agenda. *Asia Pac J Manag*, 30, 965–986.
- Fraga, J.B.; Silva, V.A.B. (2012). Diversidade no conselho de administração e desempenho da empresa: uma investigação empírica. *BBR Brazilian Business Review*, Vitória, Edição Especial BBR Conference, 58– 80.
- Gianfrate, G. (2007). What Do Shareholders’ Coalitions Really Want? Evidence From Italian voting trusts. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 122–132.
- Grinblatt, M; Titman, S. (2005). *Mercados financeiros e estratégia corporativa*. Porto Alegre: Bookman.
- Heracleous, L.; Lan, L. L. (2012). ‘Agency theory, institutional sensitivity, and inductive reasoning: towards a legal perspective’. *Journal of Management Studies*, 49, 223–39.
- Himmelberg, C. P. R.; Hubbard, G; Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53, 355-384.
- Jensen, M. C.; Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Boston, 3(4), 305-306.
- Kamerschen, D. R. (1968). The influence of ownership and control on profit rates. *The American Economic Review*, 58(3), 432-447.
- Kitagawa, C. H.; Ribeiro, M. S. (2012). *Governança Corporativa na America Latina*. In: Governança Corporativa: Discussões sobre os conselhos em empresas no Brasil. Filho, J. R. F.; Leal, R. P. C (Coord.). IBGC. São Paulo: Ed Saint Paul.

La Porta, R.; Lopez-De-Silanes, F; Shleifer, A; Vishny, R. W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*. 58, 3-27.

La Porta, R.; Lopez-De-Silanes, F; Shleifer, A; Vishny, R. W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*. 52(3), 1131-1150.

La Porta, R; Lopez-De-Silanes, F; Shleifer, A. (1999) Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*. 54(2), 471-517.

_____(2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*, 52(3), 1147-1170.

_____(1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*. 106(6), 1113-1155.

Leal, R. P. C. (2004). Governance Practices And Corporate Value: A Recent Literature Survey. *Revista de Administração*, 39(4), 327-337.

Leal, R. P. C.; Silva, A. C. (2008). Controle compartilhado e o valor das empresas brasileiras. *RAC-Eletrônica*, 2(2), 296-310.

Leal, R. P. C.; Carvalhal Da Silva, A. L.; Valadares, S. M. (2002). Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea - RAC*, 5(1), 07-18.

Monsen, J.R; Chiu, J. S.; Cooley, D. (1968). E. The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm. *The Quarterly Journal of Economics*. 82(3), 435-451.

Okimura, R. T. (2003). *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil*. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - Universidade de São Paulo, São Paulo.

Okimura, R. T.; Silveira, A. D. M; Rocha, K. C. (2004). Efeitos da concentração de propriedade e controle no desempenho das empresas no mercado de capitais brasileiro. In: IV Encontro Brasileiro de Finanças, 4, 2004, Rio de Janeiro. *Anais IV Encontro Brasileiro de Finanças*. São Paulo: SEMEAD.

Radice, H. K. (1971). Control Type, Profitability and Growth in Large Firms: An Empirical Study. *The Economic Journal*, 81(323), 547-562.

Ribeiro, M. C. P. (2001). Acordo de Acionistas: um Breve Estudo acerca das Modalidades. *Revista Faculdade de Direito*. UFPR. 36. 61-72.

Roberts, J. (2005). *Teoria das organizações: redesenho organizacional para o crescimento e desempenho máximos*. Rio de Janeiro: Elsevier.

Roosenboom, P.; Schramade, W. (2006). The price of power: Valuing the controlling position of owner-managers in French IPO firms. *Journal of Corporate Finance*, 12, 270-295.

Shleifer, A; Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.

_____(1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 2(2), 737-83.

Silva, A. L. C. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração - RAUSP*, 39(4), 348-361.

Silveira, A. D. M.; Lanzana, A. P.; Barros, L. A. B. C.; Famá, R. (2004). Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração - RAUSP*, 39(4), 362-372.

Steer, P; Cable, J. (1978). Internal Organization and Profit: An Empirical Analysis of Large U.K. Companies. *The Journal of Industrial Economics*, 27(1), 13-30.

Thomsen, S; Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European Companies. *Strategic Management Journal*, 21, 689-70.

Valadares, S. M.; Leal, R. P. C. (2000). Ownership and control structure of Brazilian companies. *Abante, Santiago*, 3(1), 25-54.

Villalonga, B.; Amit, R. H. (2009). How are U.S. family firms controlled? *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3047-3091.

Volpin, P. F. (2002). Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy. *CEPR Discussion Paper*, n. 3229.

Wiseman, R. M., Cuevas-Rodríguez, G.; Gomez-Mejia, L. R. (2012). Towards a social theory of agency. *Journal of Management Studies*, 49, 202-222.

Young, M. N.; Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-220.