

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS  
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
NÍVEL DOUTORADO**

**TADEU GRANDO**

***BLOCKHOLDERS E A CRIAÇÃO DE VALOR DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE  
CAPITAL ABERTO***

**São Leopoldo (RS)  
2018**

TADEU GRANDO

***BLOCKHOLDERS E A CRIAÇÃO DE VALOR DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE  
CAPITAL ABERTO***

Tese apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

**Orientador: Prof. Dr. Francisco A. M. Zanini**

**São Leopoldo  
2018**

G754b

Grando, Tadeu.

Blockholders e a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto / Tadeu Grando. – 2018.

138 f. : il. ; 30 cm.

Tese (doutorado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2018.

“Orientador: Prof. Dr. Francisco A. M. Zanini.”

1. Blockholders. 2. Mecanismos de voz e exit. 3. Criação de valor. 4. Estrutura de propriedade. 5. Governança corporativa. I. Título.

CDU 657

*Dedico este trabalho e todo meu esforço  
empregado, a toda minha família, amigos,  
professores e minha namorada Suelen.*

## **Agradecimentos**

Agradeço a DEUS, por ser minha fonte de inspiração, pelo dom da vida, pelas bênçãos concedidas e pelo conforto e certeza de jamais estar só.

Aos meus familiares em especial meu pai Irani, minha mãe Teresinha, minha irmã Taiane e meus sobrinhos pelo incentivo e compreensão pelos momentos de ausência em detrimento do tempo dedicado ao Doutorado.

À minha namorada Suelen Corrêa, pelo aconchego, motivação, ajuda e carinho.

Ao Professor e Dr. Francisco Zanini, pelo apoio imprescindível recebido nesta tese e no decorrer do curso. Professor, você sempre será um exemplo a ser seguido.

Aos Professores Dr. Marcio Portal e João Zani pelo incentivo, motivação e exemplo acadêmico, sem os quais talvez não estivesse finalizando essa etapa.

A todos os Professores do PPG de Ciências Contábeis da Unisinos, em especial aos, Tiago Wickstrom Alves, Roberto Decourt, Jairo Laser Procianoy, Clea Beatriz Macganan, Adolfo Vanti, Ernani Ott, Cristiano Costa e Clovis Kronbauer que passaram seus conhecimentos não só para o exercício acadêmico e profissional, mas também ensinamentos para a vida.

A todos os colegas de Doutorado, em especial ao Brad, Fabiano, Cescon, Antonio, Jeferson, Vanessa, Davi, Laercio e Leticia pelo coleguismo, e pela amizade recebida durante esta jornada.

Às empresas Somave e Cooperamauc por terem cedido parte do tempo da minha jornada de trabalho para que me dedicasse ao Doutorado.

À Universidade de Passo Fundo, pelo apoio e pela oportunidade de ministrar aulas durante o período do Doutorado.

À secretaria do Programa de Pós – Graduação do PPG em Ciências Contábeis, a quem sou grato pela dedicação recebida.

Aos meus amigos em especial Rosangela, Neimar, Aline, João Carlos, Raquel, Francis, Geovana, Ricardo e Adriana, que sempre me incentivaram e ajudaram quando preciso.

À CAPES (Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior) pelo apoio financeiro.

Aos amigos, colegas e demais familiares e a todos que, direta ou indiretamente, contribuíram para a realização deste trabalho.

## Um Cara de Sorte

*Hoje eu acordei com uma vontade enorme  
de sair e andar sem direção  
Sem destino e sem medo da morte  
Simplesmente andar e ouvir o que dirá meu coração  
Eu sempre fui um cara de sorte*

*E tudo que eu conquistei  
Foi com o suor do meu trabalho  
Eu nunca desisti, não me curvei  
Não me entreguei, não me deixei levar  
E essa corrente que prende pelos pés  
Eu arrebentei com os dentes*

*Não me entreguei  
Eu vim lutar  
Não vou deixar que alguém  
Conquiste o impossível por mim  
Ahhh eu não vou deixar que alguém  
Conquiste o impossível por mim  
Eu não vou deixar*

*Hoje eu acordei com uma vontade enorme  
de olhar no fundo dos seus olhos  
E te pedir perdão  
Por tudo que eu falei sobre o amor  
Sobre nós dois ou sobre o mundo  
Às vezes eu perco a razão*

*É que eu não reparei quando você  
Me protegia em silêncio  
E eu não soube expressar o meu carinho  
o meu amor em palavras de novela  
Mas quando a gente cresce  
a gente aprende a dar valor a quem tá perto*

*Eu vim dizer  
Que eu voltei  
Pro meu lugar  
Não vou deixar que alguém  
Conquiste o impossível por mim  
Eu não vou deixar que alguém  
Conquiste o impossível por mim  
Ah eu não vou deixar que alguém  
Conquiste o impossível por mim  
Ah eu não vou deixar que alguém...*

*Tico Santa Cruz*

## RESUMO

### *Blockholders* e a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto

Estudos teóricos e empíricos recentes sugerem que os *blockholders*, acionistas com participação maior ou igual a 5%, exercem poder como mecanismo de governança corporativa nas empresas. O poder de governança dos *blockholders* pode ser exercido através de dois mecanismos: intervenção (“voz”), que se refere à disposição dos acionistas de incorrer em atividades dispendiosas para aumentar o valor da empresa; e pela ameaça da saída (“exit”), que se refere à ameaça da venda de ações da empresa no mercado. Pesquisas acadêmicas recentes tem sido realizadas nesta área, relacionando a presença de *blockholders* com a eficiência gerencial, sobretudo no contexto americano. Estes estudos fornecem evidências consistentes que a ação dos *blockholders* nas empresas pode afetar o comportamento gerencial. Entretanto, poucos estudos abordam diretamente a relação dos *blockholders* com o valor das empresas. Ademais, estudos que avaliam se a presença de *blockholders* realmente disciplina a gestão são escassos nos países emergentes. De um modo geral, os *blockholders* são acionistas com participação relevante no quadro acionário e, em decorrência deste fato, em tese, possuem fortes incentivos para monitorar, coletar informações privadas e intervir junto aos controladores e à gestão, reduzindo custos de agência, e consequentemente, aumentando o valor das empresas. Neste sentido, a fundamentação das hipóteses desta tese defende que a presença de *blockholders* na estrutura de propriedade das empresas brasileiras relaciona-se positivamente com a criação de valor, e que a força desta relação depende das variáveis participação acionária, número de *blockholders*, sensibilidade dos gestores ao preço das ações, liquidez das ações da empresa, dos tipos de *blockholders*, da diversidade dos tipos de *blockholders*, do nível de ativismo e das inter-relações entre os *blockholders* nas empresas. Para resolução das hipóteses desta tese, a amostra foi constituída por empresas brasileiras abertas, não financeiras, cujos dados estão disponíveis na Economática®, totalizando 334 empresas, com 1.899 observações. Os dados se referem ao período de 2010 a 2016. Metodologicamente, para atendimento dos propósitos desta tese, formularam-se seis hipóteses, sendo que para cada hipótese configuraram-se duas regressões por mínimos quadrados ordinários, com dados em painel, conforme as métricas de criação de valor consideradas nesta pesquisa, Q de Tobin (Q) e retorno (R). Salienta-se que, para os modelos onde utilizou-se o Q aplicou-se dados em painel com efeitos fixos, e nos modelos onde utilizou-se o R aplicou-se dados em painel com *pooled*, conforme orientação dos testes econométricos preliminares. Os resultados gerais desta pesquisa indicam que a simples presença de *blockholders*, nas companhias brasileiras, não produz os resultados encontrados na literatura teórica e empírica, que fundamentaram a base desta tese. Pelo contrário, os resultados indicam uma relação negativa entre a presença dos *blockholders* e o valor das empresas brasileiras para ambas as métricas de valor utilizadas. Os diferentes resultados em relação aos apresentados pelos modelos teóricos e empíricos encontrados nos EUA são explicados pelas características peculiares do mercado brasileiro, especialmente no que tange às diferenças em relação à estrutura de propriedade. Num mercado como o dos EUA, um *blockholder* com 5% de participação na empresa é um grande acionista, é uma ameaça aos controladores e à gestão, já que lá o controle é exercido, na maioria das vezes, com menos do que 50% do capital total. No Brasil, na maioria das vezes, as empresas possuem controle acionário definido, com isso o *blockholder* não tem a mesma força. Desta forma, como observado nesta pesquisa, os *blockholders* brasileiros, em maioria, são passivos. Essa passividade faz com que os controladores e ou gestores da empresa utilizem os *blockholders* para diluição do capital acionário e dos direitos sobre o fluxo de caixa da empresa, o que aumenta os incentivos de expropriação por parte dos controladores e gestores, elevando os custos de agência e reduzindo o valor das empresas. No mesmo sentido, percebe-se que as métricas relacionadas com a força

dos *blockholders* como mecanismo de governança não possuem efeito positivo na relação dos *blockholders* com a criação de valor das empresas. Pelo contrário, as métricas vinculadas à participação acionária e ao número de *blockholders* relacionam-se negativamente com a criação de valor nas empresas, reforçando o argumento teórico de que a diluição do capital acionário e do fluxo de caixa do controlador aumenta os incentivos deste em expropriar. Os diferentes tipos de *blockholders* ou a heterogeneidade destes, na maioria dos casos, não apresentou relação com a criação de valor nas empresas. Em relação à diversidade dos *blockholders* presentes na estrutura de propriedade das empresas, conclui-se que esta afeta negativamente o valor das empresas, ou seja, quanto mais tipos diferentes de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade das empresas, pior são os resultados em relação às métricas de criação de valor. Entretanto, quando se identifica a presença nas empresas brasileiras de *blockholders* ativos e suas inter-relações, percebe-se que, nesta situação, os *blockholders* potencializam o efeito de criação e o valor na empresa, convergindo com as premissas teóricas apresentadas por estudos americanos que fundamentaram esta tese. Essa aproximação dos resultados pode ser atribuída ao perfil dos investidores ativos brasileiros que realmente agem como mecanismo de governança, o que acontece na maioria dos casos com os *blockholders* no mercado americano. Os resultados desta tese permitem o avanço da literatura nacional e internacional sobre o tema, demonstrando que, sob uma estrutura de propriedade concentrada, sobretudo com a presença da figura de um “dono” e/ou acionista majoritário nas empresas, como é o caso brasileiro, a interferência dos *blockholders*, de forma geral, no monitoramento da gestão, se torna mais difícil. No ambiente brasileiro a maioria dos *blockholders* não consegue utilizar o seu poder de voz, em decorrência da alta concentração de propriedade e das dificuldades de exercer influência efetiva junto ao controlador ou à gestão. No mesmo sentido, também se observa uma dificuldade em relação ao mecanismo de *exit*, pois a maioria das empresas listadas não fornece liquidez suficiente nos papéis para que o poder de ameaça de saída faça sentido.

Palavras Chave: *Blockholders*; Mecanismos de Voz e Exit; Criação de Valor; Estrutura de Propriedade; Governança Corporativa.

## ABSTRACT

### *Blockholders* and the creation of value of Brazilian publicly traded companies

Recent theoretical and empirical studies have suggested that *blockholders*, who hold the shares of 5% or more in companies, exercise their power as a mechanism of corporate governance. The governance power of *blockholders* can be exercised through two intervention mechanisms, one is "voice", which refers to the willingness of shareholders to incur costly activities to increase the value of the company, and another is the threat of exit, which refers to the threat of the sale of company shares in the market. Newly academic research have been carried out in this area, relating the presence of *blockholders* with managerial efficiency, especially in the American context. These studies provide consistent evidences that the action of *blockholders* in companies can affect managerial behavior. However, few studies directly approach the relationship between *blockholders* and companies' value. In addition, studies that assess whether the presence of *blockholders* actually discipline management are scarce in emerging countries. In general, the *blockholders* are shareholders with relevant participation in the ownership structure, as a result of this fact, in thesis, they have strong incentives to monitor, to collect private information and to intervene together with controllers or management, reducing agency costs and, consequently, increasing the companies value. In this sense, the hypotheses of this thesis argue that the presences of *blockholders* in the ownership structure of Brazilian companies are positively related to the creation of value, and that the strength of these relationship depends on the variables equity interest of *blockholder*, the number of *blockholders*, the managers' sensitivity to share price, liquidity of company shares, the types of *blockholders*, the diversity of the types of *blockholders*, the level of activism, and the interrelations among the *blockholders* in the companies. To resolve the hypotheses of this thesis, the sample was made up of Brazilian non-financial companies, whose data are available in Economática®, totaling 334 companies, with 1,899 observations. The data refer to the period from 2010 to 2016. Methodologically, to answer the purposes of this thesis, six hypotheses were formulated, and for each hypothesis, two ordinary least squares regressions were configured, with panel data, according to the metrics of value creation considered in this research, Q of Tobin (Q) and return (R). For the models where the Q was used, panel data with fixed effects were applied, and in the models where the R was used, panel data with *pooled* were applied, according to the orientation of the preliminary econometric tests. The general results of this thesis indicate that the mere presence of *blockholders* in Brazilian companies does not produce the kind of results which were found in the theoretical and empirical literature, which provided the basis for this thesis. On the contrary, the results indicate a negative relation between the presence of *blockholders* and the value of Brazilian companies for both metrics of value of this research. The different results in relation to those presented by the theoretical and empirical models found in USA are explained by the peculiar characteristics of the Brazilian market, especially with respect to the differences in ownership structure. In a market like the US, a blockholder with a 5% stake in the company is a large shareholder, is a threat to controllers and managements, since control there is exercised, for the most part, with less then 50% of the total capital. In Brazil most of the time companies have a defined shareholder control, so the *blockholders* does not have the same strength. Thus, as seen in this research, Brazilian *blockholders*, in the majority, are passive. This passivity causes company controllers and managers to use *blockholders* to dilute equity capital and cash flow rights of the company, which increases expropriation incentives by controllers and managers, raising agency costs and reducing the value of companies. In the same way, it can be observed that the metrics related to the strength of the *blockholders* as mechanisms of governance do not have a positive effect on the relationship of the *blockholders* with the creation of value of the companies. On the contrary, the metrics related to the shareholding and the number of *blockholders* are related

negatively to the creation of value in the companies, reinforcing the theoretical argument that the dilution of stock capital and the cash flow of the controller increases the incentives of controller's expropriation. The different types of *blockholders* or the heterogeneity of these, in most cases, were not related to the creation of value in companies. In relation to the diversity of the *blockholders* present in the corporate ownership structure, it is concluded that this affects negatively the value of the companies, that means, the more types of different *blockholders* present in the ownership structure of the companies, the worse the results in relation to the metrics for creating value. However, when the presence of active *blockholders* and their interrelationships is identified in Brazilian companies, it can be seen that, in this situation, *blockholders* potentiate the creation effect and value in the company, converging with the theoretical premises presented by American studies that supported this thesis. This approximation of the results can be attributed to the profile of the Brazilian active investors that really act as mechanisms of governance, which happens in most cases with the *blockholders* in the American market. The results of this thesis allow the advancement of the national and international literature about the theme, demonstrating that under a concentrated property structure, especially with the presence of the figure of a "owner" and / or majority shareholder in companies, as in the case of Brazil, in general, the monitoring of management becomes more difficult. In the Brazilian environment, the majority of *blockholders* cannot use their voice power, due to the high concentration of ownership and the difficulties of exercising effective influence with the controller or the management. In the same way, there is also a difficulty with the exit mechanism, since most listed companies do not provide sufficient liquidity in the roles for the threat of exit power to make sense.

Keywords: *Blockholders*; Mechanisms of Voice and Exit; Value creation; Ownership structure; Corporate governance.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1– Desenho da Tese .....	23
Figura 2 - Fluxograma de Coleta e Separação de Dados.....	59

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Definição das Variáveis.....	62
Quadro 2: Interpretação Matriz de Correlação .....	65
Quadro 3: Modelo Aplicado para Teste das Hipóteses da Pesquisa.....	70
Quadro 4: Sinais Esperados para as Variáveis Independentes .....	72
Quadro 5: Resultados da Variável Q para H1a.....	83
Quadro 6: Resultados da Variável R para H1a.....	84
Quadro 7: Resultados da Variável Q para H1b .....	88
Quadro 8: Resultados da Variável R para H1b.....	89
Quadro 9: Resultados da Variável Q para H1c.....	91
Quadro 10: Resultados da Variável R para H1c.....	92
Quadro 11: Resultados da Variável Q para H1d .....	94
Quadro 12: Resultados da Variável R para H1d .....	95
Quadro 13: Resultados da Variável Q para H1e .....	97
Quadro 14: Resultados da Variável R para H1e.....	98
Quadro 15: Resultados da Variável Q para H1e .....	100
Quadro 16: Resultados da Variável R para H1e.....	101
Quadro 17: Resultados Teste de Robustez Q .....	102
Quadro 18: Resultados Teste de Robustez R .....	103

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Capital Social para Instalação do Conselho Fiscal.....	31
Tabela 2: Intervalo do Capital social para o Voto Múltiplo.....	33
Tabela 3: Dados da Amostra .....	57
Tabela 4: Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes H1a .....	73
Tabela 5: Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes H1b .....	74
Tabela 6: Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes H1c .....	76
Tabela 7: Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes H1d .....	78
Tabela 8: Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes H1e .....	79
Tabela 9: Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes H1f.....	80
Tabela 10: Estatística Descritiva das Variáveis de Controle.....	81

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AGE	Atas Gerais Extraordinárias
AGO	Atas Gerais Ordinárias
ADF	Teste de Dickey-Fuller aumentado
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo, de Mercadorias e Futuros
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EA	Efeitos Aleatórios
EF	Efeito Fixo
EUA	Estados Unidos da América
FMI	Fundo Monetário Internacional
FRs	Formulários de Referência
GC	Governança Corporativa
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
LM	Breusch-Pagan Lagrange Multiplier
N°	Número
ON	Ações Ordinárias
OLS	Ordinary least squares
PN	Ações Preferenciais
Q	Q de Tobin
R	Retorno das Ações
VIF	Variance Inflation Factor

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	16
<b>1.1 Contexto e Problemática do Estudo</b> .....	16
1.1.1 Objetivo Geral .....	19
1.1.2 Objetivos Específicos .....	20
<b>1.2. A Tese</b> .....	20
<b>1.3 Justificativas e Contribuições</b> .....	23
<b>2 REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES</b> .....	26
<b>2.1 Teoria de Agência</b> .....	26
2.1.1 Teoria de Agência e a Governança Corporativa.....	27
2.1.2 A Teoria de Agência e a Governança Corporativa no Brasil .....	29
<b>2.2 Garantias Legais dos Acionistas Minoritários no Brasil</b> .....	30
<b>2.3 Definição e Tipos de <i>Blockholders</i></b> .....	33
<b>2.4 <i>Blockholders</i> como Mecanismo de Governança</b> .....	36
2.4.1 Mecanismo de intervenção “voz”.....	37
2.4.2 Mecanismo de ameaça de saída “exit” .....	40
<b>2.5 Aspectos da relação dos <i>Blockholders</i> com a redução do valor nas empresas</b> .....	42
<b>2.6 Definição e Mensuração de Criação de Valor nas Empresas</b> .....	45
<b>2.7 Desenvolvimento das Hipóteses da Tese</b> .....	49
<b>3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b> .....	57
<b>3.1 Definição e Delineamento da Amostra</b> .....	57
<b>3.2 Plano de Coleta e Tratamento dos Dados</b> .....	58
<b>3.3 Definições e Mensuração das Variáveis Operacionais da Tese</b> .....	60
<b>3.4 Procedimentos Econométricos e Definição dos Modelos e das Variáveis de Análise</b> .....	64
<b>4 RESULTADOS</b> .....	73
<b>4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DEPENDENTES EM RELAÇÃO ÀS INDEPENDENTES</b> .....	73
4.1.1 Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes em Relação às Independentes $H_{1a}$ .....	73
4.1.2 Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes em Relação às Independentes $H_{1b}$ .....	74
4.1.3 Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes em Relação às Independentes $H_{1c}$ .....	76
4.1.4 Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes em Relação às Independentes $H_{1d}$ .....	77
4.1.5 Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes em Relação às Independentes $H_{1e}$ .....	78
4.1.6 Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes em Relação às Independentes $H_{1f}$ .....	80
4.1.7 Estatística Descritiva das Variáveis de Controle em Relação às Independentes.....	81
<b>4.2 ANÁLISE DOS MODELOS ECONÔMICOS DA PESQUISA PARA A VARIÁVEL Q E R</b> .....	82
4.2.1 Análise do Modelo Econômicico $H_{1a}$ .....	82
4.2.2 Análise do Modelo Econômicico $H_{1b}$ .....	88
4.2.3 Análise do Modelo Econômicico $H_{1c}$ .....	91
4.2.4 Análise do Modelo Econômicico $H_{1d}$ .....	94
4.2.5 Análise do Modelo Econômicico $H_{1e}$ .....	97
4.2.6 Análise do Modelo Econômicico $H_{1f}$ .....	100
<b>4.3 ANÁLISE DE ROBUSTEZ PARA O N° DE BLOCKHOLDERS</b> .....	102

<b>4.4 DISCUSSÃO DOS PRINCIPAIS RESULTADOS.....</b>	<b>105</b>
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>110</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>116</b>
<b>APÊNDICES.....</b>	<b>125</b>
<b>APÊNDICE A – Correlação das Variáveis Dependentes .....</b>	<b>125</b>
<b>APÊNDICE B – Teste de Normalidade das Variáveis desta Pesquisa .....</b>	<b>125</b>
<b>APÊNDICE C – Correlação de Spearman.....</b>	<b>126</b>
<b>APÊNDICE D – VIF.....</b>	<b>129</b>
<b>APÊNDICE E – Teste de Raiz Unitária.....</b>	<b>131</b>
<b>APÊNDICE F – Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM).....</b>	<b>131</b>
<b>APÊNDICE G –Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM) .....</b>	<b>132</b>
<b>APÊNDICE H – Redundância de efeitos fixos .....</b>	<b>132</b>
<b>APÊNDICE I – Teste de Hausman.....</b>	<b>133</b>
<b>APÊNDICE J – Teste de WALD.....</b>	<b>134</b>
<b>APÊNDICE L – Teste de Endogenidade.....</b>	<b>136</b>
<b>APÊNDICE M – Teste de Normalidade dos Resíduos.....</b>	<b>137</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Este capítulo apresenta o contexto e a problematização do estudo, discutindo a importância e a influência dos *blockholders* como mecanismo de governança corporativa, e a relação destes com a criação de valor nas empresas. Na sequência, são apresentados o Objetivo Geral e os Específicos; A Tese; e, por fim, a Justificativa e as Contribuições.

### 1.1 Contexto e Problematização do Estudo

Qual é o papel das participações acionárias minoritárias na governança corporativa e, conseqüentemente, na eficiência gerencial? É comum assumir que a participação dos acionistas nos assuntos de governança depende do tamanho da participação destes na estrutura de propriedade das empresas, uma vez que derivam deste tamanho os benefícios das ações de governança que estes acionistas realizam (SCHWARTZ-ZIV; WERMES, 2018).

Estudos teóricos e empíricos recentes sugerem que os *blockholders*, acionistas com participação maior ou igual a 5%, exercem poder como mecanismo de governança corporativa nas empresas (URBAN, 2015; EDMANS; HOLDERNESS, 2016). Os *blockholders* são investidores que compram ações de uma empresa de capital aberto, com o objetivo de conseguir assentos no conselho ou influência sobre a direção executiva, para mudar os rumos da companhia e ganhar dinheiro com as mudanças realizadas.

Inseridos no conceito de governança corporativa do World Bank (2006) e do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2007), os *blockholders*, atuando consciente ou inconscientemente, melhoram as estruturas e incentivos que compõem o sistema de controle de gestão, direcionando o comportamento dos administradores para a maximização do valor da empresa.

De acordo com Dou et al. (2014), os *blockholders* exercem poder de governança através de dois mecanismos, intervenção (“voz”), presentes em Kahan e Winton (1998), Maug (1998) e Norli et al. (2014) e ameaça da saída (“exit”), estes presentes nos trabalhos de Maug (1998), Edmans (2009), Edmans e Manso (2011), Bharath et al. (2013), Edmans et al. (2013) e Edmans (2014).

As ações de intervenção “voz” se referem à disposição dos acionistas de incorrer em atividades dispendiosas para melhorar o valor da empresa, tais como o aconselhamento da gestão, profissionalização da empresa, remoção de membros do conselho e diretores de baixo desempenho e na escolha de projetos de investimento (NORLI et al., 2014).

Conforme Edmans (2014) os *blockholders* estão dispostos a incorrer com os custos de intervenção em nome de todos os demais acionistas, porque ao contrário de pequenos

acionistas, seus ganhos proporcionais aumentam com o valor da empresa, sendo provável que seus ganhos superem os custos de intervenção.

Ao intervir, os *blockholders* limitam os gerentes de realizar atividades oportunistas, alinham os interesses dos acionistas e gestores, reduzem os incentivos dos gerentes de manipular ganhos em benefício próprio, mitigando os conflitos de agência existentes (DOU et al., 2014).

Entretanto, de acordo com Edmans (2014) existem algumas limitações no mecanismo de intervenção “voz”. Conselhos podem ser fixados via estatuto, sendo permitida a remoção de apenas uma pequena parte destes membros em um determinado ano. A intervenção pode também ser limitada pela incapacidade dos *blockholders* de exercer seu poder de voto, especialmente em ambientes onde a estrutura de propriedade é concentrada. Segundo Dou et al., (2014), poucos *blockholders* possuem propriedade superior a 10% em suas empresas; assim, enquanto um *blockholder* representa um acionista com participação relevante, não é garantido que sua "voz" seja sempre ouvida.

Deste modo, além do mecanismo de intervenção “voz”, este estudo considera outro mecanismo alternativo de governança utilizado pelos *blockholders*. Com base na teoria econômica e estudos recentes em finanças corporativas, Admati e Pfleiderer (2009) e Edmans e Manso (2011) encontraram evidências de que os *blockholders* exercem poder de governança também ameaçando vender sua participação, ou seja, poder de “exit”.

No mecanismo da ameaça de saída “exit”, as ações dos *blockholders* representam as de um investidor informado. Sua saída da empresa envia um sinal crível para o mercado, de baixa no valor da empresa e, portanto, perda de confiabilidade (DOU et al., 2014) ), situação que induz os gestores a conduzir a gestão da empresa da melhor forma possível, evitando a saída de investidores importantes.

Para Bharath et al. (2013), a verdadeira força de governança do *blockholder* através do mecanismo “exit” não advém da sua saída real, mas da ameaça de saída. Segundo o autor, a condição da ameaça de saída é suficiente para disciplinar a administração.

Edmans (2009) e Edmans e Manso (2011) indicam que a mera possibilidade de negociação dos *blockholders* pode facilitar o monitoramento e melhorar a governança das empresas. No modelo dos autores, os *blockholders* são investidores informados, e estes podem exercer controle no gerenciamento e nas decisões da empresa através da ameaça de saída “exit” melhorando a governança e, conseqüentemente, a criação de valor das empresas.

Algumas variáveis interferem diretamente na força dos mecanismos de “voz” e de “exit” utilizados pelos *blockholders*. A literatura presente em Edmans e Manso (2011), Edmans

(2014), Dou et al. (2014), Chen et al. (2015) e Edmans e Holderness (2016), atribui ao tamanho da participação acionária, ao número de *blockholders* presentes na empresa, à liquidez das ações da empresa e à sensibilidade da remuneração dos gestores ao preço das ações, fatores importantes que influenciam na força dos *blockholders* em interferir na gestão das empresas.

De um modo geral, conforme a literatura apresentada até o momento, os *blockholders* são acionistas com participação relevante no quadro acionário e, com isso, possuem fortes incentivos para monitorar, coletar informações privadas e intervir junto aos controladores ou junto à gestão da empresa, reduzindo os custos de agência e, conseqüentemente, aumentando o valor das empresas.

Por outro lado, a presença de *blockholders* também pode reduzir o valor das empresas. A literatura abordada em Edmans e Holderness (2016), Urban (2015) e Edmans (2009) atribuem à presença de *blockholders* a redução das ações em *free float* e, conseqüentemente, a redução da liquidez das ações, o que pode prejudicar o valor da empresa, especialmente em choques de liquidez. Para Samor (2018) o ativismo excessivo pode aumentar os conflitos entre os acionistas, e às vezes pode ser até prejudicial, especialmente quando os *blockholders* não são operadores de negócios e, logo, não conhecem o funcionamento da empresa.

Para Dhillon e Rossetto (2015), as grandes participações dos *blockholders* podem levá-los a se preocupar com o risco idiossincrático (diferentemente de outros acionistas menores) e induzir a empresa a não aceitar investimentos arriscados e criadores de valor.

De acordo com Cabral (2018) em ambientes onde a estrutura de propriedade é concentrada, com controlador definido, como é o caso do Brasil, há uma forte limitação para o ativismo dos *blockholders*. Neste ambiente, os investidores que investem em participações relevantes nas empresas (*blockholders*) buscam uma estratégia amigável, colocando-se como parceiros do controlador.

Neste contexto de uma “estratégia amigável”, pode-se presumir que os *blockholders* são passivos à gestão, não agindo como mecanismo de governança. Além disso, neste ambiente, os *blockholders* podem ser utilizados pelos controladores para a diluição do capital acionário, o que aumenta os incentivos que os controladores possuem de expropriar a empresa, já que grande parte da conta da expropriação não será paga pelos controladores, e sim pelos *blockholders* passivos e demais acionistas. Nessa lógica, a presença dos *blockholders* passivos somados à “estratégia amigável” pode ser prejudicial à criação de valor das empresas.

Estudos teóricos e empíricos recentes têm sido realizados nesta área, relacionando a presença de *blockholders* com a eficiência gerencial, sobretudo no contexto americano McCahery et al. (2015), Chen et al. (2015), Dou et al. (2014), Norli et al. (2014), Gerken (2014),

Levit (2013) e Bharath et al. (2013). Estes estudos fornecem evidências consistentes que os *blockholders*, atuando nas empresas, podem afetar o comportamento gerencial. Entretanto, poucos estudos abordam diretamente a relação dos *blockholders* com o valor das empresas.

Com isso, a proeminência de *blockholders* agindo nas empresas, e, portanto, a sua relação com a criação de valor, deve ser de interesse direto para os pesquisadores de contabilidade. A compreensão do papel que os *blockholders* desempenham na governança corporativa e a relação destes com a criação de valor das empresas é uma questão importante (EDMANS, 2014). Ademais, estudos que avaliam se a presença de *blockholders* realmente disciplina a gestão são escassos nos países emergentes (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013; ALVAREZ; JARA; POMBO, 2017).

Deste modo, baseando-se na proposição de que os *blockholders* agindo como mecanismos de governança através de “voz” e “exit” podem influenciar positivamente na criação de valor das empresas, e também pela proposição que os *blockholders* podem influenciar negativamente o valor das empresas, este trabalho visa responder a seguinte questão: Qual é a relação da presença dos *blockholders* com a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto?

A maior parte das pesquisas sobre *blockholders* vem sendo desenvolvida nos EUA, onde o principal conflito de interesses existente é entre gestores e acionistas, devido à estrutura de propriedade pulverizada. Contudo, delimita-se essa problemática ao Brasil, que diferentemente dos EUA, apresenta uma estrutura de propriedade concentrada, onde o principal conflito de interesses ocorre entre acionistas controladores e minoritários (GRANDO, 2014; BORTOLON, 2013; CAIXE; KRAUTER, 2013; BORTOLON; LEAL, 2014).

Essa diferenciação entre os personagens envolvidos nos conflito de interesses, somada a questão de que o Brasil é um mercado emergente sujeito a maiores imperfeições informacionais, com menor liquidez, além de um ambiente onde a governança é incipiente e a proteção dos acionistas minoritários e credores se mostra insuficiente (CUETO, 2008; CRISÓSTOMO; LÓPEZ; VALLELADO, 2014; BORKER, 2012; RODRIGUES; AMBROZINI, 2015) tornam este problema de pesquisa relevante e contributivo para o avanço do mercado de capitais brasileiro, para a literatura sobre governança corporativa e para a teoria de agência.

### 1.1.1 Objetivo Geral

De acordo com a contextualização, o estudo pretende determinar qual é a relação da presença dos *blockholders* com a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.

### 1.1.2 Objetivos Específicos

Especificadamente, o estudo pretende:

- i) Examinar se as variáveis participação acionária, número de *blockholders*, sensibilidade dos gestores ao preço das ações e liquidez, interferem na força de governança dos *blockholders* e, conseqüentemente, na criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.
- ii) Analisar se os diferentes tipos de *blockholders* (*fundos mútuos/hedge, fundos de previdência, corporações, instituições financeiras, investidor institucional, família, fundações e estatal*) afetam diferentemente a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.
- iii) Determinar se a diversidade dos tipos de *blockholders* na estrutura de propriedade da empresa influencia na criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.
- iv) Verificar se a participação de *blockholders* ativos interfere de forma diferenciada na criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.
- v) Identificar se as inter-relações entre os *blockholders* ativos interfere de forma diferenciada na criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.

### 1.2. A Tese

No Brasil, a estrutura de propriedade da maior parte das empresas é concentrada, os conflitos de agência são geralmente determinados pelo conflito de interesses entre os controladores, que muitas vezes também ocupam a gestão das empresas, e os acionistas minoritários ou o chamado conflito principal e principal (LA PORTA et al., 1999; YOUNG et al., 2008).

Contudo, mesmo o conflito de interesses sendo diferentes entre EUA (principal e agente), e o Brasil (principal e principal), e sabendo-se da proposição de que os *blockholders* agindo como mecanismo de governança através de “voz” e “exit” podem influenciar positivamente na criação de valor das empresas, e também da proposição que os *blockholders* podem influenciar negativamente o valor das empresas, pressupõem-se para fins de construção da tese, que o papel de fundo exercido pelos *blockholders* no mercado brasileiro seja o mesmo abordado por grande parte da literatura americana.

Ou seja, para a construção desta tese, sob a ótica da teoria de agência, assume-se que a presença dos *blockholders* na estrutura de propriedade das empresas implica em uma

governança corporativa mais eficiente, especialmente no que tange ao aumento da eficiência gerencial, à redução no grau de expropriação e dos custos de agência.

Tendo em vista a estrutura de propriedade brasileira, o papel dos *blockholders* como mecanismo de governança em ações de “voz” ou “exit” geralmente está na mitigação dos conflitos de interesses, no grau de expropriação e nos custos de agência entre controladores e minoritários. Para Cabral (2018) esses acionistas agem em defesa dos minoritários contra eventuais abusos de poder por parte dos majoritários. Outro ponto positivo é que a ação ativista destes acionistas tira a gestão da empresa da zona de conforto, cria um senso de urgência, fazendo com que decisões que vinham sendo postergadas saiam do papel. As chacoalhadas feitas por estes acionistas podem, sim, gerar uma empresa mais enxuta, com custos mais baixos e um retorno mais elevado.

Assim sendo, para esta pesquisa, o conceito base de *blockholder* é determinado como o acionista que possui mais de 5% do capital votante, conforme delimitado por Dou et al. (2014), Edmans (2014) e Urban (2015).

Adicionalmente, pela condição legal brasileira, também será considerado *blockholder* o acionista que possuir mais de 10% das ações preferenciais em relação ao capital social total, já que nestes casos o acionista tem direito de exigir um assento no conselho de administração. Em ambos os casos, para ser denominado *blockholder* o acionista não pode fazer parte do bloco de controle ou ter acordo com os acionistas controladores, já que a função principal dos *blockholders* no ambiente brasileiro é a redução dos conflitos entre controladores e minoritários.

Em matéria da revista Exame, Ragazzi (2016) salienta que os minoritários são uma “classe espoliada” no Brasil. A reportagem traz ainda a posição de Marcelo Gasparino, que participa do conselho de várias empresas representando os minoritários, e defende que a função principal de conselheiros ou acionistas que representam os minoritários não é a de pensar na empresa, mas defendê-los da sanha dos controladores.

A força dos *blockholders* como mecanismo de governança pode ser influenciada por algumas variáveis, tais como: tamanho da participação acionária, número de *blockholders* presentes na empresa, liquidez das ações da empresa, e a sensibilidade dos gestores ao preço das ações (EDMANS, 2014; DOU et al., 2014; CHEN et al., 2015). Essas variáveis podem interferir no poder dos *blockholders* como mecanismo de governança, seja via “voz” ou “exit”. Com isso, torna-se relevante examinar qual é a interferência dessas variáveis na força dos *blockholders* como mecanismo de governança nas empresas brasileiras de capital aberto.

De acordo com Dou et al. (2014), McCahery et al. (2015) e Edmans (2014), embora os modelos em teoria não distingam entre diferentes tipos de *blockholders*, alguns destes podem ser menos propensos a exercer a intervenção (“voz”) ou opções de ameaça de saída (“exit”). Neste sentido, a diferenciação da estrutura de propriedade dos *blockholders* pode ser útil para entender qual tipo de *blockholder* é mais eficaz na governança corporativa e, conseqüentemente, na maximização de valor da empresa.

Conforme Volkova (2017) a diversidade entre os tipos *blockholders* dentro de uma empresa pode gerar impacto positivo e sinérgico em seu valor, em função das diferentes características e conhecimentos atuando na gestão da empresa. Entretanto, também pode gerar impacto negativo em função dos objetivos e interesses conflitantes, seja por diferenças em suas crenças, horizontes e tolerância ao risco, o que pode criar discrepâncias em seus pontos de vista sobre as políticas desejadas. Neste contexto, a influência da diversidade dos tipos de *blockholders* nas empresas brasileiras torna-se relevante, a fim de identificar se a relação da diversidade de *blockholders* cria ou destrói valor nas companhias brasileiras.

Embora os *blockholders* exerçam papel fundamental na governança corporativa das empresas, nem todos os acionistas participam ativamente, alguns *blockholders* por características ou opção são passivos em relação à gestão (BROWN et.al., 2017). Com isso, buscou-se identificar os *blockholders* ativos, que através de manifestações, protestos e ou declarações participam ativamente da gestão da empresa, evidenciando inclusive *blockholders* com participações acionárias inferiores em relação ao conceito base de *blockholder* delimitado nesta pesquisa.

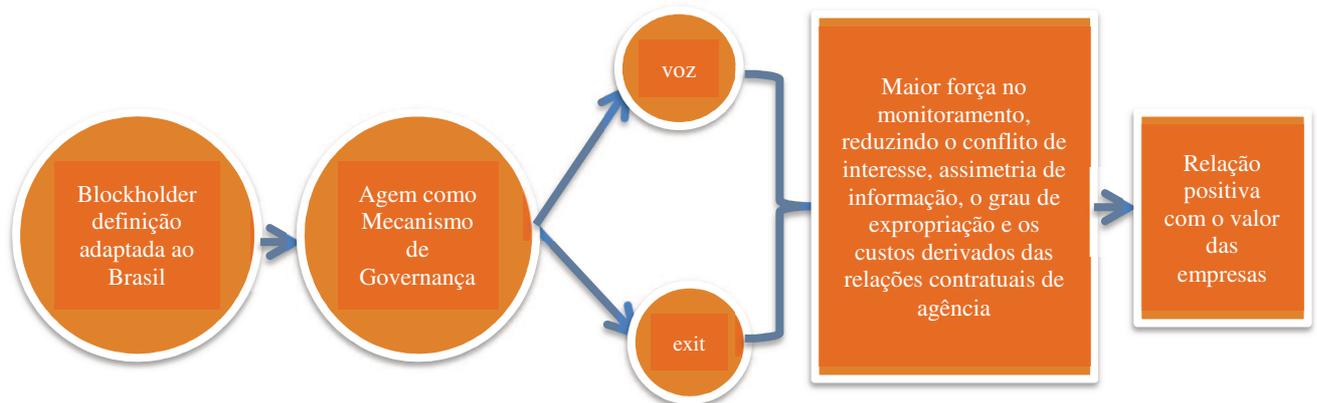
Nesta mesma linha, buscou-se identificar as possíveis inter-relações entre esses *blockholders* ativos. Muitas vezes os *blockholders* podem se unir, a fim de contestar a gestão da empresa. As inter-relações entre os *blockholders* fortalece o poder destes como mecanismo de governança. Ao se unirem, os *blockholders* potencializam seu poder de “voz” e de “exit” na empresa (URBAN, 2015).

Assim, a fundamentação dessa tese sugere que os *blockholders*, atuando como mecanismo de governança, relaciona-se positivamente com a criação de valor das empresas. A força desta relação depende das variáveis participação acionária, número de *blockholders*, sensibilidade dos gestores ao preço das ações e liquidez das ações da empresa, dos tipos de *blockholders*, da diversidade dos tipos de *blockholders* na estrutura de propriedade da empresa, do nível de ativismo e das inter-relações entre os *blockholders* nas empresas.

Posto isto, a tese defendida na pesquisa é a seguinte: os *blockholders*, acionistas com participação relevante, mas que não detem o controle acionário da empresa, consistem em um

importante mecanismo de governança que, em ações de intervenção (“voz”) ou ameaça de saída (“exit”), mitigam o conflito de interesses, o grau de expropriação e os custos derivados das relações contratuais de agência, relacionando-se positivamente à criação de valor das empresas brasileiras. Na Figura 1 apresenta-se o desenho da tese.

Figura 1– Desenho da Tese



Fonte: Adaptado pelo autor segundo dados da pesquisa.

A originalidade da tese está em demonstrar que os *blockholders*, atuando como mecanismo de governança no ambiente brasileiro, seja através de intervenção “voz” ou ameaça de saída “exit”, interferem na gestão das empresas mitigando os problemas de agência e o grau de expropriação entre os acionistas majoritários e minoritários, relacionando-se positivamente com a criação de valor das empresas brasileiras.

### 1.3 Justificativas e Contribuições

Conforme Alvarez, Jara e Pombo (2017) os *blockholders* contribuem para o desenvolvimento do mercado de capitais, estimulando transações eficientes, boa avaliação de risco e um bom sistema de governança corporativa.

De acordo com o Fundo Monetário Internacional - FMI (2005), os investidores institucionais ou *blockholders* gerenciam ativos financeiros que excedem US\$ 45 trilhões no mundo todo. Conforme Holderness (2009), Gerken (2014), Dou et al. (2014) e Edmans e Holderness (2016) a presença de *blockholders* em empresas de capital aberto é comum em todo o mundo. De-la-Hoz e Pombo (2016) afirmam que a presença de grandes investidores ou *blockholders* tornou-se generalizada na América Latina nos últimos anos. Entretanto, a importância dos *blockholders* como mecanismo de governança nas empresas apresenta desenvolvimento recente na literatura contábil.

Esse tema, apesar de ser representativo nos EUA, especialmente nos últimos anos, ainda não foi tratado no Brasil. Em pesquisa realizada no período de 15/02/16 a 05/06/18 em três bases, Portal de Periódicos da Capes, SciELO e SSRN, não se encontrou nenhuma publicação em periódicos sobre a relação dos *blockholders* como mecanismo de governança e o valor das empresas brasileiras.

Este estudo concentra-se no Brasil, que é um mercado emergente, onde não existem evidências sobre o papel estratégico que os *blockholders* desempenham na eficiência gerencial e na criação de valor. Vale também lembrar que a estrutura de propriedade das empresas é bastante distinta entre EUA e Brasil, e que embora a posição desta tese seja na direção da literatura americana, a alta concentração da propriedade no Brasil traz elementos ambientais diferentes e relevantes de serem estudados, uma vez que estas características podem, inclusive, determinar resultados distintos.

Morck et al. (1988), Shleifer e Vishny (1997), La Porta et al. (1998, 2000 e 2002) e Claessens et al. (2000) sugerem que a concentração dos direitos de propriedade nas mãos de acionistas controladores pode ser associada com um maior grau de expropriação dos minoritários (efeito entrenchamento), uma vez que os grandes acionistas preferem auferir benefícios privados do controle para si próprios, expropriando a empresa e os acionistas minoritários, reduzindo o valor da empresa.

Posto isto, denota-se que existem lacunas na literatura nacional a serem preenchidas. A contribuição principal desta tese é investigar a influência dos *blockholders* como mecanismo de governança na criação de valor das empresas brasileiras. Uma segunda lacuna é examinar como as variáveis participação acionária, número de *blockholders*, sensibilidade dos gestores ao preço das ações e a liquidez das ações da empresa interferem no poder de governança dos *blockholders* e, conseqüentemente, na criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.

A terceira lacuna está em identificar se algum tipo de *blockholder* (fundos mútuos/hedge, fundos de previdência, corporações, instituições financeiras, investidor institucional, família, fundações e estatal) é mais eficiente no monitoramento e no auxílio da gestão das empresas, pois conforme Edmans et al. (2013) e McCahery et al. (2015) alguns tipos de *blockholders* são mais propensos a interferir na empresa do que outros.

A quarta lacuna é determinar se a diversidade de tipos de *blockholders* presentes na empresa afeta diferentemente a criação de valor. As premissas teóricas determinam que a diversidade dos tipos de *blockholders* pode associar-se positivamente à criação de valor, em função da sinergia de conhecimentos entre os grupos (HONG; PAGE, 2004), ou negativamente,

em função do aumento dos conflitos de interesses e dificuldade de coordenação entre os grupos (VOLKOVA, 2017).

A quinta lacuna consiste em verificar se a presença de acionistas ativos, que realmente sinalizam seu ativismo através de intervenções nas atas das assembleias e suas inter-relações, interferem de modo diferenciado na geração de valor das empresas.

Em aspectos práticos, a tese contribui para o entendimento do papel dos *blockholders* nas empresas, auxiliando os investidores na escolha de seus investimentos, de modo a mitigar os problemas frequentes de expropriação existentes no mercado financeiro brasileiro. Os resultados desta pesquisa podem fornecer evidências aos investidores para montagem de carteira de ações, na qual pode se observar a variável *blockholder* como determinante de criação de valor.

Contribui-se também com as próprias empresas, em relação à otimização de suas estruturas de propriedade, fornecendo informações de como os *blockholders* podem influenciar na eficiência gerencial e na maximização dos resultados empresariais.

Por fim, pretende-se contribuir com a própria legislação brasileira, em relação aos direitos dos acionistas minoritários nas empresas, considerando os parâmetros atuais de participação mínima para interferência direta no conselho fiscal e administrativo das empresas brasileiras de capital aberto.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

Este capítulo apresenta uma revisão teórica e empírica da temática relacionada ao estudo realizado. São abordados aspectos da teoria da agência, de governança corporativa, garantias legais dos acionistas minoritários no Brasil, da definição e tipos de *blockholder*, dos mecanismos de governança utilizados pelos *blockholders* “voz” e “exit”, dos aspectos da relação dos *blockholders* com a redução do valor nas empresas, da definição e mensuração de criação de valor nas empresas e, por fim, o desenvolvimento das hipóteses da pesquisa.

### 2.1 Teoria de Agência

A origem da teoria da agência, não exatamente com este nome, ocorre na obra de Berle e Means (1932). Os autores trabalham sobre o tema desenvolvimento das empresas sociedades anônimas e a evolução do mercado acionário americano no início do século XX.

Nessa obra, os autores discorrem sobre a evolução das sociedades anônimas e a separação entre a propriedade e o controle nas empresas americanas, questionando a lógica e o sentido tradicional da propriedade e de seus direitos, empregada pela teoria econômica clássica e neoclássica.

A separação da propriedade e do controle foi uma revolução para a época, havendo a “destruição da unidade que costumamos chamar de propriedade, dividindo-a em propriedade nominal e poder” (BERLE, MEANS, 1932, p.36). Esta dissolução do átomo da propriedade destrói a própria base sobre a qual a ordem econômica tem descansado nos últimos três séculos (EDMANS; HOLDERNESS, 2016).

Quando o proprietário detém o controle da sua empresa, são os seus interesses que direcionam suas decisões. Entretanto, quando há a separação da propriedade e do controle, como em uma sociedade por ações, será que os seus administradores também buscam administrá-la visando o interesse dos seus proprietários? (BERLE; MEANS, 1984).

Berle e Means (1932) afirmam que nas corporações modernas em que nenhum acionista possui uma participação suficientemente grande para ter o incentivo de controlar e monitorar a gestão, há uma dissociação entre os direitos de decisão e seus efeitos patrimoniais. Os gestores tomam decisões, mas não suportam as consequências de riqueza das suas decisões, dando origem a custos de agência, que são assumidos/absorvidos coletivamente pelos acionistas.

Os questionamentos de Berle e Means foram fundamentais para o desenvolvimento da teoria da agência, que ocorreu posteriormente, principalmente com Michael C. Jensen e William H. Meckling no artigo clássico “Teoria da Firma: Comportamento dos Administradores, Custos de Agência e Estrutura de Propriedade” de 1976. Boa parte do que é

pesquisado atualmente sobre a teoria da agência deriva deste artigo. Segundo Jensen e Meckling (1976) o objeto de análise da teoria de agência é a relação entre propriedade e controle e os contratos que regem essa relação entre os acionistas (principal), e os administradores da empresa (agentes).

A relação de agência ocorre quando se estabelece um contrato no qual uma ou mais pessoas (principal) engajam outra pessoa (agente) para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente (JENSEN; MECKLING, 1976).

Os autores definem os custos de agência como a soma: (1) das despesas de monitoramento por parte do principal; (2) das despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente; (3) e do custo residual proveniente da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

A teoria de agência deriva alguns pressupostos teóricos, o pressuposto utilizado nesta pesquisa é o conflito de interesses oriundo das relações contratuais entre o principal e o agente. Tais conflitos são originados pelo comportamento oportunista dos envolvidos nas relações contratuais, que buscam a maximização da utilidade pessoal ao invés de maximização dos resultados da empresa (JENSEN; MECKLING, 1976).

Conforme Edmans (2014) a fonte dos custos de agência é que geralmente os agentes possuem participações inadequadas em suas empresas, em função da separação entre a propriedade e o controle abordada por Berle e Means (1932). Neste sentido, o autor postula que o *blockholder*, agindo como mecanismo de governança corporativa, desempenha um papel crítico na mitigação dos custos de agência, porque suas participações relevantes lhes fornecem incentivos para suportar o custo de monitoramento dos gestores, reduzindo o conflito de interesses, a assimetria informacional e o grau de expropriação praticado por estes. No próximo tópico, aborda-se a relação entre a teoria de agência e a governança corporativa.

### **2.1.1 Teoria de Agência e a Governança Corporativa**

Para Hart (1995) questões de governança corporativa surgem em uma organização sempre que duas condições estão presentes. Primeiro, há um problema de agência, ou de conflito de interesses, envolvendo membros da organização. Segundo, os custos de transação são tais que estes problemas de agência não podem ser tratados através de um contrato.

A governança corporativa atua na determinação de um amplo uso de recursos e mecanismos organizacionais implantados para a resolução de conflito de interesses entre os

vários participantes de uma organização (DAILY; DALTON; CANNELA, 2003). Conforme La Porta et al (1999, p.1) a governança corporativa compreende “o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação dos internos (gestores e acionistas controladores)”.

Para Shleifer e Vishny (1997) a expropriação pode ser considerada um dos principais problemas das relações de agência, e pode tomar várias formas, tais como: benefícios privados do controle, expropriação do fluxo de caixa e de ativos, por meio de informações privilegiadas.

De Paula (2003) e Dias (2011) classificam os temas relacionados à governança corporativa em três principais dimensões: estrutura de propriedade, práticas de governança corporativa e políticas públicas. No quesito estrutura de propriedade, que é o foco desta tese, os autores evidenciam: tipos predominantes de controle acionário (pulverizada ou concentrada); separação ou sobreposição entre propriedade e gestão; classes de ações; pirâmides e participações cruzadas; e o papel dos investidores institucionais.

No contexto dos tipos predominantes de controle acionário, o relatório especial Family Companies do jornal *The Economist* (2015), apresenta dois modelos definidos pela literatura estudados sob a lente da teoria de agência.

No primeiro modelo, a estrutura de propriedade é pulverizada e o conflito de interesses e os custos de agência são derivados das relações contratuais entre o principal e o agente, ou acionista e gestor (BERLE; MEANS, 1932). Nesse ambiente, geralmente não há sobreposição entre propriedade e gestão, e a utilização de diferentes classes de ações, pirâmides e participações cruzadas não são usuais nas empresas (GOMPERS et al., 2010; MORCK; YEUNG, 2005; VILLALONGA; AMIT, 2009). Além disso, nesse modelo a maioria das ações é detida por investidores institucionais geralmente ativos, com um papel participativo na gestão das empresas e fiscalizador de suas práticas de governança (OLIVEIRA, 2005).

No segundo modelo, a estrutura de propriedade é concentrada, o conflito de interesses e os custos de agência derivam das relações contratuais entre principal e principal, ou acionista controlador e minoritário (LA PORTA et al., 1999; YOUNG et al., 2008). Nesse ambiente, a maior parte das empresas é controlada por famílias, geralmente têm-se a sobreposição da propriedade e da gestão, bem como a utilização de diferentes classes de ações, pirâmides e participações cruzadas como mecanismos de controle. Também é característica desse modelo a fraca proteção legal aos acionistas minoritários e uma governança corporativa ineficiente. Nesse modelo, a presença de investidores institucionais, embora tenha crescido muito nos últimos anos, ainda é limitada, já que grande parte das ações é detida pelos controladores que possuem a maior parte das ações.

A maior parte das pesquisas tem se concentrado no conflito principal e agente ou acionista e administrador, esse tipo de conflito é prevalecente nos países desenvolvidos como EUA e Reino Unido (YOUNG et al., 2008). Entretanto, o conflito principal e principal, ou acionista controlador e minoritário, é identificado como uma das principais preocupações da governança corporativa nas economias emergentes. Tais conflitos principal e principal alteram a dinâmica da governança corporativa e, por sua vez, exigem remédios diferentes daqueles que lidam com o conflito de interesses entre o principal e agente.

Independente do modelo de estrutura de propriedade (pulverizada ou concentrada) e dos conflitos de interesses existentes (principal e agente ou principal e principal), o papel dos *blockholders* é de fortalecer o sistema de governança corporativa (GC), já que estes agentes podem exercer influência como mecanismo de governança de forma direta (via “voz”) e indireta (via “exit”) sobre as atividades da gestão, mitigando os conflitos de agência existentes através de um maior monitoramento (DE-LA-HOZ; POMBO et. al., 2016). No próximo tópico, trata-se especificamente da teoria da agência e da governança corporativa no ambiente institucional brasileiro.

### **2.1.2 A Teoria de Agência e a Governança Corporativa no Brasil**

No Brasil, a estrutura de propriedade geralmente segue o padrão definido por La Porta et al. (1999). O controle acionário das empresas é marcado por sua elevada concentração, em que indivíduos, famílias ou grupos empresariais detém o controle acionário da maioria das empresas.

É comum no ambiente brasileiro também a sobreposição entre o controle e a gestão das empresas, bem como a utilização de classes distintas de ações, pirâmides e participações cruzadas para separação entre o controle acionário e o fluxo de caixa dos acionistas controladores, o que incentiva o grau de expropriação e amplia os custos de agência (COMERLATO; PROCIANOY, 1995; BALASSIANO, 2012; BORTOLON; LEAL, 2014, REIS, 2015; SILVEIRA, 2015; GRANDO et. al, 2016).

Em função da estrutura de propriedade concentrada, no Brasil os conflitos de agência são geralmente determinados pelo conflito de interesses entre os controladores, que geralmente ocupam a gestão das empresas, e os acionistas minoritários, ou o chamado conflito principal e principal (YOUNG et al., 2008). Segundo Andrade (2008, p. 12) “o conflito entre os próprios acionistas surge a partir do momento em que os majoritários (que geralmente estão na gestão das empresas) utilizam o maior acesso às informações da empresa para praticar a expropriação dos direitos dos minoritários” ou o chamado “*control enhancing mechanism*”.

O Brasil é um mercado emergente e, portanto, sujeito a maiores imperfeições informacionais, além de um ambiente onde a governança é ainda considerada fraca e a proteção dos acionistas minoritários e dos credores continua insuficiente (CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA; VALLELADO, 2014; BORKER, 2012). Para Young et al. (2008) as economias emergentes tipicamente não possuem regras formais efetivas, o que torna a governança corporativa destes países ineficiente no controle do grau de expropriação praticado pelos controladores.

Tendo em vista que o Brasil é um país emergente, que possui uma estrutura de propriedade concentrada, onde o principal conflito de interesses ocorre entre principal e principal, ao mesmo tempo em que é comum a utilização de diferentes classes de ações e pirâmides como mecanismos de controle, e considerando ainda que no ambiente brasileiro a governança corporativa é incipiente e a proteção oferecida aos acionistas minoritários é fraca, presume-se que os controladores/gestores podem expropriar ou camuflar ações indevidas realizadas na empresa, em prejuízo dos acionistas minoritários, reduzindo o valor destas empresas.

Em matéria da revista Exame, Marcelo Gasparino, um dos principais defensores dos acionistas minoritários no Brasil, afirma que a função principal de conselheiros ou acionistas que representam os minoritários não é a de pensar na empresa, mas defendê-los do grau de expropriação dos controladores (RAGAZZI, 2016).

Neste contexto, para este estudo, assume-se que no ambiente brasileiro os *blockholders* possuem o papel principal como mecanismo de governança de defender os interesses dos acionistas minoritários frente ao grau de expropriação dos acionistas controladores. Após a descrição do ambiente institucional brasileiro, no próximo tópico abordam-se as garantias legais dos acionistas minoritários no Brasil.

## **2.2 Garantias Legais dos Acionistas Minoritários no Brasil**

Os direitos dos acionistas minoritários nas companhias abertas são garantias legais asseguradas a eles, que se encontram fora da gestão da companhia. Nas empresas abertas, geralmente muitos investidores disponibilizam seu capital; entretanto, poucos o administram. Para que não existam distorções na condução de uma companhia aberta mediante sobreposições de vontades, existem regras jurídicas aptas a amparar os direitos dos acionistas minoritários (PANOSSO, 2013).

A Lei das Sociedades Anônimas, Lei nº 6.404/76 de 11 de Janeiro de 1976, confere direitos aos titulares de ações das companhias abertas. O artigo 109 desta lei descreve os direitos

essenciais dos acionistas de uma companhia aberta. Ao realizar a integralização de capital ou aquisição de ações, passa o acionista a deter a capacidade e legitimidade para participar dos lucros sociais da companhia, para fiscalizar a gestão dos negócios, de participar do acervo social em caso de liquidação ou falência.

Na linha de fiscalizar a gestão dos negócios, os acionistas minoritários podem convocar assembleias gerais, exigir a instalação do conselho fiscal, eleger membro do conselho fiscal, eleger membro do conselho de administração, vetar o fechamento de capital da empresa e participar da alienação do controle da companhia.

Em relação ao direito de convocação de Assembleia Geral, a Lei nº 6.404/76 estabelece a garantia de qualquer acionista, individualmente, fazer a convocação, caso os administradores não o façam no prazo de 60 (sessenta) dias da data da convocação prevista em lei ou no estatuto. Essa faculdade cabe a qualquer acionista, independente de percentual que possua no capital social e de suas ações lhe atribuírem ou não direito de voto.

Outra possibilidade de convocação de assembleia geral pelos acionistas minoritários encontra-se prevista no art. 123, parágrafo único, alínea “c”, da Lei nº 6.404/76. Essa previsão legal confere ao grupo de acionistas que representar pelo menos 5% (cinco por cento) do capital social de uma companhia a habilitação para convocar assembleia geral extraordinária, no caso de não atendimento dos administradores ao pedido de convocação por eles formulado.

É também direito dos acionistas minoritários, conforme a Lei nº 6.404/76, requerer a instalação do Conselho Fiscal. Sua instalação processa-se tão logo os acionistas representativos de 10% das ações com direito a voto, ou 5% das ações sem direito a voto, requisitem-na em assembleia geral, independente da ordem do dia.

Por outro lado, a CVM, valendo-se da delegação que lhe foi outorgada pelo art. 291 da Lei nº 6.404/76, baixou a Instrução nº 324/00, através da qual reduziu, em virtude do montante do capital das companhias abertas, o percentual exigido para a solicitação de instalação do conselho fiscal. Apresenta-se na tabela 1 a normativa da CVM.

Tabela 1: Capital Social para Instalação do Conselho Fiscal

Capital Social da Companhia Aberta	% Ações com Direito ao Voto	% Ações sem Direito ao Voto
até R\$ 50.000.000,00	8%	4%
entre R\$ 50.000.000,00 e R\$ 100.000.000,00	6%	3%
entre R\$ 100.000.000,00 e R\$ 150.000.000,00	4%	2%
acima de R\$ 150.000.000,00	2%	1%

Fonte: Adaptado de Panosso (2013)

Os acionistas minoritários possuem, ainda, o direito de eleger em separado um membro e um suplente no conselho fiscal, a matéria está prevista no art. 161 da Lei nº 6.404/76: os acionistas minoritários que representem ao menos 10% das ações com direito a voto, e os

acionistas preferencialistas que não possuem direito a voto, ou o têm de forma restrita, têm a prerrogativa de eleger um membro do Conselho Fiscal da companhia e seu respectivo suplente em votação em separado, realizada em colégio eleitoral próprio, do qual não pode participar o acionista controlador, ainda que detentor de ações preferenciais.

Com o objetivo de garantir a participação real e efetiva dos acionistas minoritários e dos acionistas preferencialistas na administração da companhia, o art. 141 da Lei nº 6.404/76 estabelece a possibilidade destes elegerem (e destituírem), em votação em separado na assembleia geral, pelo critério da maioria de votos, um membro para integrar o conselho de administração da companhia, representando-os, bem como eleger o seu respectivo suplente.

O direito de eleger em separado um membro do conselho de administração é facultado aos minoritários nas seguintes condições: (1) 15%, no mínimo, das ações emitidas por companhia aberta com direito a voto; e (2) ações preferenciais sem direito a voto, ou com esse direito restrito, que representem, ao menos, 10% do capital social, e que não tenham exercido direito de eleger membro da administração em separado, o qual pode eventualmente ser conferido a sua classe de preferenciais pelo estatuto. Salienta-se que esses percentuais, segundo a redação atribuída pela Lei nº 10.303/01 ao art. 291 da Lei nº 6.404/76, não poderão ser reduzidos pela CVM.

Caso o somatório das ações dos acionistas minoritários e dos preferencialistas, separadamente computados, não atinjam os percentuais individualmente exigidos de 15% (quinze por cento) das ações emitidas por companhia aberta com direito a voto e ou 10% (dez por cento) do capital social, poderão os acionistas somar as suas ações para que em conjunto, desde que representem pelo menos 10% do capital social, possam eleger um membro do conselho de administração e seu suplente.

Em caso de a eleição em separado não se viabilizar, independente dos motivos, os acionistas ordinários que a solicitaram poderão votar normalmente pelo sistema de votação ordinário, ou então pelo processo de aplicação do voto múltiplo, se este houver sido requerido no tempo e modo definidos em lei.

Essa possibilidade, conforme o art. 141 da Lei nº 6.404/76, é facultada aos acionistas que representem, no mínimo, 1/10 (um décimo) do capital votante, mediante requerimento expresso para a adoção do processo do voto múltiplo nas deliberações da companhia, ainda que o estatuto não o preveja.

O direito do acionista requerer a aplicação do voto múltiplo nas deliberações sociais implica em atribuir a cada uma das ações da companhia com direito a voto, de tantos votos quantos forem os membros do conselho de administração, permitindo que o acionista distribua

os seus votos a vários candidatos, ou a apenas um, evitando-se que o grupo de controle eleja todos os membros do Conselho de Administração.

Por outro lado, a instrução nº 282/98 da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, que alterou a Instrução de nº 165, fixou a escala de participação acionária necessária ao requerimento do processo de voto múltiplo para a eleição dos membros do Conselho de Administração de companhia aberta em função do capital social votante mínimo, nos termos da tabela 2.

Tabela 2: Intervalo do Capital social para o Voto Múltiplo

Intervalo do Capital Social	% Mínimo do Capital Votante
R\$ 0 até R\$10.000.000.00	10%
entre R\$ 10.000.000.00 e R\$ 25.000.000.00	9%
entre R\$25.000.000.00 e R\$ 50.000.000.00	8%
entre R\$ 50.000.000.00 e R\$ 75.000.000.00	7%
entre R\$ 75.000.000.00 e R\$ 100.000.000.00	6%
acima de R\$ 100.000.000.00	5%

Fonte: Adaptado de Panosso (2013)

É também direito dos minoritários a impugnação ao preço proposto no caso de fechamento de capital. Aos acionistas que não concordarem com o preço ofertado, tido como justo pelo ofertante, e que sejam titulares de pelo menos 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado, é admitido requerer à companhia que convoque uma assembleia especial para deliberar sobre a realização de uma nova avaliação.

Nessa mesma linha, é direito dos minoritários o *tag along*, no caso de alienação do controle da companhia. O *tag along* corresponde à garantia do minoritário receber pelo menos 80% (oitenta por cento) do valor pago na negociação das ações adquiridas do controlador. Salienta-se que, em se tratando de companhia listada no chamado Novo Mercado da BOVESPA, o percentual a ser pago aos minoritários deve ser de 100%.

Após a verificação dos direitos dos acionistas minoritários em relação à interferência na gestão e no controle da empresa, no próximo tópico aborda-se a definição e tipos de *blockholders*.

### 2.3 Definição e Tipos de Blockholders

Conforme Edmans e Holderness (2016) embora a definição do que constitui um *blockholder* pareça ser crucial para qualquer pesquisa empírica ou análise teórica, essa definição muitas vezes é vaga. Presumivelmente, o que distingue um *blockholder* de um mero acionista é o tamanho de sua propriedade, entretanto essa definição, segundo os autores, pode ser demasiadamente simplista.

Para Edmans (2014) e Edmans e Holderness (2016) não existe uma definição única de *blockholder*. A literatura empírica tipicamente define um *blockholder* como o acionista que detém ao menos 5% do capital votante de uma empresa. Ademais, além dessa definição de *blockholder* embasada no capital, os autores alegam que, dependendo do tamanho da empresa (especialmente nas grandes empresas), o tamanho da participação em dinheiro ou o chamado bloco de dólar é também uma medida aceita para definição de *blockholder*.

Os autores justificam as duas possibilidades, primeiramente porque a participação acionária embasada no capital social de 5% determina os direitos de decisão através de voto para as principais decisões corporativas. Em segundo lugar, a justificativa pela participação em dólar se dá, pois, em última instância, a riqueza gerada ou destruída é suportada pelos acionistas. Com isso, em empresas com valor de mercado muito alto, 1% pode representar muito dinheiro, o que pode fazer o investidor manter-se ativo na empresa. Outro fator relacionado ao bloco de dólar é a riqueza do investidor, pois a importância do valor investido na empresa também é relacionada ao tamanho da riqueza do próprio investidor.

Para Urban (2015) três questões definem a identidade do *blockholder*: o limite de direitos de propriedade mínimo; a definição dos tipos de *blockholder* ou sua heterogeneidade; e as possíveis inter-relações existentes entre estes.

Quanto ao limite de direitos de propriedade mínimo, os *blockholders* geralmente são definidos como acionistas com participação maior ou igual a 5% na propriedade da empresa (URBAN, 2015; DOU et al., 2014).

Salienta-se que, da mesma forma que nos EUA, no Brasil os 5% de participação no capital geralmente atribuído à definição de *blockholder* é o limite mínimo de participação acionária para o qual a Comissão de Valores Mobiliários - (CVM) utiliza para que se desencadeiem requisitos de divulgação e detalhamento da participação de tal acionista na estrutura de propriedade da empresa.

Entretanto, conforme Edmans e Holderness (2016) não há nenhuma base teórica para limitar a participação dos *blockholders* ao mínimo de 5%. Os autores sugerem que em pesquisas futuras sejam avaliadas participações inferiores a esse percentual quando possível, e citam um exemplo recente onde a *Triam Fund Management* de Nelson Peltz que com 2,9% da *DuPont* tentou intervir na empresa com o objetivo de dividir a empresa em duas. No Brasil, segundo Ragazzi (2016) o “ativismo minoritário” é um fenômeno recente e obteve notoriedade após a briga de investidores para ganhar espaço na Petrobrás entre 2011 e 2012.

Em relação ao segundo aspecto da definição, dos tipos de *blockholders* ou a heterogeneidade entre estes, Edmans e Holderness (2016) afirmam que cada tipo de *blockholder* possui seus próprios determinantes, incentivos e habilidades para monitorar as empresas.

Os autores afirmam que muitos estudos tem considerado o efeito dos *blockholders* como homogêneo o que não é correto. Para Hadlock e Schwartz-Ziv (2017) é provável que os *blockholders* desempenhem papéis diferentes nas empresas, devido principalmente a sua heterogeneidade, incentivos e tecnologias utilizados para intervir. Essa heterogeneidade pode afetar tanto o modo de participação nas empresas, como o modo em que eles interagem uns com os outros.

As classificações em relação aos tipos de *blockholders* são as mais variadas. Para Edmans (2014) e Edmans e Holderness (2016) os *blockholders* são divididos em fundos mútuos/hedge, fundos de pensão, corporações ou instituições financeiras e indivíduos/famílias. Segundo os autores, cada um destes tipos de *blockholders* pode ter incentivos diferentes em monitorar a empresa, afetando diferentemente a gestão e o valor das empresas.

Urban (2015) classifica os *blockholders* em fundos (*private equity*), famílias, investidores institucionais e investidores estratégicos. Dou et al. (2014), por sua vez, classificam os *blockholders* em indivíduos/famílias e corporações. De-la-Hoz e Pombo (2016) classificam os *blockholders* em “*independent investors*” (fundos de investimentos e bancos) e “*grey investors*” (bancos fiduciários, companhias de seguros e fundos de previdência).

Volkova (2017) divide os *blockholders* em quatro grupos: instituições financeiras, indivíduos, investidores ativistas e outras corporações. Esta divisão de *blockholders* origina-se no trabalho de Barclay e Holderness (1989). De acordo com o autor os *blockholders* nesses grupos diferem em suas restrições regulatórias, responsabilidades fiduciárias e problemas de agência. De acordo com Cronqvist e Fahlenbrach (2009), esses grupos têm uma diferença pronunciada no impacto sobre as políticas corporativas.

No que se refere às possíveis inter-relações entre os *blockholders*, a maioria das pesquisas considera os *blockholders* isoladamente, entretanto muitas vezes esses se unem, com o objetivo de votar ou intervir direta ou indiretamente na empresa (URBAN, 2015). Essas particularidades referentes às inter-relações existentes entre os *blockholders* são importantes de serem identificadas para que a avaliação empírica seja efetiva.

Neste contexto, para esta pesquisa, em função das características específicas do Brasil, e conforme literatura abordada até então, a principal definição ou premissa de *blockholder* do estudo segue a literatura abordada, onde os *blockholders* são os acionistas que detêm ao menos 5% do capital votante da empresa, mas que não façam parte do controle acionário da empresa,

já que a função principal dos *blockholders* no ambiente brasileiro geralmente está na mitigação dos conflitos de interesses, no grau de expropriação e nos custos de agência entre controladores e minoritários.

Adicionalmente, salienta-se que no Brasil há duas classes de ações, conforme a Lei 6.404/76: as ordinárias, que formam o capital votante, e, portanto, concedem interferência direta na empresa; e as preferenciais, que não concedem direito ao voto, limitando a interferência direta dos acionistas na gestão.

Por outro lado, conforme exposto no tópico 2.2, a mesma Lei permite que o acionista que possuir mais de 10% das ações preferenciais indique um membro do Conselho de Administração. Deste modo, pela condição legal brasileira, também será considerado *blockholder* o acionista que possuir mais de 10% das ações preferenciais.

Salienta-se que, a fim de não limitar a definição de *blockholder* apenas pelo tamanho da participação acionária, conforme preconizado por Edmans e Holderness (2016), este trabalho se propõe também a realizar testes adicionais, considerando *blockholders ativos* os acionistas que, independente da participação acionária, se mostrarem ativos, contestando, protestando e interferindo nas decisões da empresa através das Atas das Assembleias Gerais Ordinárias - AGOs, e das Assembleias Gerais Extraordinárias – AGEs.

Para esta pesquisa, os *blockholders* serão classificados em fundos mútuos/hedge, fundos de previdência, instituições financeiras, investidores institucionais, famílias, fundações e estatal. Essa classificação é adaptada de Edmans (2014), Edmans e Holderness (2016) e Volkova (2017), salienta-se que em relação à classificação original dos autores, apenas foram incluídas as fundações neste escopo, justifica-se essa classificação por ser a mais abrangente encontrada na literatura.

Em relação à presença de inter-relações entre os *blockholders* ativos, pretende-se identificar estas através das AGOs e das AGEs. As inter-relações serão identificadas quando dois ou mais blocos votarem ou contestarem a gestão da empresa conjuntamente. No próximo tópico aborda-se a atuação dos *blockholders* como mecanismo de governança.

#### **2.4 *Blockholders* como Mecanismo de Governança**

Segundo Dasgupta e Piacentino (2013), Dou et al. (2014), Edmans (2014), Urban (2015) e Edmans e Holderness (2016) pesquisas recentes sugerem que os *blockholders* exercem poder como mecanismo de governança corporativa nas empresas através de dois mecanismos, intervenção (“voz”), e ameaça da saída (“exit”). Nos próximos tópicos desenvolvem-se ambos.

### 2.4.1 Mecanismo de intervenção “voz”

As ações de intervenção “voz” se referem à disposição dos *blockholders* de incorrer em atividades dispendiosas gerando inicialmente custos *ex ante* para melhorar o valor da empresa *ex post*. Para Edmans e Holderness (2016) o custo depende de alguns fatores, tais como a capacidade do *blockholder* coordenar com outros acionistas o monitoramento e a intervenção na gestão da empresa.

Para Dou et al. (2014), Norli et al. (2014) e Edmans e Holderness (2016) a intervenção via voz corresponde a qualquer ação que pode aumentar o valor da empresa, mas que possui um custo geralmente alto para o *blockholder*. Exemplos de intervenção incluem:

- O confronto direto com os gestores, como por exemplo, o lançamento de uma luta por *proxy* ou a junção de votos via procuração para fazer frente a decisões no conselho;
- O aconselhamento da gestão sobre a estratégia a ser utilizada;
- A profissionalização da empresa evitando ações destruidoras de valor;
- A remoção de membros do conselho e diretores de baixo desempenho;
- A indicação na escolha de projetos de investimento.

Shleifer e Vishny (1986) destacam que o papel central dos *blockholders* em governança corporativa é a intervenção e o monitoramento da gestão. Os autores ainda salientam que enquanto qualquer acionista tem a opção de intervir, o grande acionista possui maior incentivo para isso. Essa relação abordada pelos autores faz sentido econômico, já que quanto maior a participação dos *blockholders* na empresa, maiores serão os ganhos em caso de valorização da empresa.

Algumas variáveis interferem diretamente na força da utilização do mecanismo de intervenção “voz” exercida pelos *blockholders*, algumas delas são: participação acionária, número de *blockholders* e a liquidez das ações (EDMANS; MANSO, 2011; DOU et al., 2014; URBAN, 2015; EDMANS; HOLDERNNES, 2016).

Todos os custos pertinentes à intervenção e ao monitoramento sobrecam sobre os *blockholders*, entretanto os benefícios de um aumento no valor não são atribuídos na totalidade para o *blockholder*, estes só se apropriaram do aumento do valor em relação à participação acionária que possuem na empresa.

Deste modo, conforme Edmans (2014) e Edmans e Holderness (2016) a participação acionária do *blockholder* captura perspectivas econômicas importantes em relação ao mecanismo de intervenção “voz”. Para os autores, a força da intervenção e o consequente poder de monitoramento dos *blockholders* dependem do tamanho da participação acionária destes na empresa.

Assim sendo, o tamanho da participação acionária dos *blockholders* é uma importante variável que interfere nos incentivos que os *blockholders* possuem para intervenção via “voz”, sendo que a premissa teórica determina que quanto maior é a participação acionária, maiores são os incentivos econômicos que os *blockholders* possuem para intervir e monitorar a empresa, pois os ganhos são proporcionais à participação detida pelo *blockholder* na empresa.

Como o tamanho da participação do *blockholder* determina os incentivos à intervenção “voz”, Winton (1993), Noe (2002) e Edmans e Manso (2011) demonstram que o número de *blockholders* também interfere no poder de governança dos *blockholders* em utilizarem o mecanismo de “voz”. Os autores salientam que a divisão da empresa em muitos *blockholders* desestimula a intervenção. Isso porque a divisão do capital em muitos acionistas dilui o capital da empresa, deixando de constituir incentivos econômicos suficientes para intervenção.

Para Edmans e Holderness (2016) a separação da estrutura acionária de uma empresa em vários investidores enfraquece o poder de “voz” em função de duas condições: 1) um número maior de *blockholders* reduz a participação acionária de cada um destes na empresa, com isso reduzindo os incentivos de intervenção; 2) por problemas de *free rider*, que ocorre quando os *blockholders* não incorrem com custos de monitoramento, esperando que os demais acionistas o façam. Neste sentido, a premissa teórica utilizada pelos autores citados é que um número maior de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade das empresas desestimula a intervenção via “voz”.

Entretanto, salienta-se que a lógica apresentada acima compreende o mercado americano, onde a estrutura de propriedade das empresas é pulverizada e a divisão dessa estrutura em muitos *blockholders* potencializa a pulverização acionária, com isso desestimulando a intervenção dos *blockholders* na empresa.

Essa lógica pode não se aplicar ao Brasil, em função da condição da estrutura de propriedade concentrada. Neste mercado é comum a presença de um controlador definido, e a presença de um número maior de *blockholders* pode potencializar o poder de intervenção e a força destes junto ao controlador. A força de dois ou mais *blockholders* monitorando e intervindo juntos aos controladores certamente é maior do que a força de um *blockholder* apenas. Deste modo, pela condição brasileira, para esta pesquisa, assume-se que a presença de um número maior de *blockholders* interfira positivamente no poder de intervenção via “voz” nas empresas brasileiras.

Outro fator que exerce influência no mecanismo de intervenção “voz” é a liquidez das ações da empresa (EDMANS; HOLDERNESS, 2016). O primeiro ponto de vista é que a possibilidade de venda das ações reduz os incentivos dos *blockholders* em despendar dinheiro

para o monitoramento ou assessoramento da gestão, já que estes podem vender facilmente sua participação no caso de não estarem satisfeitos com a gestão da empresa.

Este resultado formula o argumento verbal de Coffee (1991) e de Bhide (1993) de que a liquidez prejudica a governança, o que levou os acadêmicos e profissionais a defenderem o modelo japonês de participações ilíquidas, tornando assim mais custosa a saída ou a venda das ações da empresa, e aumentando os incentivos de intervenção via “voz”.

Nesse sentido, uma empresa com alta liquidez permite que o *blockholder* comercialize seus papéis mais facilmente sem que suas negociações sejam reveladas, reduzindo os custos de transação e determinando um impacto menor no preço. De acordo com esse ponto de vista, a maior liquidez da ação da empresa reduz os incentivos que os *blockholders* possuem de intervir via “voz”.

Entretanto, Kyle e Vila (1991), Kahn e Winton (1998), e Maug (1998) demonstram que a liquidez pode melhorar indiretamente os incentivos de monitoramento através de um canal relacionado. Enquanto a liquidez permite que o *blockholder* venda suas ações facilmente, também permite que ele as compre.

Assim sendo, a liquidez das ações pode possibilitar o acréscimo da participação acionária dos blocos já existentes. Salienta-se que, como já visto em teoria, quanto maior a participação acionária do *blockholder* maiores são os incentivos para intervenção, nesse caso, a liquidez pode ser um canal alternativo para obtenção de maiores participações aos *blockholders*. O pressuposto de que a liquidez limita a intervenção, porque facilita a venda das ações, ignora o fato de que a liquidez também facilita a compra de novas ações, o que pode aumentar o tamanho do bloco incentivando a intervenção.

Em síntese, a liquidez ao passo que concede ao *blockholder* a opção de venda e, assim, reduz os incentivos de monitoramento via “voz”, ao conceder a ele a opção de compra das ações pode aumentar o incentivo de monitoramento. Nesse caso, para a literatura existente, a liquidez é tida como ambígua em relação a seu poder na utilização do mecanismo de “voz” dos *blockholders*.

Contudo, para esta pesquisa assume-se como viés o efeito direto da liquidez, ou seja, que esta desestimula a intervenção via o mecanismo de “voz”, pois mesmo que a liquidez facilite a compra conforme Maug (1998) haverá um custo de investimento extra, e o capital é sempre racionado. Ademais, pode-se argumentar que o aumento da participação também aumenta o risco do investidor, uma vez que, se a intervenção não for bem sucedida, pode haver um aumento no prejuízo. Note-se também que, para que a liquidez seja um fator que favoreça

a intervenção, isto já estará sendo mensurado diretamente na variável tamanho da participação acionária.

Conforme Jahnke (2017) a crescente concentração de propriedade nas grandes economias concedeu aos *blockholders* maior condição de utilização do mecanismo de “voz”. Os autores concluem que, para os maiores investidores dos EUA, atualmente, a utilização do mecanismo de “voz” é uma opção mais viável do que a venda de suas ações. Os investidores com grandes participações possuem maior dificuldade de venda, além de altos custos de transação, mesmo em mercados líquidos como nos EUA, e por isso nestes casos o mecanismo de “voz” é mais praticável em relação ao “exit”.

Entretanto, de acordo com Edmans (2014) o mecanismo de intervenção “voz” apresenta algumas limitações: a remoção de membros do conselho pode ser limitada em um determinado ano; a intervenção pode também ser limitada pela incapacidade dos *blockholders* de exercer controle efetivo; assim, enquanto um *blockholder* representa um acionista com participação relevante, não é garantido que o mecanismo de intervenção “voz” seja eficiente. Neste sentido, surge um segundo mecanismo de governança que pode ser utilizado pelos *blockholders*, o mecanismo de “exit”, o qual será tratado no próximo tópico.

#### **2.4.2 Mecanismo de ameaça de saída “exit”**

No contexto do mecanismo de “voz”, a prevalência de pequenos blocos representa um quebra-cabeça, se eles não podem intervir diretamente na gestão, por que eles existem? Uma vez que manter uma participação relativamente grande e não diversificada é oneroso do ponto de vista do risco.

Neste sentido, apresenta-se o modelo de Admati e Peiderer (2009) e Edmans (2009) que demonstram que caso um *blockholder* não possa exercer o mecanismo de “voz”, ele ainda pode governar através do canal alternativo de ameaça de saída, que representa a venda ou a ameaça de venda de suas ações e, através desta, baixar o preço das ações quando não está satisfeito com a gestão da empresa, punindo o gestor *ex post* e assim induzindo-o a maximizar valor *ex ante*.

Quanto mais forte for o poder da ameaça *ex ante* de saída, maior a probabilidade de o gerente/controlador trabalhar, reduzindo a necessidade de saída real *ex post*. Como resultado, a frequência empírica de saída real não precisa ser uma *proxy* para a força da governança através da saída.

A saída parcial ou total de um *blockholder* da empresa envia um sinal crível para o mercado, no caso um sinal de baixa no valor da empresa e, portanto, perda de confiança dos demais investidores sobre o futuro da empresa. Logo, para evitar que os *blockholders* vendam

sua participação e a empresa sofra um declínio no preço das ações, os gestores estão dispostos a alinhar suas ações com os interesses dos *blockholders*.

Um exemplo trazido por Edmans e Holderness (2016) é que, apesar de sua experiência no ativismo, Kirk Kerkorian, que chegou a ser o 41º homem mais rico do mundo, era incapaz de persuadir a GM a aceitar a proposta da Renault e da Nissan, que queriam criar uma aliança com a GM, e por isso vendeu 14 milhões de ações em novembro de 2006.

O *blockholder* representa um investidor informado, pois a participação na empresa permite que este tenha um melhor acesso às informações. Para Bharath et al. (2013) o *blockholder* governa mais pela ameaça de saída do que pela sua saída real. Quanto mais forte for a ameaça *ex ante* de saída, é mais provável que o gerente trabalhe com mais eficiência, reduzindo a necessidade do *ex post* da saída real. Como resultado, a frequência empírica da saída real não precisa ser um bom indicador da força de governança do mecanismo de “exit”, pois a ameaça de venda em si já pode disciplinar a gestão.

Algumas variáveis interferem diretamente no poder de governança dos *blockholders* na utilização do mecanismo de “exit”, algumas delas, são: liquidez das ações, número de *blockholders* presentes na empresa e a remuneração dos gestores ser baseada no preço das ações (EDMANS; HOLDERNNES, 2016; URBAN, 2015; BHARATH et al., 2013; EDMANS, 2014; DOU et al., 2014).

Segundo Edmans (2009) a liquidez é uma condição necessária para que a ameaça de saída seja credível. A falta de liquidez do mercado (ou da ação da empresa) se opõe à ameaça de saída do *blockholder* uma vez que, sem liquidez, a ameaça de saída perde o poder de governança. Além disso, com o aumento da liquidez, os *blockholders* são capazes de negociar de forma mais agressiva, e, portanto, eles tem maiores incentivos para buscar informações privadas, ou seja, tornarem-se mais bem informados para gerar lucros mais elevados.

Para Bharath et al. (2013) nos modelos de ameaças de saída, o efeito da liquidez não apenas facilita a saída, mas também encoraja o *blockholder* a coletar informações mais fortemente. A liquidez aumenta a potência do monitoramento e do gerenciamento, disciplinando a gestão. Neste sentido, presume-se que quanto maior a liquidez, maior será a força do *blockholder* em utilizar mecanismo de “exit” junto aos gestores.

Com relação ao número de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade da empresa, tal como acontece com o mecanismo de “voz”, a força do poder de saída também depende do número de *blockholders*. A ameaça de vender ações mediante o mau comportamento gerencial provoca um *ex ante* de forma dinâmica e consistente. Para Kyle (1985), quando um único *blockholder* estrategicamente vende suas ações, a venda pode não ser

identificada pelo mercado, ou os motivos da venda podem não ser necessariamente a má gestão e, sim, estar atrelados a outros fatores.

Entretanto, quando vários *blockholders* vendem suas ações, há sinalização da perda da confiança na empresa e, conseqüentemente, o efeito no valor da empresa é muito maior. Neste sentido, os autores predizem que quanto maior o número de *blockholders* na empresa, maior é a força destes utilizarem o mecanismo de “exit” para com a gestão (EDMANS; MANSO, 2011).

Outro fator que pode moderar a força de “exit” é a sensibilidade da remuneração dos gestores ao preço das ações. Segundo Edmans e Holderness (2016) e Edmans, Gabaix, e Jenter (2017), essa variável aumenta a potência da ameaça de saída “exit” dos *blockholders*. Quando o gestor está mais preocupado com o preço das ações, ele está mais atento ao efeito de uma possível venda do *blockholder*, e tentará impedir ao máximo o “exit”, já que sua riqueza está vinculada ao preço das ações.

O gestor sabe que uma eventual saída do *blockholder* pode reduzir o valor da empresa e, conseqüentemente, seu bônus ou remuneração, que é atrelado a este valor. Deste modo, presume-se que nas empresas onde a remuneração da gestão é vinculada ao preço das ações, a força dos *blockholders* como mecanismo de governança via “exit” possua maior força.

Contudo, é importante salientar que os mecanismos de “voz” e “exit” embora tratados em separados neste tópico atuam conjuntamente, pois estão relacionados em muitos aspectos. Para Levit (2013) os mecanismos de “exit” e de “voz” trabalham juntos. Segundo o autor, a opção de “exit” melhora a eficiência da “voz”. Se o *blockholder* pode sair quando os gerentes perseguem benefícios privados, o poder de intervenção via “voz” advinda dessa ameaça se torna maior.

Da mesma forma, Dasgupta e Piacentino (2014) demonstram que o mecanismo de “exit” e de “voz” podem se complementar. No modelo dos autores, o poder de voz é potencializado pela ameaça de saída. Para McCahery et al. (2015) os mecanismos de saída e de voz estão relacionados, uma vez que podem ser utilizados como estratégias complementares pelos *blockholders* a fim de aumentar o poder de governança nas empresas.

Após a síntese da influência das variáveis que podem interferir na força dos *blockholders* como mecanismo de governança, no próximo tópico abordam-se os aspectos pelos quais os *blockholders* podem reduzir o valor nas empresas.

## **2.5 Aspectos da relação dos *Blockholders* com a redução do valor nas empresas**

Além de criar valor como mecanismo de governança através da voz ou exit, a presença de *blockholders* também pode reduzir o valor das empresas, de acordo com o entendimento de

alguns autores. Os autores Samor (2018), Cabral (2018), Edmans e Holderness (2016), Urban (2015), Dhillon e Rossetto (2015) e Edmans (2009) elencam alguns argumentos teóricos dos motivos pelos quais os *blockholders* podem reduzir o valor da empresa.

O primeiro refere-se ao da redução da liquidez dos papéis da empresa. Conforme Edmans e Holderness (2016) e Edmans (2009), um bloco maior pode se tornar custoso para a empresa, porque reduz as ações em *free float* e, portanto, a liquidez dos negócios com seus títulos. Blocos maiores de grandes acionistas reduzem o número de pequenos acionistas, que poderiam fornecer maior liquidez, especialmente em caso de choques de liquidez. A menor liquidez pode reduzir o valor da empresa, pois aumenta o prêmio exigido por novos investidores para comprar essas ações.

O segundo argumento teórico é que o ativismo excessivo pode aumentar os conflitos, desgastando as iniciativas da gestão. Para Burkart, Gromb e Panunzi (1997) a intervenção *ex post* é desejável, porque assegura que o projeto maximizador de valor seja adotado. No entanto, a ameaça *ex-ante* de intervenção reduz o incentivo do gestor de exercer esforço para descobrir projetos potenciais, porque teme que seu projeto desejado (que maximiza seus benefícios privados em vez do valor da empresa) não seja implementado.

Para Samor (2018) é importante à reflexão que para todos os efeitos práticos, quais deveriam ser os limites do ativismo de acionistas minoritários que nunca foram operadores de negócios nas empresas. Muitos *blockholders*, ao intervir excessivamente, podem prejudicar a empresa, pois não conhecem a operação do negócio, e, com isso ao invés de ajudar podem prejudicar a empresa, aumentando os conflitos com os controladores/gestores e até com outros *blockholders*, especialmente os que possuem características de gestão distintas.

Alguns exemplos nacionais da condição acima podem ser expostos como a malsucedida passagem da gestora Tarpon pela direção da fabricante de alimentos BRF, e a briga entre a rede de livrarias Saraiva com o polêmico investidor coreano Mu Hak You.

O terceiro argumento abordado pela literatura salienta que em empresas com estrutura de propriedade concentrada, como é o caso da maioria das empresas do Brasil, o controlador possui influência direta em sua estrutura de propriedade, e com isso pode buscar *blockholders* que são do seu interesse. Para Zwiebel (1995) e Bennedsen e Wolfenzon (2000), a estrutura acionária é escolhida privadamente pelo acionista controlador. Nestas condições, o controlador pode expropriar a empresa sem interferência destes acionistas ou ainda através de acordos com os próprios *blockholders*. Entretanto, destaca-se que, nesta pesquisa, caso o *blockholder* tenha acordo com o controlador, não será considerado como tal, e sim como parte do bloco de controle.

O quarto argumento teórico é explicado por Dhillon e Rossetto (2015). Os autores afirmam que as grandes participações dos *blockholders* podem levá-los a se preocupar com o risco idiossincrático (diferentemente de outros acionistas) e induzir a empresa a renunciar a investimentos arriscados e criadores de valor.

Contudo, pelas particularidades brasileiras, um quinto argumento teórico pode ser incrementado a essa literatura. Cabral (2018) salienta que enquanto nos mercados desenvolvidos como os EUA os acionistas com participação relevante (*blockholders*) seguem “ativos”, no Brasil o cenário é diferente. O principal motivo desta diferença é a estrutura de propriedade do Brasil, que é concentrada, enquanto nos EUA a estrutura é pulverizada.

Com a estrutura pulverizada, fica mais fácil para que os ativistas consigam utilizar a “voz”. Normalmente, basta conseguir 5% das ações de participação para conseguir um assento no conselho. Por outro lado, no Brasil, especificamente na Bovespa, a maior parte das companhias tem sócios majoritários ou blocos de controle com grande participação no capital total, o que dificulta a intervenção por parte dos *blockholders*, já que estes precisam somar uma quantidade expressiva de ações para poder intervir.

Para Cabral (2018, p.48) a quantidade de empresas familiares ou com sócios majoritários definidos torna o termo “ativismo” malvisto no mercado brasileiro. “Há um receio de entrar peitando todo mundo, como os ativistas fazem nos EUA. Existe a visão de que numa empresa “com dono” isso pode acabar gerando mais problemas do que soluções”. Dessa forma, os investidores que investem em participações nas empresas brasileiras buscam uma estratégia mais amigável, se colocando como parceiros do controlador, sem esticar demais a corda.

Neste cenário, o ativismo não é praticado de fato, ou como salienta o autor “Eis o ativismo não ativo, uma legítima invenção brasileira”. Com isso, os *blockholders* não exercem papel com mecanismo de governança, são geralmente meros investidores passivos que são utilizados pelos controladores para captação de recursos e para a própria diluição do capital acionário, que no princípio geralmente estava em posse dos controladores.

Nessa lógica da diluição do capital acionário, Anderson e Reeb (2003) afirmam que, com a propriedade substancial dos direitos de fluxo de caixa, empresas com controladores definidos podem ter incentivos para tomar ações para beneficiar-se à custa do desempenho da própria empresa, expropriando os demais acionistas, pois grande parte dessa conta não será paga pelo controlador e sim pelos demais acionistas, incluindo os *blockholders* que utilizam a “estratégia amigável”.

A expropriação do controlador pode tomar várias formas, conforme Anderson e Reeb (2003), Pérez (2006), Favero *et al.* (2006): controladores podem empregar seus filhos, parentes

em boas posições, muitas vezes estes acabam sendo contratados não pela competência ou conhecimento, mas sim pelo laço familiar; atribuição de altos salários para si e para seus familiares; as opções de investimentos podem estar correlacionadas com preferências pessoais, e não de fato com a maximização do valor da empresa; ademais, todos os gastos causados pela ineficiência resultante da busca de objetivos pessoais dos controladores não maximizadores de valor para a empresa.

Importante salientar que sob essa ótica de *blockholders* passivos, a lógica abordada nos tópicos anteriores no mecanismo de “voz” e de “exit”, de que a maior participação ou um maior número de *blockholders* maximiza o valor da empresa é invertida, pois em ambos os casos, tanto com o aumento de participação dos *blockholders* como quanto maior o número de *blockholders*, maior será a diluição de capital acionário e do fluxo de caixa dos controladores e, portanto, maiores os incentivos destes em expropriar e, conseqüentemente, reduzir o valor da empresa.

Para Cabral (2018) enquanto o ativismo dos acionistas deve caminhar lentamente no Brasil, nos EUA o barulho dos *blockholders* ativos pode ter seus decibéis multiplicados ao longo dos próximos anos.

Acionistas americanos como Nelson Plentz, Daniel Loeb e Carl Icahn, dentre tantos outros, devem focar em pequenas e médias empresas, o segmento que apresenta maior carência em problemas de gestão, ou seja, o campo mais favorável para a ação destes acionistas. Conforme o professor Sardenberg (2018), as próprias mídias sociais amplificam a voz destes acionistas, “esses caras não precisam mais fazer cartas abertas e nem comprar espaços em jornais, hoje uma pessoa com muitos seguidores no *Twitter* pode fazer um estrago grande. O ativismo é uma estratégia que chegou para ficar”.

Após a síntese dos aspectos da relação dos *blockholders* com a redução do valor, no próximo tópico abordam-se a definição e mensuração de criação de valor nas empresas.

## **2.6 Definição e Mensuração de Criação de Valor nas Empresas**

O valor de mercado de uma empresa é representado pela cotação das suas ações em Bolsa, multiplicada pelo número total de ações (ordinárias e preferenciais) que compõem seu capital. O valor contábil de uma empresa se refere ao valor dos recursos próprios investidos pelos acionistas em uma companhia, ou seja, é o valor do patrimônio líquido, que é mensurado pela diferença existente entre ativo total e passivo exigível.

As métricas utilizadas para identificação de criação de valor das empresas geralmente combinam os dados entre o valor de mercado e os valores contábeis expostos nas demonstrações

das empresas. Além desta combinação, existem métricas que utilizam apenas o valor de mercado ou de uma ação específica da empresa, a fim de identificar sua variação como medida de criação de valor. Contudo, dentre as métricas mais utilizadas para mensuração da criação de valor destacam-se o *Market to book*, *Q de Tobin* e Retorno das ações.

O índice *Market to book* é considerado um indicador que mede as oportunidades de crescimento das empresas, sendo mensurado através da divisão entre o valor de mercado das ações e o valor contábil do patrimônio líquido da empresa (SANT'ANNA et. al., 2015). A fórmula para o cálculo do *Market to book* é apresentada a seguir:

$$\text{Market to book} = \frac{VMA}{VPL}$$

Onde:

VMA = Número de ações da empresa multiplicado pelo preço das ações em bolsa; VPL = Valor do patrimônio líquido.

O índice *Q de Tobin* é definido como a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição dos seus ativos (FAMA; BARROS, 2000; KAMMLER; ALVES, 2009).

Existem diferentes formas de mensuração do *Q de Tobin* - (*Q*); a equação original para apuração é descrita conforme Tobin (1969), onde se relacionam o valor de mercado da empresa com o valor de reposição dos ativos. A fórmula básica do *Q de Tobin* é expressa por:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{VMA + VMD}{VRA}$$

Onde:

VMA = Valor de mercado das ações da empresa; VMD = Valor de mercado das dívidas; VRA = Valor de reposição dos ativos.

O maior problema apresentado para mensuração do *Q de Tobin*, conforme proposto originalmente, “é a apuração do valor de reposição dos ativos, que não podem ser mensurados facilmente” (FAMA; BARROS, 2000, p. 35). Sendo assim, diversas métricas foram desenvolvidas a partir do modelo original, para mensuração dessa variável. Lindenberg e Ross (1981) estimaram o custo de reposição dos ativos posteriormente como:

$$RC = TA + RNP - HNP + RINV - HINV$$

Onde:

RC = Valor de reposição dos ativos; TA = Ativo total (contábil); RNP = Valor de reposição das instalações e equipamentos; HNP = Valor histórico das instalações e equipamentos; RINV = Valor de reposição dos estoques; HINV = Valor histórico dos estoques.

Entretanto, o cálculo proposto por Lindenberg e Ross (1981) contava com várias limitações, porque dependia do método de custeio das empresas, da taxa de aumento no preço dos bens de capital, da taxa real de depreciação, e da taxa de progresso técnico, a fim de obter o custo de reposição do ano atual dos bens.

Um estudo alternativo para o cálculo do *Q de Tobin* foi apresentado por Chung e Pruitt (1994). Para os autores, o cálculo é definido como:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{VMA + PS + VD}{AT}$$

Onde:

VMA = Valor de mercado das ações das empresas; PS = Valor de mercado de uma espécie de títulos preferenciais com dividendos perpétuos; VD = Valor total do passivo menos o ativo circulante; AT = Valor contábil dos ativos totais da empresa.

No seu estudo, Chung e Pruitt (1994) compararam os resultados obtidos com o “q” aproximado com os resultados de Lindenberg e Ross (1981). A análise foi realizada com dez diferentes amostras de empresas norte-americanas, no período de 1978 a 1987. A menor destas amostras tinha 1.201 empresas e a maior, 1.617. Chegou-se à conclusão de que em nenhuma das dez regressões o coeficiente de explicação do “q” aproximado foi menor que 0,966, ou seja, no mínimo 96,6% do “q” calculado por Lindenberg e Ross (1981) de forma mais completa é explicado pelo “q” aproximado.

Posteriormente, Lee e Tompkins (1999) apresentaram uma interpretação alternativa para o *Q de Tobin* aproximado de Chung e Pruitt (1994). A equação apresentada pelos autores pode ser escrita da seguinte forma:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{VMA + PS + ELP + EST + PC - AC}{AT}$$

Onde:

VMA = Valor de mercado das ações das empresas; PS = Valor de mercado de uma espécie de títulos preferenciais com dividendos perpétuos; ELP = Valor contábil do exigível a longo prazo; EST = Valor contábil dos estoques; PC = Valor contábil do passivo circulante; AC = Valor contábil do ativo circulante; AT = Valor contábil dos ativos totais da empresa.

Para Lee e Tompkins (1999) uma questão importante é a liquidez do estoque que, em muitos casos, não pode ser transformada em dinheiro imediatamente, dificultando o seu uso na liquidação das dívidas, isso justifica a retirada desta variável do cálculo do numerador do *Q de Tobin*.

Shin e Stulz (2000) utilizaram uma aproximação ainda mais simples da que a de Chung e Pruitt (1994) para o cálculo do *Q de Tobin*. Na definição dos autores, a fórmula considera:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{VMA + VCD}{AT}$$

Onde:

VMA – Valor de mercado das ações das empresas; VCD: Valor contábil das dívidas; AT= Ativo total.

Outra métrica que pode ser utilizada para mensuração da criação de valor é a taxa de retorno. Conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2002), o retorno total do investimento é a soma do rendimento em dinheiro pago pelos dividendos com o ganho e a perda de capital no investimento da ação da empresa.

A fórmula usualmente considerada para cálculo dos retornos é apresentada a seguir, conforme Brown e Warner (1985) e Luiz, Nascimento e Pereira (2008).

$$\text{taxa de retorno} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

$P_{it}$  – Preço da ação ajustada para dividendos de  $i$  na data  $t$  -  $P_{it-1}$  – Preço da ação ajustada para dividendos de  $i$  na data  $t-1$ .

Tendo em vista as métricas de mensuração de criação de valor abordadas até então, nesta pesquisa opta-se pela utilização da variável *Q de Tobin*, de acordo com o trabalho de De La Hoz e Pombo (2016) e Volkova (2017). Dentre os diferentes modelos de *Q de Tobin* se utilizará a métrica de Chung e Pruitt (1994).

Conforme Pereira et al. (2014), a metodologia desenvolvida por Chung e Pruitt é amplamente aceita na literatura, sendo utilizada na maioria das pesquisas desenvolvidas dada a facilidade na obtenção da informação, e por ser considerada pelos pesquisadores como uma aproximação adequada do *Q de Tobin* original. Além disso, justifica essa métrica, pois a utilização da fórmula de Lee e Tompkins (1999) limitaria o número de observações da pesquisa, já que alguns dados que compõem esse cálculo não estão disponíveis na *Economática*® para algumas empresas. Está fórmula limitaria 41 observações desta pesquisa.

Outro fator importante que auxiliou nessa escolha é que, ao realizar o teste de correlação entre *Q de Tobin* de Chung e Pruitt e de Lee e Tompkins (1999), a correlação entre ambos foi superior a 0.95, conforme será explicitado na metodologia.

Adicionalmente ao Q de Tobin, pretende-se utilizar também a taxa de retorno, conforme Brown e Warner (1985) e Luiz, Nascimento e Pereira (2008), como métrica secundária de criação de valor. A justificativa da utilização dessa métrica é que os retornos expressam diretamente a valorização ou desvalorização da empresa, os *blockholders* são acionistas minoritários e seus principais ganhos são mensurados pelo ganho de capital, pelos dividendos e outros fluxos de caixa pagos pela empresa.

Após a discussão e definição das métricas geralmente utilizadas para mensuração de valor nas empresas, no próximo tópico, desenvolvem-se as hipóteses desta pesquisa, onde se relaciona a presença dos *blockholders* com a criação de valor das empresas brasileiras.

## **2.7 Desenvolvimento das Hipóteses da Tese**

Conforme abordado nos tópicos anteriores, a presença dos *blockholders* pode ter relação positiva ou negativa na criação de valor das empresas. Nesta pesquisa, conforme abordado no capítulo 1 desta tese, assume-se o viés que os *blockholders*, como mecanismo de governança, associam-se positivamente com a criação de valor das empresas, e com essa direção posiciona-se a hipótese central desta tese.

Para Edmans e Manso (2011) a governança corporativa pode ter efeitos significativos na criação de valor das empresas. Uma boa governança corporativa garante que os gestores atuem no interesse dos acionistas, reduzindo deste modo os custos de agência decorrentes dos conflitos de interesses e da assimetria de informação.

Por sua vez, a literatura abordada em Edmans e Holderness (2016) e Urban (2015) argumenta que é fundamental para uma governança eficaz, a presença de grandes investidores (*blockholders*), pois esses possuem incentivos para monitorar a gestão e intervir diretamente ou indiretamente para corrigir ações destrutivas de valor.

Para Volkova (2017), os *blockholders* podem influenciar o valor da empresa e afetar suas políticas de gestão. Estes podem exercer a governança através de intervenção direta pelo mecanismo de “voz” e disciplinar a gestão com a ameaça de saída “exit”.

A literatura empírica sugere várias vantagens derivadas da presença de investidores institucionais ou *blockholders* na estrutura de propriedade das empresas. Em primeiro lugar, sua presença implica em um aumento na criação de valor das empresas. O prêmio estimado é de aproximadamente 12% para empresas não americanas listadas em mercados acionários desenvolvidos (FERREIRA; MATOS, 2008), 8% para uma amostra de empresas públicas latino-americanas (DE-LA-HOZ; POMBO, 2016) e até 38% para empresas na Nova Zelândia (NAVISSI; NAIKER, 2006).

Um dos fatores explicativos desses resultados é que os *blockholders* exercem o monitoramento direto, o que reduz o conflito de interesses e a assimetria informacional, reduzindo os custos de agência associados aos direitos de fluxo de caixa dos acionistas.

McCahery et al. (2015) investigaram através de uma *survey* o papel dos investidores institucionais/*blockholders* na governança corporativa das empresas. A *survey* foi respondida por 143 investidores institucionais americanos de grande porte (*blockholders*). Os resultados demonstram que o mecanismo de “voz”, especialmente quando conduzido nos bastidores, é altamente importante. Por exemplo, 63% dos respondentes afirmam que, nos últimos cinco anos, fizeram discussões diretas com a administração, e 45% tiveram discussões privadas com o conselho sem a presença da administração. Para os autores, os *blockholders* em ações de intervenção via “voz” e ameaça de saída “exit” ajudam a empresa a defender-se de investidores de curto prazo e de gestores mal intencionados, aumentando o valor da empresa.

Chen et al. (2015) investigaram o efeito da liquidez na miopia gerencial em todas as empresas americanas da base *Compustat* no período de 1993 a 2010. Os autores atribuem a ameaça da saída “exit” dos *blockholders* como o canal principal de governança através do qual a liquidez das ações desencoraja o comportamento oportunista e atenua a visão gerencial de curto prazo, podendo gerar maior valor para as empresas.

Dou et al. (2014) associaram a governança exercida pelos *blockholders* e a qualidade dos resultados contábeis. A amostra dos autores compreendeu o período de 1996 a 2009 e contemplou 12.591 observações de empresas americanas listadas na S&P 1500. Os autores demonstram que conforme a ameaça de saída aumenta, as empresas demonstram maior qualidade nos resultados contábeis. O maior alinhamento em relação à qualidade dos resultados contábeis (*accruals*) indica que os gerentes estão mais preocupados com as atividades de criação de valor do que com a extração de benefícios privados.

Norli et al. (2014) relacionam os *blockholders* como mecanismo de governança com a liquidez. O estudo foi aplicado utilizando uma amostra de 385 eventos ativistas de acionistas coletados no período de 1994 a 2007 nas empresas listadas na NYSE e NASDAQ. Os autores comprovam que a liquidez das ações aumenta a probabilidade de intervenção dos *blockholders*, embora esse efeito diminua para as empresas potencialmente sobrevalorizadas, onde *blockholders* informados em particular podem ter maiores incentivos para vender sua participação do que intervir.

Gerken (2014) relacionou os *blockholders* como mecanismo de governança com o poder de “exit”. A amostra inicial consiste em empresas americanas da S&P 1500 no período de 1994 a 2005. O autor encontrou evidências de que a ameaça da saída de um bloco aumenta a

disciplina dos gestores. Os resultados principais demonstraram que o valor da firma é maior nas situações em que a ameaça de saída é mais crível.

De La Hoz e Pombo (2016) tiveram por objetivo determinar como a presença dos *blockholders* atuando como mecanismo de governança e sua heterogeneidade afeta o valor das empresas na América Latina. O estudo utiliza um conjunto de dados de 562 empresas de seis países da América Latina no período de 1997 a 2011. Para os autores, os *blockholders* possuem efeito positivo no valor das empresas, o que indica que o monitoramento realizado por esses investidores maximiza o desempenho administrativo.

De acordo com Alvarez, Jara e Pombo (2017), os *blockholders* institucionais, de longo prazo e locais, aumentam as taxas de investimento, consistentes com o papel de monitoramento e as hipóteses de intervenção de “voz” dos *blockholders*. A presença de *blockholders* institucionais reduz os índices de sensibilidade do fluxo de caixa e, portanto, diminui as restrições financeiras das empresas. Para os autores, a presença de *blockholders* institucionais também implica em um melhor acesso a empréstimos externos.

Elyasiani, Jingyi Jian e Mao (2010) demonstram que a presença de investidores institucionais ou *blockholders* reduz o custo da dívida, medido tanto por *ratings* de crédito de títulos quanto por *spreads* de títulos de dívida relativos a títulos do tesouro com a mesma duração. Os autores postulam que a teoria de finanças demonstra que o custo do endividamento afeta o preço da ação, geralmente um baixo custo da dívida reduz a taxa de desconto da empresa e eleva o preço da ação, colaborando para a criação de valor da empresa.

Para Woidtke (2002) estudos relacionados ao nível de firma demonstram consistentemente que os *blockholders* aumentam o valor de mercado da empresa, e que o monitoramento é a principal estratégia destes investidores para otimizar os resultados. Essas descobertas indicam que esses investidores monitoram a gestão e otimizam o desempenho administrativo. Nesse contexto, diante dessas proposições teóricas e empíricas, delimita-se a primeira hipótese desta pesquisa:

*H<sub>1a</sub>: A presença dos blockholders na estrutura de propriedade relaciona-se positivamente com a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.*

Conforme verificado no tópico 2.4, a força dos *blockholders* como mecanismo de governança, seja através dos mecanismos de intervenção (“voz”) ou de ameaça de saída (“exit”), depende de algumas variáveis, tais como: o tamanho da participação acionária; o número de *blockholders* presentes na empresa; a liquidez das ações da empresa; e a

sensibilidade dos gestores ao preço das ações (EDMANS; HOLDERNESS, 2016; EDMANS, 2014; CHEN et al., 2015; DOU et al., 2014).

Vários modelos sugerem que a influência de um grande acionista para melhorar o valor da empresa aumenta conforme o tamanho de sua participação acionária (SHLEIFER; VISHNY, 1986; ADMATI; PFLEIDERER; ZECHNER, 1994; KAHN; WINTON, 1998). A participação acionária é um fator determinante dos incentivos de intervir via “voz”, sendo que a posição assumida conforme literatura abordada em Edmans e Holdernnes (2016), Edmans (2014) e Dou et al. (2014) é que, quanto maior a participação acionária dos *blockholders*, maiores são os incentivos de intervenção via “voz” e, portanto, maiores devem ser os efeitos na criação de valor da empresa.

Para a variável número de *blockholders*, para o mercado brasileiro, em função da estrutura de propriedade concentrada, assume-se que quanto maior o n° de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade das empresas, maior a força de intervenção via “voz”. Em relação ao mecanismo de “exit” segue-se a mesma premissa da literatura abordada em Edmans e Manso (2011), em que quanto maior o número de *blockholders*, maior também a força do mecanismo de ameaça de saída “exit”. Posto isso, espera-se que quanto maior o número de *blockholders* na estrutura de propriedade da empresa avaliada, maiores são os poderes de intervenção via “voz” e “exit” e, portanto, maiores são os efeitos na criação de valor das empresas.

Em relação à liquidez das ações, como visto nos tópicos 2.3.1 e 2.3.2, a literatura abordada assume que esta desestimula o poder de governança dos *blockholders* via intervenção “voz”, entretanto, por outro lado, estimula o poder de governança dos *blockholders* via ameaça de saída “exit”.

Neste trabalho assume-se o viés da ameaça de saída via “exit”, ou seja, que a liquidez aumenta a força dos *blockholders* como mecanismo de governança e, conseqüentemente, afeta positivamente o valor das empresas. A justificativa dessa posição é tomada a partir dos trabalhos de Norli et al. (2014), Gerken (2014) e Chen et al. (2015) que indentificam que a liquidez fortalece a força dos *blockholders* como mecanismo de governança.

Para a remuneração dos gestores baseado no preço das ações, a posição teórica é que esta aumenta o poder dos *blockholders* como mecanismo de governança através do mecanismo de “exit”. A justificativa dessa posição é embasada na condição de que o gestor sabe que uma saída do *blockholder* reduz o valor da empresa e, conseqüentemente, seu bônus ou remuneração que é vinculado a este valor (GERKEN, 2014).

Neste contexto, considerando as variáveis: participação acionária, número de *blockholders*, liquidez das ações da empresa e sensibilidade da remuneração dos gestores ao preço das ações, delimita-se a segunda hipótese desta pesquisa:

*H<sub>1b</sub>: As variáveis participação acionária, n° de blockholders, sensibilidade dos gestores ao preço das ações e liquidez, interferem na força dos mecanismos de “exit” e “voz”, relacionando-se positivamente com a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.*

Para Edmans e Holderness (2016) os *blockholders* são heterogêneos, cada um tem seus próprios incentivos, competências e determinantes para intervir. Deste modo, o poder de governança corporativa realizado por estes agentes pode depender do tipo de estrutura de propriedade a qual pertencem. Para os autores, os indivíduos, corporações e *venture capitalists* são mais propensos a participar dos conselhos e da diretoria das empresas que possuem participações. Os fundos mútuos e os fundos de previdência são menos propensos.

Cronqvist e Fahlenbrach (2009), descobriram que há uma heterogeneidade significativa nos estilos de investimento e governança corporativa entre diferentes tipos de *blockholders*.

Conforme Jahnke (2017) diferentes tipos de investidores exercem diferentes pressões sobre os gerentes da empresa. Para Fichter et al. (2017) os maiores investidores como os "*The Big Three*" (Blackrock, Vanguard e State Street) usam "estratégias de votação coordenadas" e, portanto, seguem uma estratégia centralizada de governança corporativa, participando junto com a gestão nas estratégias da empresa e, posteriormente, apoiam a gestão da empresa nas votações.

De La Hoz e Pombo (2016) demonstram que os *blockholders* classificados em investidores institucionais independentes aumentam o valor das empresas na América Latina, enquanto a presença dos *grey investor* (fundos de previdência e companhias de seguro) tem efeito negativo no valor das empresas.

Para McCahery et al. (2015) a classificação *dos blockholders* quanto a sua estrutura de propriedade pode interferir no valor das empresas, já que alguns tipos de *blockholders* podem ter mais incentivos a intervir do que outros.

Para Dasgupta e Piacentino (2015) diferentes *blockholders* possuem horizontes temporais distintos de investimento. Um fundo mútuo ou de hedge geralmente tem uma visão de curto prazo, enquanto um *blockholder* institucional ou membro da família normalmente

possui uma visão de longo prazo. Essas diferenças também podem distinguir o modo com que estes atuam como mecanismo de governança impactando no valor das empresas.

De acordo com Dou et al. (2014) e Edmans (2014), embora os modelos em teoria não distingam entre diferentes tipos de *blockholders*, alguns destes são menos propensos a exercer a intervenção (“voz”) ou opções de ameaça de saída (“exit”). Neste contexto, percebe-se que diferentes tipos de *blockholders* tendem a ter diferentes tipos de incentivos e competências para agir como mecanismo de governança. Com isso, a diferenciação da estrutura de propriedade dos *blockholders* pode ser útil para entender qual tipo de *blockholder* é mais eficaz na governança corporativa e na maximização de valor das empresas brasileiras. Diante disso, delimita-se a terceira hipótese desta pesquisa:

*H<sub>1c</sub>: Os diferentes tipos de blockholders, (fundos mútuos/hedge, fundos de previdência, corporações, instituições financeiras, investidor institucional, família, fundações e estatal) associam-se diferentemente com a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.*

De acordo com Volkova (2017) a maioria das empresas públicas dos EUA possui múltiplos *blockholders*. Esses *blockholders* podem diferir em relação a várias características. A diversidade entre os *blockholders* dentro de uma empresa pode ter um impacto positivo e sinérgico na criação de valor, em função destas diferentes características e conhecimentos atuando na gestão da empresa.

Estudos sobre o comportamento organizacional constataam que grupos de agentes mais heterogêneos têm uma vantagem na solução de problemas (HOFFMAN; MAIER, 1961). O modelo teórico de Hong e Page (2004) demonstra que um grupo heterogêneo supera até mesmo um grupo homogêneo de agentes com melhores habilidades de resolução de problemas. Esta conclusão sugere que a diversidade em um grupo de *blockholders* poderia aumentar suas habilidades para resolver problemas potenciais na empresa, como a expropriação de benefícios privados pela administração.

Para Volkova (2017) um grupo de diversos *blockholders* da empresa poderia ter mais informações e ter mais experiência em monitorar a gestão, o que poderia aumentar o poder de sua governança e, conseqüentemente, a criação de valor.

Alternativamente, a diversidade entre os acionistas pode afetar negativamente o valor da empresa. Um efeito adverso da heterogeneidade pode vir através de dois canais principais: conflito de interesses entre os *blockholders*, e dificuldades de coordenação e comunicação.

Os objetivos e interesses conflitantes podem fazer com que a diversidade de *blockholders* cause impacto adverso nas operações da empresa, seja por suas diferenças em suas crenças, horizontes, preferências, tolerância ao risco, o que pode criar discrepâncias em seus pontos de vista sobre as políticas desejadas. Por exemplo, Hoskisson et al. (2002) concluem que, em relação às políticas de inovação, os fundos de previdências públicos favorecem os investimentos em P&D, enquanto os investimentos profissionais gestores de fundos apoiam a aquisição de inovações de fontes externas. Tal gama de opiniões cria um conflito de interesses entre os *blockholders* e pode diminuir sua governança.

Dificuldades de coordenação entre os diferentes tipos de *blockholders* também podem diminuir sua capacidade de monitorar a empresa. O estudo de Laeven e Levine (2008) sugere que os grandes acionistas são menos propensos a cooperar quando variam em tipos de acionistas.

Crane, Koch e Michenaud (2015) concluem que grupos de investidores não conectados têm menores chances de melhorar a governança da empresa. Huang (2016) conclui que o poder de monitoramento dos *blockholders* diminui à medida que a comunicação entre eles se torna mais difícil, devido a sua heterogeneidade.

Volkova (2017) conclui que diversidade de blocos tem uma forte influência negativa no valor e nas operações da empresa. Este resultado é robusto para uma variedade de especificações e para exclusão de diferentes grupos de *blockholders*, para os autores o conflito de interesses desses diferentes grupos se sobressaem em relação a sinergia de seus diferentes conhecimentos no apoio a gestão. Diante das premissas teóricas e empíricas ambíguas, delimita-se a quarta hipótese desta pesquisa:

*H1d A diversidade dos tipos de blockholder na estrutura de propriedade da empresa influencia na criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.*

Alguns *blockholders* podem ser mais ativos que outros, independentemente de sua heterogeneidade e participação acionária. Neste sentido, e buscando não limitar a definição de *blockholder* apenas pelo tamanho da participação acionária, conforme preconizado por Edmans e Holderness (2016), buscou-se identificar os *blockholders* ativos nas empresas brasileiras, através da atuação destes acionistas, estas identificadas pelos registros nas atas de assembleias gerais ordinárias e extraordinárias.

A presença de *blockholders* ativos que participam das assembleias ordinárias e extraordinárias, que utilizam sua “voz” para controlar, aconselhar, protestar e persuadir a gestão

sinaliza um maior monitoramento, limitando os gestores/controladores a utilizar políticas em benefício próprio que, por ventura, expropiem a empresa. Diante disso, delimita-se a quinta hipótese desta pesquisa:

*H1<sub>e</sub> A participação de blockholders ativos potencializa o efeito positivo na criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.*

Muitas vezes, os *blockholders* ativos podem se unir, a fim de contestar a gestão da empresa. As inter-relações entre os *blockholders* fortalece o poder destes como mecanismo de governança. Ao atuarem juntos, os *blockholders* potencializam o poder de “voz” e de “exit”. Assim, assume-se que nas empresas onde há inter-relações entre os *blockholders* ativos, o poder destes como mecanismo de governança é maior, potencializando o efeito positivo no valor das empresas (URBAN, 2015).

Para Volkova (2017) as interações entre os acionistas que por vezes possuem informações e habilidades diferentes podem ter um efeito sinérgico no valor das empresas. A ação conjunta destes e a diversidade de seus conhecimentos pode ajudá-los a detectar e implementar políticas que maximizem o valor da empresa. Diante dessa proposição, delimita-se a sexta hipótese desta pesquisa:

*H1<sub>f</sub> As inter-relações entre os blockholders ativos potencializa a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.*

Após a apresentação da revisão da literatura e desenvolvimento das hipóteses, no próximo capítulo apresenta-se os procedimentos metodológicos.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Abordam-se neste capítulo os procedimentos metodológicos, onde trata-se da definição e delineamento da amostra, do plano de coleta e tratamento dos dados, das definições e mensurações das variáveis operacionais da tese e dos procedimentos econométricos e definição dos modelos para análise dos dados desta pesquisa.

#### 3.1 Definição e Delineamento da Amostra

A população da pesquisa é composta por todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA no período de 2010 até 2016, com exceção das empresas do setor finanças e seguros. A justificativa do período consiste na implementação dos formulários de referência em 2010, que possibilitou a identificação de toda a estrutura de propriedade das empresas. A exclusão das empresas financeiras justifica-se pela particularidade destas empresas, em especial no que tange à estrutura de capital e o formato de operação, o que causaria incompatibilidades ou dados não observáveis em algumas variáveis desta pesquisa.

Deste modo, a população da pesquisa é formada por 436 empresas e 2.705 observações extraídas da base de dados *Economática*®. Exclui-se da população as observações conforme os parâmetros a seguir:

- ✓ Eliminadas as observações em que não estava disponível o formulário de referência na CVM e Bovespa (42 observações);
- ✓ Eliminadas as observações das empresas em que não havia informações de valor de mercado disponível na *Economática*®, impossibilitando, deste modo, o cálculo das variáveis dependentes desta pesquisa (741 observações);
- ✓ Não foram consideradas na amostra observações onde o *Q Tobin* é maior ou igual a 10, totalizando 23 observações, sendo que destas 16 informações são referentes a empresas com a presença de *blockholders* e 7 são informações sem a presença de *blockholders*. O objetivo da exclusão destes dados deve-se a eliminação dos *outliers*, este mesmo método foi utilizado por Acharia, Almeida e Campello (2007) e Villalonga e Amit (2006).

Com isso, o número final de empresas avaliadas foi de 334, com 1.899 observações, estes dados compõem a amostra final deste estudo. Demonstra-se na Tabela 3 a distribuição das observações por ano, classificadas nas empresas que possuem *blockholders* com as empresas que não possuem *blockholder*, considerando o conceito base desta pesquisa.

Distribuição das Observações por Ano	<i>Presença de Blockholders</i>	<i>Não há Presença de Blockholders</i>	Total
2010	148	135	283
2011	170	118	288
2012	186	97	283
2013	186	92	278
2014	182	87	269
2015	162	90	252
2016	156	90	246
Média	1190	709	1899

Fonte: Adaptado pelo autor a partir dos dados da pesquisa.

Os dados da Tabela 3 demonstram que a presença de *blockholders* na estrutura de propriedade das empresas brasileiras é consistente e que vem evoluindo ao longo do tempo, especialmente quando se observa a proporção de empresas com a presença de *blockholders* em relação às empresas que não possuem *blockholders* no período de 2010 a 2016. No próximo tópico aborda-se o plano de coleta e tratamento dos dados.

### 3.2 Plano de Coleta e Tratamento dos Dados

Os dados referentes à formação da estrutura e propriedade das empresas brasileiras, tanto das ações ordinárias como das preferenciais, foram coletados no software *Economática*® e no *site* da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, nos formulários de referência - FRs. Nessa avaliação foi verificada a presença ou não dos *blockholders* na estrutura de propriedade das empresas em relação ao conceito base de *blockholder* utilizado nesta pesquisa, conforme definido no tópico 2.3.

Em relação à identificação e classificação dos tipos de *blockholders* (fundos mútuos/hedge, fundos de previdência, corporações, instituições financeiras, fundações, investidor institucional individual, famílias e estatal) foi verificada tal informação através dos FRs no item controle acionário no portal eletrônico da CVM ou da BM&FBOVESPA. Salienta-se que para identificação final do *blockholder* investigou-se a estrutura de propriedade até a última instância informada pela CVM.

Para identificação em fundos mútuos/hedge, foram considerados os *blockholders* denominados como fundos de investimento, que não são relacionados com previdência pública ou privada. Para identificação dos fundos de previdência, consideraram-se todos os *blockholders* denominados como fundos que possuem natureza de previdência pública ou privada, abertos ou fechados.

Para as corporações, consideraram-se empresas e companhias não financeiras as quais não se conseguiu chegar até os acionistas finais; para instituições financeiras considerou-se

bancos e ou entidades de investimentos não tratados como fundos mútuos/hedge ou de previdência.

No caso das fundações, consideraram-se as entidades denominadas como fundações, para investidor institucional individual, considerou-se a participação de indivíduos sem relação familiar com o controlador. No caso da identificação do *blockholder* familiar, consideraram-se indivíduos com relação familiar com os controladores da empresa, para identificação da relação familiar utilizou-se o sobrenome dos controladores para esta associação.

Após a classificação dos *blockholders* realizada no site da CVM e da Ibovespa, para mensurar a diversidade dos *blockholders* presentes na estrutura de propriedade da empresa, contaram-se os diferentes tipos de *blockholders*, conforme classificação já exposta e de acordo com o conceito base de *blockholder* dessa pesquisa.

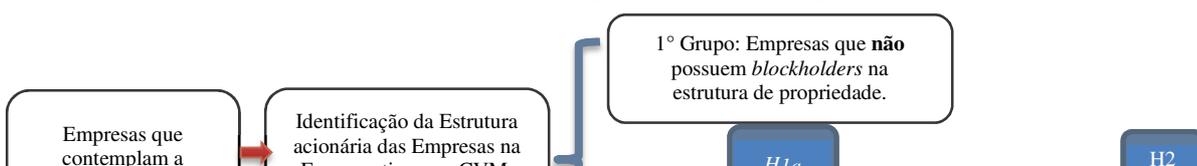
Para identificação da presença de *blockholders* ativos nas empresas e suas inter-relações, foram consultadas todas as atas de AGOs e AGEs de todas as empresas no período desta pesquisa. Procuraram-se manifestações, protestos e declarações dos acionistas nestas atas. Ao encontrar intervenções destes *blockholders*, classificaram-se estes como ativos. Salienta-se que, neste caso, foram considerados ativos os acionistas que intervieram independente do nível da participação acionária que possuíam na empresa.

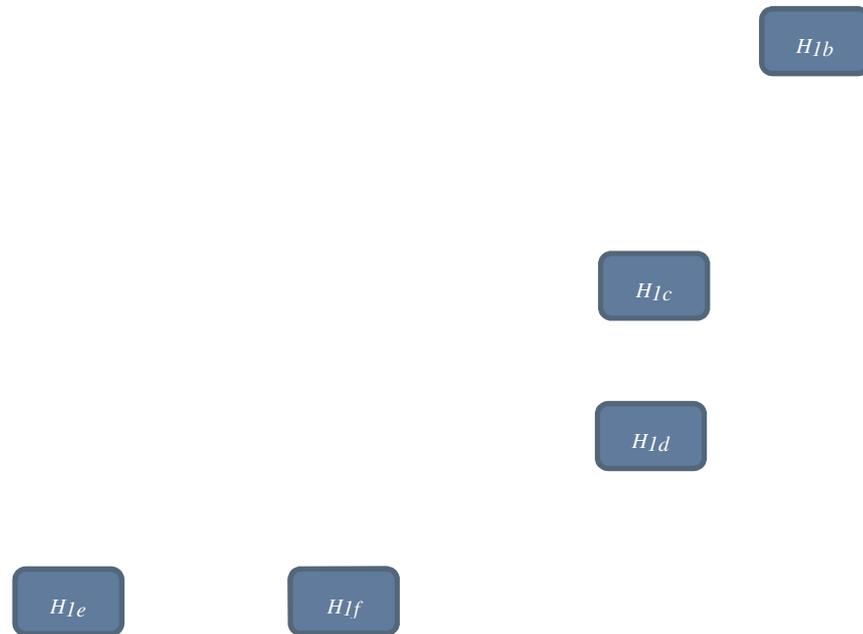
Após a consulta de todas as atas de AGOs e AGEs e identificação dos acionistas ativos, realizou-se uma busca em todas as empresas identificando a participação destes acionistas também em outras empresas. As empresas em que foi identificada a participação destes acionistas foram classificadas como empresas com a presença de acionistas ativos ou *blockholder* ativos.

Além disso, verificaram-se as inter-relações entre estes *blockholders* ativos, no caso da intervenção ser feita conjuntamente entre dois ou mais *blockholders*, classificou-se a empresa com presença de inter-relações entre os *blockholders* ativos.

Conforme descrito, para atendimento das hipóteses da pesquisa a separação e a análise dos grupos foram feitas de acordo com a Figura 2.

Figura 2 - Fluxograma de Coleta e Separação de Dados





Fonte: Adaptado pelo autor segundo dados da pesquisa.

As demais informações em relação às variáveis dependentes e de controle desta pesquisa foram coletadas do software *Econômica*® e nos FRs. No próximo tópico, abordam-se as definições e mensuração das variáveis operacionais da tese.

### 3.3 Definições e Mensuração das Variáveis Operacionais da Tese

Para mensuração das variáveis dependentes de criação de valor, utilizou-se como critério o *Q de Tobin* conforme os autores De La Hoz e Pombo (2016) e Volkova (2017) e o Retorno das ações com base nos autores Brown e Warner (1985) e Luiz, Nascimento e Pereira (2008).

Para o *Q de Tobin* testou-se o Q de Chung (1994) e o Q de Lee e Tompkins (1999), para cálculo dos retornos testou-se o retorno anual, ajustados para proventos relativos à ação mais líquida da empresa entre ON e PN em cada ano avaliado. Para verificação da ação mais líquida seguiu-se como critério o volume de negócios em dinheiro para cada classe de ação em cada ano avaliado nesta pesquisa, adicionalmente também testou o retorno sobre a variação no valor de mercado total da empresa, neste caso sem ajuste de proventos.

Para definição da escolha das variáveis realizou-se um teste de correlação entre todas, (Apêndice A). Notou-se que os dois Q avaliados são altamente correlacionados (0.95), nesta condição optou-se pela utilização do Q de Chung, pois neste caso o número de informações e empresas da amostra é maior, o Q de Lee e Tompikins exige algumas variáveis a mais para cálculo como especificado no tópico 2.6, o que ocasionaria a perda de 41 observações da amostra.

Em relação aos retornos, o índice de correlação entre estes também é alto (0.82), com isso optou-se pela mensuração dos retornos através do retorno anual ajustado para proventos da ação mais líquida da empresa. Justifica-se essa condição, pois essa variável é a que menos apresentou correlação com o índice *Q de Chung* (0.12). Essa correlação baixa justifica também a utilização dessas duas métricas nesta pesquisa, pois embora ambas expressem a criação de valor ao acionista de uma empresa, elas não possuem alta correlação e, portanto mensuram a criação de valor de forma distinta.

Para definição das variáveis independentes desta pesquisa, primeiramente delimita-se *blockholder* conforme o conceito base desta pesquisa, onde o *blockholder* é identificado com o acionista que possui no mínimo 5% das ações ordinárias e ou 10% das ações preferencias, mas que não faça parte do controle acionário da empresa.

As variáveis independentes que interferem na força dos *blockholders* como mecanismo de governança, (participação acionária do *blockholder*, número de *blockholders* na estrutura de propriedade das empresas, liquidez das ações, remuneração dos gestores baseado no preço das ações) estão justificadas no referencial teórico da tese conforme descrito na seção 2.4 (EDMANS; HOLDERNNES, 2016; URBAN, 2015; BHARATH et al., 2013; EDMANS, 2009; DOU et al., 2014).

Para mensuração dessas variáveis salienta-se que para a participação acionária dos *blockholders* em função da existência de duas classes de ações no Brasil, pretende-se utilizar uma variável para mensurar a soma da participação ordinária e outra, a fim de mensurar a soma da participação preferencial dos *blockholders*.

Para o número de *blockholders* foi avaliado quantos acionistas a empresa possui na estrutura de propriedade dentro do conceito base de *blockholder* desta pesquisa, do mesmo modo em função da presença de ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN) foi separado o n° de *blockholder* por tipo de classe de ação.

Em relação à variável liquidez, por também envolver as duas classes de ações existentes, nos casos de haver *blockholders* com participação ordinária e preferencial utilizou-se a liquidez da classe da ação em que os *blockholders* possuem maior participação acionária total na

empresa. Para cálculo desta variável, primeiramente, tentou-se utilizar a métrica de Amihud e Mendelson (1986), que divide a quantidade de ações negociadas pela quantidade em “*free float*”.

Entretanto, em função de problemas com os dados da quantidade de ações em “*free float*”, que segundo a *Economática*® não estão corretas para os anos de 2010 a 2012, optou-se por criar uma métrica alternativa, dividindo o valor anual negociado da classe de ação em que os *blockholders* possuem maior participação pelo valor de mercado anual desta. Essa métrica demonstra a liquidez baseada na relação entre o valor de negócios e o valor total da classe da ação da empresa em que os *blockholders* possuem maior participação na empresa.

Para a variável vinculação da remuneração dos gestores aos preços das ações, utilizou-se uma *dummy* para identificação das empresas que utilizam pagamento por opção de ação ou plano de ações.

Em relação à variável independente do tipo de *blockholder* segue-se a classificação adaptada de Edmans (2014), Edmans e Holderness (2016) e Volkova (2017), onde os tipos de *blockholders* podem ser divididos em: fundos mútuos/hedge, fundos de previdência, corporações, instituições financeiras, investidores institucionais individuais, familiares, fundações e estatal.

Para mensuração da variável de diversidade de *blockholder* seguiu-se a premissa de Volkova (2017), utilizou-se a contagem dos diferentes tipos de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade da empresa, conforme a classificação exposta no parágrafo acima.

Em relação a variável da presença de *blockholder* ativo, foi considerada toda a empresa em que ao menos um dos seus acionistas interferiu via manifestação, declaração ou protesto, através das AGOs e AGEs, nas empresas que contemplam toda a amostra, independente da participação acionária. As inter-relações foram identificadas quando dois ou mais *blockholders* ativos interferiram nas empresas conjuntamente através do mesmo documento de intervenção.

Em se tratando das variáveis de controle tamanho, endividamento, tangibilidade, crescimento, idade, liquidez, setor, beta e ano de observação, segue-se os trabalhos de Volkova (2017), De La Hoz e Pombo (2016), Grando et al. (2016), Dou et al. (2014), Chen et al. (2015) e Konijn et al. (2011). No Quadro 1 são apresentadas as características das variáveis: nome, classificação, fórmula e explicação de cada métrica utilizada.

Variável	Classificação	Fórmula/Descrição:	Explicações da Métrica	Autores de Base
Q de Tobin (Q)	Variável Dependente	$\frac{VMA + PS + VD}{AT}$	Valor de mercado total das ações das empresas mais o passivo total menos o ativo circulante, dividido pelo ativo total.	Chung e Pruitt (1994)
Retorno (R)	Variável Dependente	$\frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$	Retorno da ação mais líquida ajustada para proventos da empresa de acordo com o volume \$ de negócio anual.	Brown e Warner (1985)
Block	Variável Independente	Presença ou não de <i>blockholders</i> na estrutura de propriedade das empresas, balizada no mínimo em 5% das ações ordinárias e 10% das preferenciais na participação.	Variável <i>Dummy</i> , empresas com <i>blockholder</i> assumem 1, as demais empresas assumem valor 0.	Adaptado de Urban, (2015); Edmans; Holderness, (2016), Dou et. al., (2014)
PARTON	Variável Independente	Participação percentual das ações em posse dos <i>blockholders</i> da empresa.	Ações ordinárias em posse dos <i>blockholders</i> .	Edmans (2014)
PARTPN	Variável Independente	Participação percentual das ações em posse dos <i>blockholders</i> da empresa.	Ações preferenciais em posse dos <i>blockholders</i> .	Adaptado de Edmans (2014)
NBON	Variável Independente	Número de <i>blockholders</i> presentes na estrutura de propriedade das empresas.	Número contínuo que representa quantos <i>blockholders</i> fazem parte da estrutura acionária ordinária da empresa.	Edmans e Manso (2011), Edmans (2014)
NBPN	Variável Independente	Número de <i>blockholders</i> presentes na estrutura de propriedade das empresas.	Número contínuo que representa quantos <i>blockholders</i> fazem parte da estrutura acionária preferencial da empresa.	Adaptado de Edmans e Manso (2011), Edmans (2014)
LIQ	Variável Independente	Valor Negociado da Ação/Valor de Mercado	Valor negociado anual da ação em que os <i>blockholders</i> possuem maior participação, dividido pelo valor de mercado anual desta.	Elaboração própria
REM	Variável Independente	Remuneração Variável dos Executivos baseada no preço das ações.	Variável <i>Dummy</i> , sendo 1 para existência de remuneração baseada no preço das ações e 0 para caso oposto.	Chen et al. (2015)
TB	Variável Independente	Tipos de <i>blockholders</i> divididos em fundos mútuos/hedge, fundos de previdência, corporações, instituições financeiras, investidores institucionais individuais, famílias, fundações e estatal.	Variável <i>Dummy</i> , para separação dos tipos de <i>blockholders</i> .	Adaptado de Edmans; Holderness, (2016)
DIV	Variável Independente	Contagem da diversidade de <i>blockholders</i> presentes na estrutura de propriedade da empresa	Número contínuo que representa quantos tipos de <i>blockholders</i> fazem parte da empresa.	Volkova (2017)
ATIV	Variável Independente	Presença de acionista ativo através da identificação das Agos e Ages.	Variável <i>Dummy</i> , para separação dos <i>blockholders</i> ativos e não ativos	Adaptado de Edmans (2014) e Urban (2015)
INTER	Variável Independente	Presença de inter-relações entre os acionistas	Variável <i>Dummy</i> , para separação das empresas com inter-relações.	Urban (2015)
Tamanho (TAE)	Variável de Controle	$\text{Log}(\text{Ativo})$	Tamanho da empresa.	De La Hoz e Pombo (2016), Grando et al (2016)

Endividamento (AL)	Variável de Controle	Passivo Total / Patrimônio Líquido	Razão entre o total das obrigações e o patrimônio líquido investido pelos acionistas.	Procyanoy e Schnorrenberger (2004)
SETOR (SET)	Variável de Controle	Segmentos das empresas conforme os 20 setores da Economática	Variável <i>Dummy</i> para diferenciação do setor.	Konijn et al. (2011)
Crescimento (CR)	Variável de Controle	(Valor da Receita Operacional Líquida em t/ Valor da Receita Operacional Líquida em t -1) -1	Diferença entre a receita operacional do ano t com o ano t-1.	Chen et al. (2015)
Tangibilidade (TG)	Variável de Controle	Ativo Imobilizado/Ativo	Valor do ativo imobilizado dividido pelo ativo total.	De La Hoz e Pombo (2016)
Idade (ID)	Variável de Controle	<i>Log(Idade)</i>	Idade da empresa em relação a data de fundação.	Grando et al. (2016)
LIQUIDEZ (LI)	Variável de Controle	$100 * p/P * \sqrt{n/N * v/V}$ p = n° de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação. P = n° total de dias do período. n = n° negócios com a ação. N = n° de negócios com todas as ações. v = volume em dinheiro com a ação. V = volume em dinheiro com todas as ações.	Liquidez da classe da ação mais líquida do ano avaliado.	Economática®
BETA (B)	Variável de Controle	Covariância da ação com o mercado / variância do mercado	Risco da ação mais líquida negociada em cada período em relação ao mercado	Chen et al. (2015)
Ano da Observação (Ano)	Variável de Controle	Ano em que as observações foram coletadas 2010 até 2016.	Ano das observações, variável <i>Dummy</i> para cada ano.	De La Hoz e Pombo (2016)

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da fundamentação teórica.

Na próxima seção são utilizadas todas as variáveis do Quadro 1 para os procedimentos econométricos e definição dos modelos e das variáveis de análise.

### 3.4 Procedimentos Econométricos e Definição dos Modelos e das Variáveis de Análise

A técnica de análise que foi utilizada é a estimação por regressão linear múltipla, pelo método dos mínimos quadrados ordinários com dados em painel. Utilizou-se o *Stata 14* e o *Eviews 9* para análise dos dados. Os modelos das variáveis dependentes Q e R são compostos por seis (6) equações em cada variável, que correspondem à investigação de cada hipótese desta pesquisa.

O primeiro teste realizado foi o de matriz de correlação, entre as variáveis de cada modelo, neste âmbito tem-se duas formas de cálculo, o teste de matriz de correlação de Pearson e o de Spearman. Um dos pressupostos da matriz de correlação de Pearson é de normalidade na distribuição das variáveis analisadas, trata-se de um teste paramétrico. Por outro lado, a correlação de Spearman não assume tal pressuposto de normalidade dos dados, pois trata-se de um teste não paramétrico (PONTES, 2015). Conforme os resultados do Apêndice B, os dados desta pesquisa não possuem distribuição normal, conforme o teste de *Jarque-Bera*, com isso optou-se pela utilização da correlação de Spearman nesta pesquisa.

Conforme Lira (2004) a lógica da interpretação dos resultados do teste de correlação pode ser feita do seguinte modo: Se o coeficiente encontrado for igual a 1, existe correlação linear perfeita entre as duas variáveis testadas, caso o coeficiente seja igual a -1, indica correlação linear negativa perfeita nas variáveis, e em casos do coeficiente ser igual a 0 não existe correlação linear. Todavia os valores acima 1 e -1 são os extremos, de maneira mais adequada Callegari Jacques (2003) sugere a interpretação conforme quadro 2.

Quadro 2: Interpretação Matriz de Correlação

Parâmetros	Interpretação
se $0,00 < \rho^{\wedge} < 0,30$	Existe fraca correlação linear;
se $0,30 \leq \rho^{\wedge} < 0,60$	Existe moderada correlação linear;
se $0,60 \leq \rho^{\wedge} < 0,90$	Existe forte correlação linear;
se $0,90 \leq \rho^{\wedge} < 1,00$	Existe correlação linear muito forte.

Fonte: Adaptado de Callegari Jacques (2003)

O teste de correlação de Spearman justifica-se, pois a utilização de duas variáveis com o mesmo comportamento (colinearidade) poderia prejudicar a estimação dos coeficientes e o poder de explicação dos modelos. O teste foi aplicado em todas as variáveis discutidas no quadro 1, conforme as equações por hipóteses, os resultados estão descritos por equação no Apêndice C.

No segundo teste, foi aplicado o teste para multicolinearidade, esta ocorre quando uma variável independente é explicada (correlacionada) pela combinação de duas ou mais variáveis juntas, e isso pode não ser captado pela análise da matriz de correlação de Spearman explicada acima, já que esta considera apenas testes em pares individuais e não combinações.

Para análise da multicolinearidade, foram feitas regressões conforme os modelos originais para cada hipótese e aplicado o teste VIF (*variance inflation factors*), onde procurou-se identificar multicolinearidade entre as variáveis, já que problemas de multicolinearidade afetam (de forma negativa) as estimativas da regressão e podem conduzir a falsas conclusões.

Segundo Hair et al. (2005) e Baum (2006) a interpretação do teste (VIF) pode ser feita levando em consideração que valores acima de 10 evidenciam indícios de multicolinearidade. Os resultados do teste VIF estão no Apêndice D.

Diante dos resultados do primeiro teste (colinearidade), os resultados gerais indicaram forte correlação entre tamanho (TAE) e liquidez (LI) 0.640, participação ordinária dos *blockholders* (PARTON) e o número de *blockholders* ordinários (NBON) 0.8345, e para participação preferencial dos *blockholders* (PARTPN) e o número de *blockholders* preferenciais (NBPN) 0.9330. Salienta-se que, as correlações verificadas possuem explicação lógica, já que geralmente empresas de maior tamanho também possuem maior liquidez de seus

papéis em bolsa, bem como, na maioria das vezes quanto maior o número de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade, maior será a soma da participação acionária destes nas empresas.

Diante dos resultados do primeiro e do segundo teste, optou-se pela exclusão da variável NBON e da NBPN do modelo da hipótese  $H_{1b}$ , em detrimento da elevada correlação com PARTON e PARTPN, identificados na correlação de Spearman e confirmado no teste VIF. Contudo, salienta-se que, optou-se pela manutenção da variável TAE e LI, pois embora tenha-se indícios de forte correlação entre essas variáveis no teste de correlação de Spearman, no teste do VIF o comportamento foi normal, nenhum resultado para todos os modelos finais testados foi superior a 2.0 conforme Apêndice D.

Justifica-se a exclusão de NBON e da NBPN em detrimento de PARTON e PARTPN, pois em um primeiro momento, entende-se que as variáveis participações expressam mais fortemente os incentivos que os *blockholders* possuem para intervir conforme Edmans (2014) e Edmans e Holdernnes (2016). Entretanto, salienta-se que serão realizadas posteriormente nos testes de robustez, análises alternativas com a inclusão das variáveis NBON e da NBPN.

Testou-se também a questão da presença de raiz unitária nas variáveis dependentes da pesquisa. Conforme Margarido e Medeiros Junior (2006), quando uma variável apresenta raiz unitária, os pressupostos estatísticos de que a média e a variância devem ser constantes ao longo do tempo são violados, comprometendo, dessa forma, os resultados obtidos com a utilização de modelos econométricos, pois a regressão é considerada espúria, isto é, sem significado econômico.

Deste modo, realizou-se o teste de Dickey-Fuller Aumentado (ADF), para verificação da presença de raiz unitária nos dados. O teste Dickey-Fuller parte da pressuposição de que os termos de erros nas equações acima são identicamente e independentemente distribuídos, isto é não apresentam autocorrelação. Em função disso, o teste Dickey-Fuller foi ampliado de forma a incorporar defasagens em relação à variável que está sendo analisada.

A hipótese nula deste teste é a presença de raiz unitária nas variáveis; os resultados para as variáveis dependentes desta pesquisa apontaram rejeição da hipótese nula, indicando que os dados não possuem raiz unitária. Os resultados estão expressos no Apêndice E.

De acordo com Favero (2013), em contabilidade e finanças, a utilização de modelos que considerem dados oriundos de várias *cross-sections* ao longo do tempo, ou também chamados dados em painel, vem se tornando crescente e importante. Isso ocorre porque geralmente as informações das entidades pesquisadas, sejam empresas, municípios ou países são divulgadas

periodicamente, e é natural a aplicação de modelos longitudinais para o estudo de fenômenos que sofrem influência das diferenças entre as entidades e a evolução temporal.

Conforme Marques (2000), os dados em painel fornecem uma maior quantidade de informação com menos colinearidade entre as variáveis, maior variabilidade dos dados, mais graus de liberdade, possibilitando uma estimativa mais eficiente.

Há diferentes modelos de dados em painel, a distinção básica deles está atrelada a dados empilhados (Pooled), existência de efeitos fixos (EF) ou aleatórios (EA) na característica dos dados (WOOLDRIDGE, 2006).

De acordo com Cameron e Trivedi (2009), o passo inicial para a aplicação de um modelo com dados em painel é a aplicação do modelo de dados empilhados (Pooled ordinary least squares), que assume que os regressores são exógenos e que o termo de erro seja  $\mu_{it}$ , em vez da decomposição  $\alpha_i + \varepsilon_{it}$ . Portanto:

$$y_{it} = \beta_0 + x'_{it} \beta_1 + \mu_{it}$$

De acordo com Favero (2013), o EF ocorre quando os efeitos no nível das entidades (empresas) são aleatórios; nota-se que o termo “efeito fixo” dá uma ideia contrária à modelagem. O modelo EF apresenta uma premissa fundamental, de que os regressores sejam correlacionados com os efeitos do nível do indivíduo ou entidade, deste modo, para que ocorra uma estimação consistente do modelo é necessário à exclusão ou controle dos efeitos fixos que não possuem variação temporal. Pode-se especificar um modelo que leva em conta os efeitos específicos de um indivíduo ou entidade para a variável dependente  $y_{it}$  específica que:

$$y_{it} = \beta_0 + x'_{it} \beta_1 + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

Na equação acima  $x'_{it}$  são regressores,  $\beta_0$  são os efeitos aleatórios específicos de indivíduo e  $\varepsilon_{it}$  representa o erro idiossincrático. Ainda conforme Favero (2013) a vantagem do modelo de EF é que pode ser atingido um estimador sólido do efeito marginal do j-ésimo regressor de  $E(y_{it} | \beta_0, x_{it})$ , dado que  $x_{j,it}$  varia no tempo.

Diferentemente, no modelo de EA, o  $\beta_0$  é aleatório, ou seja, não é correlacionado com os regressores. Deste modo, a estimação é elaborada com um estimador FGLS (feasible generalized least squares). A vantagem deste tipo de modelo EA é que ele estima todos os coeficientes, mesmo dos regressores que não variam no tempo, e, portanto os efeitos marginais, como é o caso das *dummies* de setor, por exemplo.

Cada modelo POOLED, EF ou EA requer premissas diferentes, que dependerão das características dos dados e variáveis da pesquisa, portanto, não existe o pior, ou melhor, modelo e, sim, o mais apropriado para os dados em questão. Nesta pesquisa, realizaram-se testes preliminares nos modelos de cada variável dependente para avaliação de qual modelo de painel é mais adequado para os dados.

Primeiramente, realizou-se o teste de Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM) para testar a utilização de modelo de efeitos aleatórios (EA) contra o modelo POOLED. Conforme Torres (2007) a hipótese nula no teste LM é que as variações entre entidades são zero, isto é, não há diferença significativa entre as unidades da pesquisa, com isso a hipótese nula do teste é a utilização de POOLED.

Os resultados dos testes para os modelos que consideram a variável dependente Q indicaram rejeição da hipótese nula, conforme os resultados no Apêndice F, e com isso a indicação do modelo de painel de EA. No caso dos testes considerando a variável R, a hipótese nula foi aceita, conforme resultados do Apêndice G, e com isso sugere-se a utilização do modelo POOLED para os modelos dessa variável.

A fim de reforçar o teste acima, realizou-se outro teste adicional de redundância de efeitos fixos, para testar a utilização do modelo de efeitos fixos (EF) contra o modelo POOLED. Conforme Costa (2016), este teste verifica se a regressão com dados agrupados (*pooled regression*), isto é, sem efeitos nas unidades, seria adequada para evidenciar a relação das variáveis, ou seja, a hipótese nula neste caso é a utilização de POOLED.

Os resultados para os modelos que consideram a variável Q rejeitaram a hipótese nula, indicando ser mais apropriada a utilização de EF. Entretanto, os resultados para a variável R indicaram a aceitação da hipótese nula, sugerindo novamente a utilização do modelo POOLED para os modelos desta variável, os resultados do teste estão no Apêndice H.

Com isso, para a variável R, assume-se a utilização do modelo POOLED, pois tanto no teste de LM comparando com EA, como no teste de redundância de efeitos fixos comparando com EF, houve prevalência pela utilização de POOLED.

Para a variável Q, onde ainda tem-se a opção por EF ou EA, foi realizado o teste de Hausman. Conforme Fávero (2013) este teste consiste na verificação da existência de correlação entre  $\varepsilon_{it}$  e  $x'_{it}$ , assumindo que os erros idiossincráticos e as variáveis explicativas não são correlacionados ao longo do tempo, ou seja, a hipótese nula do teste é a opção pelo modelo EA. O resultado do teste de Hausman indicou a rejeição da hipótese nula, conforme Apêndice I e, com isso, indica-se a utilização de EF para os modelos da variável Q.

Após a definição do tipo de painel a ser utilizado para cada variável, investigou-se a presença de heteroscedasticidade nos resíduos através do teste de WALD, com os dados já rodados em painel, de acordo com as especificações acima. O teste de Wald é obtido por comparação entre a estimativa de máxima verossimilhança do parâmetro ( $\hat{\beta}_1$ ) e a estimativa de seu erro padrão. Os testes em ambas as variáveis indicaram haver presença de heteroscedasticidade em todos os modelos conforme Apêndice J. Neste quesito, também foi realizada a análise gráfica dos resíduos com a variável dependente de cada modelo em todas as hipóteses, o que fortaleceu a confirmação da presença de heteroscedasticidade em todos os modelos.

Embora não seja possível fazer um teste de autocorrelação em painéis com 6 anos, a análise gráfica dos resíduos indicou haver presença de auto correlação nos resíduos. Com isso, para tratamento da heteroscedasticidade e a autocorrelação utilizou-se o comando “cluster” no *stata*, deste modo, usando erros padrão robustos à heteroscedasticidade e a autocorrelação e agrupados por empresa, conforme também realizado nos trabalhos de Chen et al. (2015) e Bharath et al. (2013).

Em relação à endogenidade dos modelos, que conforme Wooldridge (2011) é qualquer situação onde uma variável explicativa é correlacionada com o termo do erro". É importante ressaltar que a presença de variáveis endógenas nos modelos podem causar problemas de viés nos coeficientes betas, e de inconsistência nos resultados gerais do modelo. A endogenidade pode ser causada por variáveis omitidas, erros de mensuração e simultaneidade.

Assim sendo, para todos os modelos, realizaram-se regressões alternativas, considerando a variável independente de cada modelo como dependente e regredindo com todas as demais variáveis do modelo convencional. Após foram realizados regressões desse termo do erro dessas regressões alternativas com o termo original do erro das equações normais, em todos os casos os erros não são correlacionados, os coeficientes foram iguais à zero em todas as comparações. Esses resultados indicam não haver correlação entre as variáveis explicativas e o termo do erro dos modelos originais, dito de outra forma, não há presença de variáveis endógenas nos modelos dessa pesquisa, os testes estão no Apêndice L.

Testou-se também a inclusão do termo do erro da equação normal nas equações alternativas conforme explicitadas acima, em nenhum dos casos o termo do erro da equação normal apresentou significância estatística nestas equações, indicando novamente que não há presença de variáveis endógenas nos modelos dessa pesquisa. Para fortalecer essa análise realizou também um teste de correlação direta entre o termo do erro da equação normal e as variáveis independentes de cada modelo, novamente em nenhum dos casos houve significância.

Salienta-se ainda, que os resíduos gerados em ambas as regressões não possuem distribuição normal, conforme Apêndice M e que os painéis gerados para ambas as variáveis não são balanceados, uma vez que algumas empresas não divulgaram todas as informações anuais conforme estabelecido no quadro 1. No quadro 3 apresenta-se os modelos por variável e por hipótese.

Quadro 3: Modelo Aplicado para Teste das Hipóteses da Pesquisa

Hipótese	Equação
$H_{1a}$	$Q_{it} = B_0 + \beta_1(BLOCK)_{it} + \beta_2(TAE)_{it} + \beta_3(AL)_{it} + \beta_4(CR)_{it} + \beta_5(TG)_{it} + \beta_6(ID)_{it} + \beta_7(LI)_{it} + \beta_8(B)_{it} + \beta_9(ANO)_{it} + \alpha_i + erro_{it}$ $R_{it} = B_0 + \beta_1(BLOCK)_{it} + \beta_2(TAE)_{it} + \beta_3(AL)_{it} + \beta_4(SET)_{it} + \beta_5(CR)_{it} + \beta_6(TG)_{it} + \beta_7(ID)_{it} + \beta_8(LI)_{it} + \beta_9(B)_{it} + \beta_{10}(ANO)_{it} + erro_{it}$
$H_{1b}$	$Q_{it} = B_0 + \beta_1(PARTON)_{it} + \beta_2(PARTPN)_{it} + \beta_3(LIQ)_{it} + \beta_4(REM)_{it} + \beta_5(TAE)_{it} + \beta_6(AL)_{it} + \beta_7(CR)_{it} + \beta_8(TG)_{it} + \beta_9(ID)_{it} + \beta_{10}(LI)_{it} + \beta_{11}(B)_{it} + \beta_{12}(ANO)_{it} + \alpha_i + erro_{it}$ $R_{it} = B_0 + \beta_1(PARTON)_{it} + \beta_2(PARTPN)_{it} + \beta_3(LIQ)_{it} + \beta_4(REM)_{it} + \beta_5(TAE)_{it} + \beta_6(AL)_{it} + \beta_7(SET)_{it} + \beta_8(CR)_{it} + \beta_9(TG)_{it} + \beta_{10}(ID)_{it} + \beta_{11}(LI)_{it} + \beta_{12}(B)_{it} + \beta_{13}(ANO)_{it} + erro_{it}$
$H_{1c}$	$Q_{it} = B_0 + \beta_1(TB)_{it} + \beta_2(TAE)_{it} + \beta_3(AL)_{it} + \beta_4(CR)_{it} + \beta_5(TG)_{it} + \beta_6(ID)_{it} + \beta_7(LI)_{it} + \beta_8(B)_{it} + \beta_9(ANO)_{it} + \alpha_i + erro_{it}$ $R_{it} = B_0 + \beta_1(TB)_{it} + \beta_2(TAE)_{it} + \beta_3(AL)_{it} + \beta_4(SET)_{it} + \beta_5(CR)_{it} + \beta_6(TG)_{it} + \beta_7(ID)_{it} + \beta_8(LI)_{it} + \beta_9(B)_{it} + \beta_{10}(ANO)_{it} + erro_{it}$
$H_{1d}$	$Q_{it} = B_0 + \beta_1(DIV)_{it} + \beta_2(TAE)_{it} + \beta_3(AL)_{it} + \beta_4(CR)_{it} + \beta_5(TG)_{it} + \beta_6(ID)_{it} + \beta_7(LI)_{it} + \beta_8(B)_{it} + \beta_9(ANO)_{it} + \alpha_i + erro_{it}$ $R_{it} = B_0 + \beta_1(DIV)_{it} + \beta_2(TAE)_{it} + \beta_3(AL)_{it} + \beta_4(SET)_{it} + \beta_5(CR)_{it} + \beta_6(TG)_{it} + \beta_7(ID)_{it} + \beta_8(LI)_{it} + \beta_9(B)_{it} + \beta_{10}(ANO)_{it} + erro_{it}$
	$Q_{it} = B_0 + \beta_1(ATIV)_{it} + \beta_2(TAE)_{it} + \beta_3(AL)_{it} + \beta_4(CR)_{it} + \beta_5(TG)_{it} + \beta_6(ID)_{it} + \beta_7(LI)_{it} + \beta_8(B)_{it} + \beta_9(ANO)_{it} + \alpha_i + erro_{it}$

<i>H<sub>1e</sub></i>	$R_{i,t} = B_0 + \beta_1(ATIV)_{i,t} + \beta_2(TAE)_{i,t} + \beta_3(AL)_{i,t} + \beta_4(SET)_{i,t} + \beta_5(CR)_{i,t} + \beta_6(TG)_{i,t} + \beta_7(ID)_{i,t} + \beta_8(LI)_{i,t} + \beta_9(B)_{i,t} + \beta_{10}(ANO)_{i,t} + erro_{i,t}$
<i>H<sub>1f</sub></i>	$Q_{i,t} = B_0 + \beta_1(INTER)_{i,t} + \beta_2(TAE)_{i,t} + \beta_3(AL)_{i,t} + \beta_4(CR)_{i,t} + \beta_5(TG)_{i,t} + \beta_6(ID)_{i,t} + \beta_7(LI)_{i,t} + \beta_8(B)_{i,t} + \beta_9(ANO)_{i,t} + \alpha_i + erro_{i,t}$ $R_{i,t} = B_0 + \beta_1(INTER)_{i,t} + \beta_2(TAE)_{i,t} + \beta_3(AL)_{i,t} + \beta_4(SET)_{i,t} + \beta_5(CR)_{i,t} + \beta_6(TG)_{i,t} + \beta_7(ID)_{i,t} + \beta_8(LI)_{i,t} + \beta_9(B)_{i,t} + \beta_{10}(ANO)_{i,t} + erro_{i,t}$

O quadro apresenta os modelos para investigação das hipóteses desta pesquisa. As variáveis são: Q de Tobin - (Q); Taxa de Retorno - (R); presença de *blockholder* - Block; participação acionária do *blockholder* - PARTON e PARTPN; liquidez das ações da empresa em posse dos *blockholders* - Liq; remuneração baseada em ações dos gestores - Rem; tipo de *blockholder* -TB; diversidade de *Blockholders*- DIV; presença de *blockholder ativos* - ATIV; presença de inter-relações entre os *blockholder ativos* - INTER; Tamanho da Empresa - TAE; Nível de Alavancagem - AL; Setor da Empresa - SET; Crescimento da Receita - CR; Tangibilidade - TG; Idade - ID; Liquidez - LI; Beta - B; Ano da informação - Ano. A informação *i* representa a empresa e o *t* é o tempo para cada informação.

Fonte: Elaborado pelo autor segundo dados da pesquisa.

Os modelos utilizados para análise são compostos pela variável dependente Q que representa a variável de criação de valor *Q de Tobin* e pela R que representa a métrica de mensuração do retorno das ações.

A variável independente da hipótese *H<sub>1a</sub>* é a *BLOCK* que identifica a presença de *blockholders* nas empresas. As variáveis independentes da hipótese *H<sub>1b</sub>* são PARTON que representa a participação acionária em ações ordinárias dos *blockholders*, a variável PARTPN que representa a participação preferencial em posse dos *blockholders*. Na sequência tem-se a variável LIQ que representa a liquidez das ações, onde os *blockholders* possuem maior participação e a variável REM que identifica as empresas com a presença de *blockholders* em que os gestores possuem remuneração baseada nos preços das ações.

Na hipótese *H<sub>1c</sub>* a variável independente é a TB, que representa os tipos de *blockholders*, na hipótese *H<sub>1d</sub>* a variável independente é a DIV que apresenta o número dos diferentes tipos de *blockholders* que possuem participação na empresa. Para as hipóteses *H<sub>1e</sub>* e *H<sub>1f</sub>* as variáveis independentes são ATIV e INTER, respectivamente.

Os demais itens que compõem o modelo são as variáveis de controle: TAE -Tamanho da empresa; AL - Endividamento; SET - Segmento de atuação da empresa; CR - Crescimento; TG - Tangibilidade; ID - Idade; LI - Liquidez ; B - beta e Ano - ano da informação.

Além destas, tem-se o termo  $\alpha_i$  que é o intercepto específico para cada unidade que afeta a relação da variável dependente com as demais e o  $erro_{i,t}$  representa o erro residual do modelo de regressão. Neste ponto, salienta-se que para o modelo do Q, onde foi utilizado painel com EF não é possível controlar setor e por isso não há presença desta variável nesse modelo,

e no caso do modelo R não há o termo  $\alpha_i$  em função da condição do POOLED. No Quadro 4 apresenta-se o sinal esperado dos betas das variáveis independentes de acordo com as hipóteses apresentadas no capítulo 2.7.

Quadro 4: Sinais Esperados para as Variáveis Independentes

Hipótese	Variável	Sinal Esperado e Significância	Significância Estatística
$H1a$	Block	$\beta > 0$	B#0
$H1b$	PART-LIQ-REM	$\beta > 0$	B#0
$H1c$	TB	B > ou < 0	B#0
$H1d$	DIV	B > ou < 0	B#0
$H1e$	ATIV	$\beta > 0$	B#0
$H1f$	INTER	$\beta > 0$	B#0

Fonte: Elaborado pelos autores segundo dados da pesquisa.

Após a apresentação dos procedimentos metodológicos no próximo capítulo inicia-se os resultados desta pesquisa.

## 4 RESULTADOS

Neste capítulo, relatam-se os resultados das estatísticas descritivas das variáveis dependentes, independentes e de controle, o resultado das regressões e os testes de robustez com as respectivas análises.

### 4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DEPENDENTES EM RELAÇÃO ÀS INDEPENDENTES

Neste tópico são apresentados os resultados da análise descritiva, que foram separados de acordo com os objetivos e as hipóteses desta pesquisa. Após a apresentação da análise descritiva por objetivo e hipótese, são apresentadas também a estatística descritiva das variáveis de controle.

#### 4.1.1 Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes em Relação às Independentes $H_{1a}$

A tabela 4 apresenta a estatística descritiva referente ao objetivo geral, ou ainda, a investigação da principal hipótese desta pesquisa:  $H_{1a}$  “A presença dos *blockholders* na estrutura de propriedade relaciona-se positivamente com a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto”.

Cabe ressaltar que as análises estão dispostas seguindo a relação das variáveis dependentes Q de Tobin – Q e Retorno – R, com as variáveis independentes “BLOCK”, que indica a presença de *blockholders* e “SEM BLOCK”, que indica não haver a presença de *blockholders* na estrutura de propriedade das empresas.

Tabela 4: Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes  $H_{1a}$

Hipótese	Variável Dependente	Variável Independente	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo	N° Informações
$H_{1a}$	Q	BLOCK	1.01	0.97	0.76	9.22	0.01	1190
		SEM BLOCK	1.24	1.21	0.85	9.43	0.02	709
	R	BLOCK	0.02	0.47	-0.04	3.28	-0.96	1177
		SEM BLOCK	0.09	0.58	0.00	5.02	-0.97	688

BLOCK – presença de *blockholders* na empresa.

SEM BLOCK – sem a presença de *blockholders* na empresa.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Em relação à análise das variáveis dependentes Q e R, percebe-se que as empresas SEM BLOCK possuem um valor médio de Q e R maior que as empresas com BLOCK. A diferença em prol das empresas SEM BLOCK é de 22.77% na variável dependente Q, e de 350% no caso do R.

Nota-se também, tanto para a análise do Q como a do R, que as empresas SEM BLOCK possuem um desvio padrão maior, o que indica maior variabilidade em relação à média nas

observações deste grupo. A mediana das empresas SEM BLOCK está acima das empresas do grupo BLOCK, o que demonstra que a informação central das empresas SEM BLOCK está acima das empresas com BLOCK, acompanhando a tendência da média.

Deste modo, o indicativo da análise descritiva é de rejeição da hipótese  $H_{1a}$  para ambas as métricas avaliadas. Nota-se que a média das variáveis que representam a criação de valor foi maior para as empresas SEM BLOCK. Esse resultado também é reforçado pela mediana, pois em ambas as variáveis o centro das informações das empresas SEM BLOCK é maior que o grupo de empresas com BLOCK.

#### 4.1.2 Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes em Relação às Independentes $H_{1b}$

A tabela 5 apresenta a estatística descritiva referente ao objetivo específico I, ou ainda, a investigação da hipótese  $H_{1b}$  desta pesquisa: “As variáveis participação acionária, sensibilidade dos gestores ao preço das ações e liquidez, interferem na força dos mecanismos de “exit” e “voz”, relacionando-se positivamente com a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto”.

Cabe ressaltar que as análises estão dispostas seguindo a relação das variáveis dependentes Q de Tobin – Q e Retorno – R com as variáveis independentes que mensuram a força de governança dos *blockholders*. Salienta-se que, para essa análise, só são contempladas as observações do grupo *BLOCK*, que considera todas as empresas onde há presença de *blockholders* na estrutura de propriedade das empresas.

As variáveis consideradas são PARTON e PARTPN, que representam a participação acionária ordinária e preferencial dos *blockholders*, LIQ que indica a liquidez das ações em que os *blockholders* possuem maior participação na empresa e REM, que é uma *dummy* que separa as empresas com remuneração por opções de ações das que não possuem essa política.

Em todos os casos, exceto para análise de REM, por se tratar de variáveis contínuas, que interferem na força dos *blockholders*, as observações foram divididas em dois grupos, a 1ª metade, que representa os menores valores, e a 2ª metade, que representa os maiores valores para cada variável. Salienta-se que, inicialmente, os dados haviam sido divididos em quartis, contudo, como os resultados seguiram a mesma lógica, dividiu-se a amostra em duas metades.

Tabela 5: Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes  $H_{1b}$

Hipótese	Variável Dependente	Variável Independente	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo	Nº Informações
$H_{1b}$	Q	PARTON 1º METADE	1.11	1.05	0.82	9.22	0.01	603
		PARTON 2º METADE	0.91	0.87	0.69	8.07	0.01	587
		PARTPN 1º METADE	1.08	0.99	0.82	9.22	0.01	589
		PARTPN 2º METADE	0.94	0.95	0.69	8.07	0.01	601

		LIQ 1° METADE	0.90	0.94	0.69	9.22	0.01	591	
		LIQ 2° METADE	1.11	0.98	0.83	5.89	0.01	599	
		REM VARIÁVEL	1.10	1.00	0.84	9.22	0.01	612	
		REM NÃO VARIÁVEL	0.92	0.92	0.71	8.07	0.01	578	
	<b>R</b>		PARTON 1° METADE	0.04	0.48	-0.02	3.23	-0.87	588
			PARTON 2° METADE	-0.01	0.47	-0.07	3.28	-0.96	589
			PARTPN 1° METADE	0.02	0.48	-0.03	3.28	-0.96	589
		PARTPN 2° METADE	0.01	0.47	-0.05	3.23	-0.87	588	
		LIQ 1° METADE	0.08	0.47	0.01	3.28	-0.85	585	
		LIQ 2° METADE	-0.05	0.47	-0.09	3.23	-0.96	592	
		REM VARIÁVEL	0.00	0.44	-0.03	1.92	-0.96	603	
		REM NÃO VARIÁVEL	0.03	0.51	-0.05	3.28	-0.87	574	

PARTON e PARTPN – participação ordinária e preferencial dos *blockholders* nas empresas.

LIQ – liquidez das ações em que os *blockholders* possuem maior participação

REM - Remuneração Variável dos Executivos baseada no preço das ações.

Fonte: Dados da Pesquisa.

O comportamento das variáveis independentes PARTON, PARTPN, para as variáveis dependentes Q e R são similares, a 1ª metade em todos esses casos apresentou resultados médios superiores em relação a 2ª metade.

O desvio padrão de ambas as metades são similares, entretanto, geralmente a variabilidade da 1ª metade foi maior. A mediana das empresas da 1ª metade está acima das empresas da 2ª metade, o que demonstra que a informação central das empresas da 1ª metade está acima das empresas da 2ª metade, acompanhando a tendência da média obtida nos grupos.

Em relação a variável LIQ, os resultados entre as variáveis dependentes Q e R são opostos. Para a variável Q, a 2ª metade possui valor maior (1.11), já para o R os valores maiores estão na 1ª metade (0.08). O desvio padrão de ambas as metades são similares, no caso da mediana, para o Q a 2ª metade é maior, já para o R a mediana da 1ª metade é superior, em ambos os casos a mediana acompanha a tendência da média.

Para a variável REM os resultados também são opostos entre as variáveis dependentes Q e R. Para o Q, as empresas com remuneração via opções de ações possuem maior valor médio (1.10), já para o R, as empresas que não possuem remuneração por opções de ações possuem maior retorno (0.03). O desvio-padrão de ambas as metades são semelhantes, no caso da mediana, o comportamento das variáveis Q e R é o mesmo; em ambos os casos o centro das observações é superior na 1ª metade.

Com isso, o indicativo da análise descritiva é de rejeição da hipótese  $H_{1b}$  para as variáveis independentes PARTON, PARTPN. Nota-se que a média das variáveis que representam a criação de valor foi maior para as empresas da 1ª metade, onde estão

concentrados os dados inferiores das variáveis apresentadas. Os resultados médios discordam da premissa teórica, que quanto maior for o valor nessas variáveis, maior a força que os *blockholders* possuem como mecanismo de governança e, conseqüentemente, maior o efeito na geração de valor.

Para as variáveis LIQ e REM os resultados divergiram entre as variáveis dependentes (Q e R), no caso do Q, os resultados para LIQ e REM indicam aceitação das premissas teóricas da hipótese  $H_{1b}$ , enquanto para o R os resultados para LIQ e REM indicam rejeição das premissas da hipótese  $H_{1b}$ .

#### 4.1.3 Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes em Relação às Independentes $H_{1c}$

A tabela 6 apresenta a estatística descritiva referente ao objetivo específico II, ou seja, a investigação da hipótese  $H_{1c}$  desta pesquisa: “*Os diferentes tipos de blockholders, (fundos mútuos/hedge, fundos de previdência, corporações, instituições financeiras, investidor institucional, família, fundações e estatal) associam-se diferentemente com a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto*”.

Cabe ressaltar que as análises estão dispostas seguindo a relação das variáveis dependentes Q de Tobin – Q e Retorno – R com as variáveis independentes dos tipos de *blockholders*, que estão divididos em fundos mútuos/hedge, fundos de previdência, corporações, instituições financeiras, investidor institucional, família, fundações e estatal.

Tabela 6: Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes  $H_{1c}$

Hipótese	Variável Dependente	Variável Independente	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo	Nº Informações
$H_{1c}$	Q	FIH	1.01	1.00	0.73	9.22	0.01	769
		III	1.01	1.13	0.70	8.07	0.01	251
		CORP	0.93	0.72	0.75	4.43	0.02	242
		FP	0.93	0.65	0.75	4.43	0.01	153
		ESTATAL	0.87	0.60	0.76	4.72	0.02	211
		IF	0.87	0.65	0.71	4.65	0.01	224
		FUNDAÇÕES	0.75	0.74	0.49	2.90	0.04	30
		FAM	0.37	0.47	0.22	2.25	0.01	42
	R	FUNDAÇÕES	0.07	0.38	0.00	1.19	-0.49	32
		IF	0.03	0.46	-0.02	2.96	-0.94	228
		FIH	0.02	0.45	-0.04	3.28	-0.96	754
		ESTATAL	0.01	0.52	-0.04	2.96	-0.94	211
		III	0.01	0.53	-0.04	3.28	-0.81	246
		FP	-0.01	0.38	-0.04	1.06	-0.83	156
CORP		-0.03	0.53	-0.12	3.23	-0.87	239	
FAM		-0.08	0.25	-0.08	0.47	-0.75	41	

FIH – Fundos de Investimento/Hedge; FP – Fundo de Pensão; IF – Instituição Financeira; CORP – Corporações; III – Investido Institucional Individual; FAM – Familiar; Estatal e Fundações.  
 Fonte: Dados da Pesquisa.

Para essa análise, há diferenças significativas nos resultados entre as variáveis dependentes Q e R. Na análise do Q, os fundos mútuos/hedge e os investidores institucionais obtiveram maior Q (1.01), seguidos de corporações e fundos de previdência (0.93), na sequência, têm-se as empresas estatais e as instituições financeiras (0.87) e, por último, as fundações e os *blockholders* familiares com (0.75 e 0.37), respectivamente.

Em relação ao desvio padrão, nota-se que os valores mais altos de Q geralmente apresentaram maior variabilidade. Na análise da mediana, nota-se que as estatais, fundos de previdência e corporações possuem o centro das observações acima dos demais tipos de empresa, não acompanhando a disposição da ordem da média.

No caso da análise do R, as fundações obtiveram maior retorno (0.07), seguidas das instituições financeiras (0.03), fundos mútuos/hedge (0.02), estatais e investidores institucionais (0.01), fundos de previdência (-0.01) e, por último, as corporações e *blockholders* familiares (-0.03 e -0.08), respectivamente.

O desvio padrão das corporações, estatais e investidores institucionais apresentaram maior variabilidade, enquanto que famílias, fundos de previdência e fundações demonstraram menor variabilidade. A mediana, embora negativa em quase todos os casos, com exceção das corporações, seguiu a ordem da distribuição das médias.

Embora os resultados entre as variáveis dependentes sejam distintos, nota-se em ambas as análises, que os *blockholders* familiares apresentaram o pior desempenho entre os tipos de *blockholders*, e que os fundos mútuos/hedge figuram entre os primeiros colocados em ambas as análises, apresentando valores superiores na criação de valor das empresas.

Salienta-se também o baixo número de observações vinculado aos *blockholders* fundações (32) e aos familiares (42), esse baixo número de observações pode influenciar na significância estatística desses resultados na análise da regressão.

Contudo, os resultados médios da análise descritiva de ambas as variáveis, indicam a aceitação da hipótese  $H_{1c}$ , onde os diferentes tipos de *blockholders* influenciam diferentemente na criação de valor das empresas.

#### **4.1.4 Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes em Relação às Independentes $H_{1d}$**

A tabela 7 apresenta a estatística descritiva referente ao objetivo específico III, ou ainda, a investigação da hipótese  $H_{1d}$  desta pesquisa: “A diversidade dos tipos de *blockholder* na

*estrutura de propriedade da empresa influencia na criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto”.*

Cabe ressaltar que as análises estão dispostas seguindo a relação das variáveis dependentes Q de Tobin – Q e Retorno – R com a variável independente da diversidade dos tipos de *blockholders* na estrutura de propriedade da empresa. A diversidade é de 1 a 5 tipos de *blockholders*, sendo que o 4 e 5 foram agrupados, em função do pequeno número de observações em ambos os casos.

Tabela 7: Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes  $H_{1d}$

Hipótese	Variável Dependente	Variável Independente	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo	Nº Informações
$H_{1d}$	Q	1	1.11	1.10	0.81	9.22	0.01	659
		2	0.92	0.76	0.74	5.45	0.01	396
		3	0.78	0.70	0.59	4.65	0.01	117
		4 e 5	0.68	0.39	0.63	1.47	0.07	30
	R	1	0.03	0.48	-0.03	3.23	-0.96	648
		2	0.02	0.51	-0.04	3.28	-0.94	395
		3	-0.03	0.41	-0.05	1.83	-0.81	116
		4 e 5	-0.11	0.32	-0.09	0.51	-0.66	30

1: um tipo de *blockholder* presente na estrutura de propriedade da empresa;  
 2: dois tipos de *blockholder* presente na estrutura de propriedade da empresa;  
 3: três tipos de *blockholder* presente na estrutura de propriedade da empresa;  
 4 e 5: quatro e cinco tipos de *blockholder* presente na estrutura de propriedade da empresa.  
 Fonte: Dados da Pesquisa.

Para essa análise não há diferenças significativas nos resultados entre as variáveis dependentes Q e R. Nota-se que para ambas as métricas, quanto maior a diversidade de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade da empresa, menores são o Q e o R. Em relação ao desvio padrão, nota-se para o Q, que os valores médios maiores também apresentam maior variabilidade, para o R os desvios são semelhantes entre os grupos. Para a mediana, as informações seguem a ordem da média, com exceção das informações de 3 para 4 e 5 tipos de *blockholders* na variável Q.

Portanto, notam-se em ambas as análises, que quanto maior for a diversidade de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade, menor é a criação de valor gerada nas empresas. Neste sentido, a análise descritiva indica para interpretação da  $H_{1d}$ , que o efeito de uma maior diversidade de *blockholders* afeta negativamente o valor das empresas brasileiras.

#### 4.1.5 Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes em Relação às Independentes $H_{1e}$

A tabela 8 apresenta a estatística descritiva referente ao IV objetivo específico, ou seja, a investigação da hipótese  $H_{1e}$  desta pesquisa: “A participação de *blockholders* ativos potencializa o efeito positivo na criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto”.

Cabe destacar que as análises estão dispostas seguindo a relação das variáveis dependentes Q de Tobin – Q e Retorno – R, com as variáveis independentes BLOCK ATIVO, que indica a presença dos *blockholders* ativos e DEMAIS EMPRESAS, que representam as empresas que não possuem *blockholders* ativos, conforme definição desta pesquisa.

Tabela 8: Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes  $H_{1e}$

Hipótese	Variável Dependente	Variável Independente	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo	Nº Informações
$H_{1e}$	Q	BLOCK ATIVO	1.08	0.80	0.77	4.43	0.01	318
		DEMAIS EMPRESAS	1.10	1.11	0.80	9.43	0.01	1581
	R	BLOCK ATIVO	0.03	0.55	-0.05	3.28	-0.96	320
		DEMAIS EMPRESAS	0.05	0.51	-0.02	5.02	-0.97	1545

BLOCK ATIVO: Presença de *blockholders* ativos na empresa;

DEMAIS EMPRESAS: Não há presença de *blockholders* ativos na empresa.

Fonte: Dados da Pesquisa

Em relação à análise das variáveis dependentes Q e R, percebe-se que o grupo das DEMAIS EMPRESAS possui um valor médio de Q e R maior que as empresas com BLOCK ATIVO. A diferença em prol do grupo DEMAIS EMPRESAS é de 2.5% no caso do Q, e de 67% no caso do R.

Nota-se também, que para a análise do Q, a variabilidade das informações é maior no grupo DEMAIS EMPRESAS; em relação ao R, a variabilidade é semelhante entre os grupos. A mediana do grupo das DEMAIS EMPRESAS está acima das empresas com BLOCK ATIVO, demonstrando o mesmo comportamento da média em ambos os casos (Q e R).

Deste modo, o indicativo da análise descritiva é de rejeição da hipótese  $H_{1e}$ , para ambas as métricas avaliadas. Nota-se que a média das variáveis que representam a criação de valor foi maior para o grupo das DEMAIS EMPRESAS. Esse resultado também é reforçado pela mediana, pois em ambas as variáveis o centro das informações do grupo DEMAIS EMPRESAS é superior às empresas com BLOCK ATIVO.

Contudo, percebe-se que ao comparar as empresas com BLOCK ATIVO com as empresas com BLOCK da hipótese  $H_{1a}$ , o resultado apresentado pelo grupo de BLOCK ATIVOS é superior, demonstrando que o ativismo dos *blockholders* pode ter papel diferenciado na criação de valor.

#### 4.1.6 Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes em Relação às Independentes $H_{1f}$

A tabela 9 apresenta a estatística descritiva referente ao VI objetivo específico, ou ainda, a investigação da hipótese  $H_{1f}$  desta pesquisa: “As inter-relações entre os *blockholders* ativos potencializa a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto”.

Cabe ressaltar que as análises estão dispostas seguindo a relação das variáveis dependentes Q de Tobin – Q e Retorno – R, com as variáveis independentes BLOCK INTER, que indica a presença de inter-relações entre os *blockholders* ativos, e as DEMAIS EMPRESAS, que representam as companhias que não possuem inter-relações entre os *blockholders* conforme definição desta pesquisa.

Tabela 9: Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes  $H_{1f}$

Hipótese	Variável Dependente	Variável Independente	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo	N° Informações
$H_{1f}$	Q	BLOCK INTER	1.05	0.79	0.75	3.29	0.01	137
		DEMAIS EMPRESAS	1.10	1.08	0.80	9.43	0.01	1762
	R	BLOCK INTER	0.01	0.54	-0.05	2.29	-0.85	133
		DEMAIS EMPRESAS	0.05	0.52	-0.02	5.02	-0.97	1732

BLOCK INTER: Presença de *blockholders* ativos com inter-relações na empresa;

DEMAIS EMPRESAS: Não há presença de *blockholders* ativos com inter-relações na empresa

Fonte: Dados da Pesquisa

Em relação à análise das variáveis dependentes Q e R, percebe-se que o grupo das DEMAIS EMPRESAS possui um valor médio de Q e R superior que as empresas com BLOCK INTER. A diferença em prol do grupo DEMAIS EMPRESAS é de 4.8% no caso do Q, e de 400% no caso do R.

Nota-se também, para a análise do Q, que a variabilidade das informações é maior no grupo das DEMAIS EMPRESAS; em relação ao R, a variabilidade é semelhante entre os grupos. A mediana do grupo das DEMAIS EMPRESAS está acima das empresas com BLOCK INTER, demonstrando o mesmo comportamento da média para ambas as métricas Q e R.

Com isso, o indicativo da análise descritiva é de rejeição da hipótese  $H_{1f}$  para ambas as métricas avaliadas. Nota-se que a média das variáveis que representam a criação de valor foi maior para o grupo das DEMAIS EMPRESAS. Esse resultado também é reforçado pela mediana, pois em ambas as variáveis o centro das informações do grupo DEMAIS EMPRESAS é maior que as empresas com BLOCK INTER.

Nota-se também que a média das métricas de criação de valor dos BLOCK ATIVO e dos BLOCK INTER são superiores, em ambos os casos, em relação a simples presença de *blockholders* consideradas na  $H_{1a}$ .

#### 4.1.7 Estatística Descritiva das Variáveis de Controle em Relação às Independentes

O quadro 10 apresenta a estatística descritiva das variáveis de controle separadas em dois grupos, BLOCK, que indica as observações com a presença de *blockholders* nas empresas e SEM BLOCK, que representam as empresas onde não há presença de *blockholders* na estrutura de propriedade. As variáveis de controle consideradas são TAE, AL, CR, TG, ID, LI, B.

Tabela 10: Estatística Descritiva das Variáveis de Controle

Variável Controle	Variável Independente	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo	Nº Informações
TAE	BLOCK	14.56	1.71	14.61	20.62	9.43	1,210
	SEM BLOCK	14.51	2.23	14.81	19.66	6.08	723
AL	BLOCK	1.63	5.42	1.23	36.94	-42.76	1,210
	SEM BLOCK	1.82	5.48	1.17	38.00	-43.07	723
CR	BLOCK	0.13	0.56	0.08	6.42	-1.00	1,210
	SEM BLOCK	0.11	0.49	0.07	7.74	-1.00	723
TG	BLOCK	0.23	0.22	0.19	0.90	0.01	1,210
	SEM BLOCK	0.26	0.24	0.22	0.99	0.01	723
ID	BLOCK	43.86	32.75	42.00	179.00	1.00	1,210
	SEM BLOCK	41.47	28.57	42.00	161.00	1.00	723
LI	BLOCK	0.25	0.66	0.02	8.50	0.000	1,210
	SEM BLOCK	0.20	0.49	0.00	4.26	0.000	723
B	BLOCK	0.63	0.73	0.57	7.25	-2.59	1,210
	SEM BLOCK	0.64	0.69	0.70	4.32	-2.43	723

BLOCK – Empresas com a presença de *blockholders*; SEM BLOCK – Empresas sem a presença de *blockholders*; TAE – Tamanho; AL – Alavancagem; CR – Crescimento da Receita; TG – Tangibilidade; ID – Idade; LI – Liquidez; B – Beta.  
Fonte: Dados da Pesquisa

Em relação à variável TAE, a média das empresas com BLOCK é levemente superior (0.34%) em relação às empresas SEM BLOCK. Ademais, a variabilidade das empresas SEM BLOCK é superior às empresas com BLOCK. No caso da mediana, as empresas SEM BLOCK possuem o centro das observações acima das empresas com BLOCK, não acompanhando a tendência da média.

Para a variável AL as empresas SEM BLOCK apresentaram maior alavancagem, 11.66% acima das empresas com BLOCK. Quanto à variabilidade, esta é similar entre os grupos; no caso da mediana, as empresas com BLOCK possuem o centro das observações acima das empresas SEM BLOCK, não acompanhando a tendência da média.

Com relação à variável CR as empresas com BLOCK apresentaram maior crescimento médio, aproximadamente 18.18% em relação às empresas SEM BLOCK. A variabilidade é similar entre os grupos; no caso da mediana, as empresas com BLOCK possuem o centro das observações acima das empresas SEM BLOCK, acompanhando a tendência da média.

Para a variável TG as empresas SEM BLOCK apresentaram maior tangibilidade média, 13.04% em relação às empresas com BLOCK. A variabilidade apresenta-se similar entre os grupos; no caso da mediana, as empresas SEM BLOCK possuem o centro das observações acima das empresas com BLOCK, acompanhando a tendência da média.

Na variável ID, as empresas com BLOCK possuem idade média superior 5.76% em relação às empresas SEM BLOCK. A variabilidade das empresas com BLOCK é superior às empresas SEM BLOCK. A mediana apresentou o mesmo resultado para ambos os grupos.

Em relação a variável LI as empresas com BLOCK apresentaram maior liquidez média, 25% em comparação com as empresas SEM BLOCK. A variabilidade das empresas com BLOCK é superior às empresas SEM BLOCK; no caso da mediana, as empresas BLOCK possuem o centro das observações acima das empresas SEM BLOCK, seguindo a mesma tendência da média.

Para a variável B a média das empresas SEM BLOCK é levemente superior (1.59%) às empresas com BLOCK. A variabilidade é similar entre os grupos; em se tratando da mediana, as empresas SEM BLOCK possuem o centro das observações acima das empresas com BLOCK, seguindo a mesma tendência da média.

Por fim, pode-se concluir através da análise descritiva, que em média, as empresas com BLOCK são maiores, menos alavancadas, possuem um crescimento de receita líquida maior, tem um índice de tangibilidade menor, são mais velhas, com maior liquidez e apresentam menor volatilidade medida em termos de beta. Salienta-se, entretanto, que para alguns casos, como TAE e AL, a mediana não acompanha a tendência da média.

## 4.2 ANÁLISE DOS MODELOS ECONOMETRÍCOS DA PESQUISA PARA A VARIÁVEL Q E R.

### 4.2.1 Análise do Modelo Econométrico $H_{1a}$

Nos quadros 5 e 6, apresentam-se os resultados das estimativas das equações para o teste da hipótese principal do trabalho  $H_{1a}$ <sup>2</sup> ou ainda, para atendimento do objetivo geral da pesquisa,

---

<sup>2</sup>  $H_{1a}$ : A presença dos blockholders na estrutura de propriedade relaciona-se positivamente com a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.

de determinar qual é a relação da presença dos *blockholders* com a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.

No quadro 5, apresenta-se o resultado das estimativas da variável dependente Q. A variável *dummy* “base” são as empresas sem a presença de *blockholders* (SEM BLOCK) na estrutura de propriedade.

Quadro 5: Resultados da Variável Q para  $H_{1a}$

$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(\text{BLOCK})_{i,t} + \beta_2(\text{TAE})_{i,t} + \beta_3(\text{AL})_{i,t} + \beta_4(\text{CR})_{i,t} + \beta_5(\text{TG})_{i,t} + \beta_6(\text{ID})_{i,t} + \beta_7(\text{LI})_{i,t} + \beta_8(\text{B})_{i,t} + \beta_9(\text{ANO})_{i,t} + \alpha_i + \text{erro}_{i,t}$					
Classificação	Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	t-Estatístico	Probabilidade
Variáveis Independentes	BLOCK	-0.196978	0.069324	-2.841402	0.0046***
Variáveis de Controle	TAE	-0.64235	0.05204	-12.34435	0.00000***
	AL	0.00687	0.00432	1.58898	0.11230
	CR	-0.02941	0.03271	-0.89908	0.36880
	TG	0.46341	0.19258	2.40627	0.01620**
	ID	-0.48893	0.05763	-8.48325	0.00000***
	LI	0.37366	0.12608	2.96380	0.00310***
	B	-0.03030	0.00856	-3.54093	0.00040***
Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	Q			
	N	1899			
	Efeito Ano	S			
	Efeito Setor	N			
	POOLED/EF/EA	EF			
	Adjusted R-squared	0.1786			
	Durbin Watson	1.490			
	Prob(F-statistic)	0.000			

Significância das variáveis: \*\*\*(1%), \*\*(5%) e \*(10%). As variáveis são: Q de Tobin - (Q); *presença de blockholder* - Block; Tamanho da Empresa - TAE; Nível de Alavancagem - AL; Crescimento da Receita - CR; Tangibilidade - TG; Idade - ID; Liquidez - LI; Beta - B.

Fonte: Dados da Pesquisa

Comparando-se as variáveis independentes dos grupos BLOCK e SEM BLOCK, os resultados para a variável dependente Q demonstram haver relevância estatística. Os resultados indicam relação negativa entre a presença de *blockholders* e a variável dependente de criação de valor Q.

Os resultados indicam que, mantendo-se fixas as demais variáveis de controle, as empresas com a presença de *blockholders* (BLOCK) possuem desempenho inferior, conforme o coeficiente beta de (-0.196978), quando comparadas a empresas sem a presença de *blockholders* (SEM BLOCK). O resultado é estatisticamente significativo a 1%, conforme a probabilidade ou *p-value* de (0.0046), nota-se também significância econômica pelo elevado coeficiente do resultado.

Para as variáveis de controle, percebe-se significância estatística com relação positiva para a variável Q em tangibilidade (TG) e liquidez (LI). Em contrapartida, as variáveis estatisticamente significantes com relação negativa para Q são tamanho (TAE), idade (ID) e beta (B). No quadro 6, apresenta-se o resultado das estimativas da variável dependente R.

Quadro 6: Resultados da Variável R para  $H_{1a}$

$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(\text{BLOCK})_{i,t} + \beta_2(\text{TAE})_{i,t} + \beta_3(\text{AL})_{i,t} + \beta_4(\text{SET})_{i,t} + \beta_5(\text{CR})_{i,t} + \beta_6(\text{TG})_{i,t} + \beta_7(\text{ID})_{i,t} + \beta_8(\text{LI})_{i,t} + \beta_9(\text{B})_{i,t} + \beta_{10}(\text{ANO})_{i,t} + \text{erro}_{i,t}$					
Classificação	Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	t-Estatístico	Probabilidade
Variáveis Independentes					
	BLOCK	-0.061481	0.01446	-4.251895	0.0000***
Variáveis de Controle	TAE	0.00706	0.01962	0.35996	0.71890
	AL	0.00143	0.00191	0.74519	0.45630
	CR	0.13600	0.03946	3.44625	0.00060***
	TG	-0.07580	0.06804	-1.11396	0.26540
	ID	0.03489	0.01507	2.31459	0.02070**
	LI	-0.00739	0.03550	-0.20828	0.83500
	B	-0.03620	0.03263	-1.10964	0.26730
Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	R			
	N	1865			
	Efeito Ano	S			
	Efeito Setor	S			
	POOLED/EF/EA	POOLED			
	Adjusted R-squared	0.1575			
	Durbin Watson	1.7257			
	Prob(F-statistic)	0.000			

Significância das variáveis: \*\*\*(1%), \*\*(5%) e \*(10%). Taxa de Retorno - (R); presença de *blockholder* - Block; Tamanho da Empresa - TAE; Nível de Alavancagem - AL; Crescimento da Receita - CR; Tangibilidade - TG; Idade - ID; Liquidez - LI; Beta - B.

Fonte: Dados da Pesquisa

Comparando-se as variáveis independentes dos grupos BLOCK e SEM BLOCK, os resultados para a variável dependente R demonstram haver relevância estatística. Os resultados indicam relação negativa entre a presença de *blockholders* e a variável dependente de criação de valor R.

Mantendo-se fixas as demais variáveis de controle, em média, o grupo de empresas com a presença de *blockholders* (BLOCK) possui desempenho inferior, conforme coeficiente beta de (-0.061481), quando comparadas a empresas onde não há a presença de *blockholders* (SEM BLOCK). O resultado é estatisticamente significativo a 1%, conforme a probabilidade ou *p-value* de (0.0000).

Com relação às variáveis de controle, percebe-se significância estatística com relação positiva para a variável R em crescimento de receita (CR) e idade (ID). Não houve variáveis estatisticamente significantes com relação negativa para R.

Os resultados gerais desta hipótese indicam relação negativa da presença de *blockholders* com a criação de valor das empresas abertas brasileiras. Neste sentido, os resultados sugerem que a simples presença de *blockholders*, no ambiente brasileiro, não funciona como mecanismo de governança corporativa criando valor nas empresas, conforme preconizado pela literatura base desta pesquisa Edmans e Manso (2011), Volkova (2017), McCahery et al. (2015), Chen et al. (2015), Dou et al. (2014), Norli et al. (2014), Gerken (2014), De La Hoz e Pombo (2016), Alvarez, Jara e Pombo (2017), Elyasiani, Jingyi Jian e Mao (2010) e Woidtke (2002).

A explicação teórica da relação negativa da presença de *blockholders* com a criação de valor das empresas abertas brasileiras passa por diversos argumentos teóricos, em função de algumas características institucionais brasileiras, conforme exposto no item 2.5 da revisão da literatura.

O primeiro argumento teórico, conforme Edmans e Holderness (2016) e Edmans (2009) relaciona a presença de *blockholders* com a redução da liquidez das ações da empresa. A menor liquidez pode reduzir o valor da empresa, pois aumenta o prêmio exigido por novos investidores para comprar essas ações.

Contudo, ao analisar a estatística descritiva na tabela 10, percebe-se que as empresas brasileiras que possuem *blockholders*, em média, são 25% mais líquidas que as empresas sem a presença de *blockholders*.

Adicionalmente, pela estrutura de propriedade brasileira ser concentrada, o *blockholder* é um agente que inclusive pode auxiliar na liquidez, pois sua participação dilui as ações em posse dos controladores; a negociação de uma ação por parte de um *blockholder* é muito mais provável do que de um controlador. Deste modo, o argumento da liquidez como explicação teórica para a relação negativa dos *blockholders* com a criação de valor nas empresas brasileiras não explica os resultados desta pesquisa.

O segundo argumento teórico, conforme apresentado por Burkart, Gromb e Panunzi (1997) indica que o ativismo excessivo pode aumentar os conflitos, desgastando as iniciativas da gestão, e reduzindo o incentivo do gestor de exercer esforço para descobrir projetos potenciais. De acordo com Samor (2018) a intervenção excessiva destes acionistas pode prejudicar a empresa, pois estes não conhecem a operação do negócio, e, com isso podem reduzir o valor das empresas.

Entretanto, vale a ressalva que na grande maioria dos casos encontrados no Brasil, os *blockholders* não costumam intervir nas empresas no mercado brasileiro, pois possuiriam certo receio de comprar uma briga com os “donos” do negócio, conforme exposto por Cabral (2018).

Reforça-se a este argumento o baixo nível de interferências destes acionistas nas atas gerais ordinárias e extraordinárias observadas nesse trabalho. De todas as atas gerais ordinárias e extraordinárias avaliadas durante o período desta pesquisa, encontrou-se 150 acionistas que se mostraram ativos, perante aos milhares de acionistas que participam do mercado da Ibovespa. Neste sentido, o argumento do ativismo excessivo não explica a relação negativa dos *blockholders* com a criação de valor das empresas.

O terceiro argumento teórico, apresentado por Zwiebel (1995) e Bennedsen e Wolfenzon (2000), salienta que em empresas com estrutura de propriedade concentrada, como é o caso da maioria das empresas do Brasil, o controlador possui influência direta em sua estrutura de propriedade, e com isso pode buscar *blockholders* que são do seu interesse, com os quais seja mais fácil estabelecer acordos para o controle.

Entretanto, salienta-se que esse argumento só é válido para ofertas primárias; após, as negociações das ações ocorrem no mercado secundário, onde não há mais influência direta dos controladores nas negociações das ações, que permanecem em *free float*. Além disso, destaca-se que nesta pesquisa no caso do *blockholder* ter acordo com o controlador, este não foi considerado como *blockholder*, e sim como parte do bloco de controle.

Neste sentido, este argumento da escolha da estrutura de propriedade pelos controladores, e o acordo com os *blockholders*, não explica a relação negativa dos *blockholders* com a criação de valor das empresas nesta pesquisa.

O quarto argumento teórico é explicado por Dhillon e Rossetto (2015). Os autores afirmam que as grandes participações dos *blockholders* podem levá-los a se preocupar com o risco idiossincrático e induzir a empresa a renunciar a investimentos arriscados e criadores de valor.

Contudo, como no Brasil a estrutura é concentrada, o risco idiossincrático em grande parte já é suportado pelo acionista controlador, que possui grande parte das ações da empresa, e, portanto, a renúncia de investimentos arriscados e criadores de valor é mais vinculada ao controlador do que ao *blockholder*. Com isso, esse argumento também não explica a relação negativa dos *blockholders* com a criação de valor das empresas.

O quinto argumento teórico, conforme Cabral (2018), refere-se à diferença de estrutura de propriedade entre EUA e Brasil. Para o autor, com a estrutura pulverizada, fica mais fácil para que os ativistas consigam utilizar a “voz” e agir como mecanismo de governança, como aborda grande parte da literatura americana. Normalmente, basta conseguir 5% das ações de participação para conseguir um assento no conselho.

No Brasil, a maior parte das companhias tem sócios majoritários ou blocos de controle com grande participação no capital total, o que dificulta a intervenção por parte dos *blockholders*, já que estes precisam somar uma quantidade expressiva de ações para poder intervir.

Ainda conforme o autor, a quantidade de empresas familiares ou com sócios majoritários definidos torna o termo “ativismo” malvisto no mercado brasileiro. Dessa forma, os investidores que investem em participações nas empresas brasileiras buscam estabelecer uma estratégia amigável, colocando-se como parceiros do controlador ou do “dono” da empresa.

Nestas condições, os *blockholders* seriam passivos à gestão da empresa. Essa passividade dos *blockholders* pode ser comprovada nesta pesquisa, uma vez que se observou uma baixa incidência de ocorrências de intervenção destes nas atas gerais ordinárias e extraordinárias, conforme já exposto anteriormente.

Neste sentido, no ambiente brasileiro o ativismo dos *blockholders* e, conseqüentemente, o maior monitoramento destes nas empresas não é praticado de fato, ao menos de forma geral, quando considerado todos os *blockholders*, conforme o conceito base desta pesquisa. Assim sendo, os *blockholders*, no seu conceito base, não desempenham o papel como mecanismo de governança no ambiente brasileiro, como aborda a literatura americana.

Adicionalmente, a passividade encontrada nos *blockholders* no mercado brasileiro faz com que os controladores utilizem estes para captação de recursos e para a própria diluição do capital acionário, que no princípio geralmente estava em posse dos controladores.

Nessa lógica da diluição do capital acionário, aumentam os incentivos que os controladores possuem para expropriar a empresa, já que a diluição do capital e, conseqüentemente, do fluxo de caixa oriundo da empresa, aumenta os custos de agência, conforme Anderson e Reeb (2003), que em boa parte serão suportados pelos *blockholders*.

Esses custos de agência derivam do maior grau de expropriação por parte dos controladores para com os demais acionistas; a expropriação consiste em todos os gastos causados pela ineficiência resultante da busca de objetivos pessoais dos controladores não maximizadores de valor para a empresa.

Deste modo, este sexto argumento teórico faz total sentido, pois é reconhecido que o Brasil possui uma estrutura de propriedade concentrada, que é bastante distinta daquela dos EUA, onde a estrutura de propriedade é pulverizada. Sabe-se também que as empresas brasileiras em sua maioria são familiares, com controle majoritário definido (BORTOLON; LEAL, 2014).

Neste quesito, é inegável a maior dificuldade dos *blockholders* em intervir e agir como mecanismo de governança no mercado brasileiro. Paralelamente a isto, a postura mais “amigável” dos *blockholders* em relação aos “donos do negócio” ou aos gestores da empresa também pode ser assumida no mercado brasileiro, já que, conforme Cabral (2018), os acionistas possuem medo ou receio de comprar briga com os proprietários ou majoritários da empresa. Este comportamento em relação ao medo ou receio de comprar briga pode ter origem inclusive nos traços culturais latinos, que são distintos do anglo-saxão.

Essa posição mais “amigável” dos *blockholders* faz com que os controladores possam utilizá-los para diluição do fluxo de caixa, incentivando-os a buscar benefícios próprios dentro da empresa, aumentando os custos de agência e reduzindo a criação de valor nas empresas, como identificado nos resultados desta pesquisa.

#### 4.2.2 Análise do Modelo Econométrico $H_{1b}$

Nos quadros 7 e 8, apresentam-se os resultados dos testes para as hipóteses dos modelos da hipótese  $H_{1b}$ <sup>3</sup>, ou ainda para atendimento do 1º objetivo específico da pesquisa, de examinar se as variáveis participação acionária, sensibilidade dos gestores ao preço das ações e liquidez, interferem na força de governança dos *blockholders* e, conseqüentemente, na criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto. A variável *dummy* “base” no caso da variável independente REM, é a que identifica as empresas sem remuneração por opções de ação.

Quadro 7: Resultados da Variável Q para  $H_{1b}$

$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(PARTON)_{i,t} + \beta_2(PARTPN)_{i,t} + \beta_3(LIQ)_{i,t} + \beta_4(REM)_{i,t} + \beta_5(TAE)_{i,t} + \beta_6(AL)_{i,t} + \beta_7(CR)_{i,t} + \beta_8(TG)_{i,t} + \beta_9(ID)_{i,t} + \beta_{10}(LI)_{i,t} + \beta_{11}(B)_{i,t} + \beta_{12}(ANO)_{i,t} + \alpha_i + \text{erroi},t$					
Classificação	Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	t-Estatístico	Probabilidade
Variáveis Indep.	PARTON	-0.294549	0.13893	-1.94237	0.05240*
	PARTPN	-0.14845	0.23474	-0.63240	0.52730
	LIQ	0.005934	0.00750	0.79164	0.42880
	REM	-0.123827	0.20009	-0.63821	0.52350
Variáveis de Controle	TAE	-0.465792	0.017669	-26.36159	0.0000***
	AL	-0.003855	0.001327	-2.905722	0.0038***
	CR	-0.012354	0.028361	-0.435594	0.6632
	TG	0.272726	0.320199	0.851739	0.3946
	ID	-0.215052	0.059345	-3.623778	0.0003***
	LI	0.241616	0.10134	2.384203	0.0173**

<sup>3</sup>  $H_{1b}$  “As variáveis participação acionária, sensibilidade dos gestores ao preço das ações e liquidez, interferem na força dos mecanismos de “exit” e “voz”, relacionando-se positivamente com a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto”.

	B	-0.043005	0.014807	-2.904412	0.0038***
Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	Q			
	N	1,190			
	Efeito Ano	S			
	Efeito Setor	N			
	POOLED/EF/EA	EF			
	Adjusted R-squared	0.1800			
	Durbin Watson	1.7355			
	Prob(F-statistic)	0.000			

Significância das variáveis: \*\*\*(1%), \*\*(5%) e \*(10%). As variáveis são: Q de Tobin - (Q); participação acionária do *blockholder* - PARTON e PARTPN; liquidez das ações da empresa em posse dos *blockholders* - LIQ; remuneração baseada em ações dos gestores - REM; Tamanho da Empresa - TAE; Nível de Alavancagem - AL; Crescimento da Receita - CR; Tangibilidade - TG; Idade - ID; Liquidez - LI; Beta - B.

Fonte: Dados da Pesquisa

Em termos de Q, a variável independente PARTON apresentou coeficientes relevantes e estatisticamente significantes, indicando relação negativa com a métrica de criação de valor. As variáveis PARTPN, LIQ e REM não apresentaram significância estatística nos resultados.

A variável PARTON indica que o crescimento de participação dos *blockholders* possui relação negativa com o valor das empresas, conforme o coeficiente beta (-0.269849), este resultado é estatisticamente significativo em 10%, conforme a probabilidade ou *p-value* de (0.05240).

Com relação às variáveis de controle, percebe-se significância estatística com relação positiva para a variável Q em liquidez (LI). Em contrapartida, as variáveis estatisticamente significantes com relação negativa para Q são tamanho (TAE), endividamento (AL), idade (ID) e beta (B). No quadro 8, apresenta-se o resultado das estimativas da variável dependente R.

Quadro 8: Resultados da Variável R para  $H_{1b}$

$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(PARTON)_{i,t} + \beta_2(PARTPN)_{i,t} + \beta_3(LIQ)_{i,t} + \beta_4(REM)_{i,t} + \beta_5(TAE)_{i,t} + \beta_6(AL)_{i,t} + \beta_7(SET)_{i,t} + \beta_8(CR)_{i,t} + \beta_9(TG)_{i,t} + \beta_{10}(ID)_{i,t} + \beta_{11}(LI)_{i,t} + \beta_{12}(B)_{i,t} + \beta_{13}(ANO)_{i,t} + \text{erro}_{i,t}$					
Classificação	Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	t-Estatístico	Probabilidade
Variáveis Indep.	PARTON	-0.141355	0.052471	-2.693984	0.0072***
	PARTPN	-0.172981	0.074662	-2.316866	0.0207**
	LIQ	-0.035542	0.022896	-1.5523	0.1209
	REM	0.004365	0.03701	0.117934	0.9061
Variáveis de Controle	TAE	0.0021640	0.0154840	0.1397650	0.8889000
	AL	-0.0009420	0.0034870	-0.2699830	0.7872000
	CR	0.0500250	0.0148210	3.3754110	0.0008000***
	TG	-0.0652480	0.0613170	-1.0641140	0.2875000
	ID	0.0259460	0.0151450	1.7131450	0.0870000**
	LI	0.0155020	0.0272220	0.5694880	0.5691000
	B	-0.0140210	0.0285080	-0.4918250	0.6229000
Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	R			
	N	1177			
	Efeito Ano	S			
	Efeito Setor	S			

	POOLED/EF/EA	POOLED
	Adjusted R-squared	0.2392
	Durbin Watson	1.7477
	Prob(F-statistic)	0.000

Significância das variáveis: \*\*\*(1%), \*\*(5%) e \* (10%). As variáveis são: Taxa de Retorno - (R); participação acionária do *blockholder* - PARTON e PARTPN; liquidez das ações da empresa em posse dos *blockholders* - LIQ; remuneração baseada em ações dos gestores - REM; Tamanho da Empresa - TAE; Nível de Alavancagem - AL; Crescimento da Receita - CR; Tangibilidade - TG; Idade - ID; Liquidez - LI; Beta - B.

Fonte: Dados da Pesquisa

Em termos de R, as variáveis independentes PARTON e PARTPN apresentaram coeficientes relevantes e estatisticamente significantes, indicando relação negativa com a métrica de criação de valor. As variáveis LIQ e REM não apresentaram significância estatística nos resultados.

A variável PARTON indica que o crescimento de participação dos *blockholders* possui relação negativa com o valor das empresas, conforme o coeficiente beta (-0.141355) e (-0.172981), estes resultados são estatisticamente significantes em 1% e 5% respectivamente, conforme a probabilidade ou *p-value* de (0.0072) e (0.0207).

Com relação às variáveis de controle, percebe-se significância estatística com relação positiva para a variável R em variação da receita (CR) e idade (ID). Não houve variáveis estatisticamente significantes com relação negativa para R.

Os resultados gerais indicam relação negativa da participação acionária dos *blockholders* PARTON em ambas as variáveis de criação de valor, e no caso da PARTPN apenas na métrica de retorno R. Para as demais variáveis moderadoras de força (LIQ e REM) não houve significância estatística em nenhum dos modelos das variáveis apresentadas.

O argumento teórico destes resultados, alinhados aos resultados da hipótese  $H_{1a}$ , é que os *blockholders* não agem como mecanismo de governança no Brasil; os resultados desta hipótese demonstram que isso não ocorre mesmo quando a participação destes nas empresas é maior, a empresa possui maior liquidez ou pelos critérios de remuneração dos gestores.

Inclusive, para a variável participação (PARTON e PARTPN) tem-se impacto negativo no valor. Esses resultados são opostos aos pressupostos de Edmans e Holderness (2016), Edmans (2014) e Dou et al. (2014), que determinam que quanto maior a participação acionária dos *blockholders*, maiores seriam os incentivos de intervenção via “voz”, já que os incentivos econômicos destes acionistas são maiores.

A explicação teórica para essa relação negativa consiste na ótica de que na presença de *blockholders* que buscam uma estratégia mais amigável ou passiva, os controladores podem usar estes para diluição do capital e do fluxo de caixa. Essa diluição do fluxo de caixa aumenta

os custos de agência e, conseqüentemente, os incentivos dos controladores em expropriar a empresa.

Nesta visão da diluição do capital acionário e do fluxo de caixa, quanto maior a participação dos *blockholders* nas empresas maiores são os incentivos dos controladores possuem de expropriar, já que grande parte da conta não é paga por estes.

Deste modo, os resultados demonstram que além dos *blockholders* não agirem como mecanismo de governança, o aumento da participação destes nas empresas reduz o valor da empresa, ao passo que aumenta os incentivos dos controladores em expropriar a empresa e, conseqüentemente, os custos de agência.

#### 4.2.3 Análise do Modelo Econométrico $H_{1c}$

Nos quadros 9 e 10, apresentam-se os resultados dos testes para as hipóteses dos modelos da hipótese  $H_{1c}$ <sup>4</sup>, ou ainda, para atendimento do 2º objetivo específico da pesquisa, de analisar se os diferentes tipos de *blockholders* (*fundos mútuos/hedge, fundos de previdência, corporações, instituições financeiras, investidor institucional, família fundações e estatal*) afetam diferentemente a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto. A variável *dummy* “base” são os *blockholders* classificados como fundações.

Quadro 9: Resultados da Variável Q para  $H_{1c}$

$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(TB)_{i,t} + \beta_2(TAE)_{i,t} + \beta_3(AL)_{i,t} + \beta_4(CR)_{i,t} + \beta_5(TG)_{i,t} + \beta_6(ID)_{i,t} + \beta_7(LI)_{i,t} + \beta_8(B)_{i,t} + \beta_9(ANO)_{i,t} + \alpha_i + \text{erro}_{i,t}$					
Classificação	Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	t-Estatístico	Probabilidade
Variáveis Indep.	FIH	0.093721	0.033361	2.809294	0.0051***
	FP	-0.048864	0.056334	-0.867405	0.3859
	IF	0.056398	0.067631	0.833912	0.4045
	CORP	-0.003402	0.049667	-0.068488	0.9454
	III	-0.062715	0.052643	-1.191337	0.2338
	FAM	-0.404079	0.251698	-1.605412	0.1087
	ESTATAL	-0.142834	0.055447	-2.576043	0.0101**
Variáveis de Controle	TAE	-0.472473	0.020261	-23.31896	0.0000***
	AL	-0.004672	0.001263	-3.700062	0.0002***
	CR	-0.005613	0.026934	-0.208413	0.8350
	TG	0.226356	0.344072	0.657872	0.5108
	ID	-0.221743	0.049332	-4.494954	0.0000***
	LI	0.252343	0.102416	2.463907	0.0139**
	B	-0.041573	0.015103	-2.75263	0.0060***

<sup>4</sup> $H_{1c}$ : Os diferentes tipos de *blockholders*, (*fundos mútuos/hedge, fundos de previdência, corporações, instituições financeiras, investidor institucional, família fundações e estatal*) associam-se diferentemente com a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto”.

Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	Q
	N	1190
	Efeito Ano	S
	Efeito Setor	N
	POOLED/EF/EA	EF
	Adjusted R-squared	0.2002
	Durbin Watson	1.7474
	Prob(F-statistic)	0.000

Significância das variáveis: \*\*\*(1%), \*\*(5%) e \* (10%). As variáveis são: Q de Tobin - (Q); Fundos de Investimento/Hedge - FIH ; Fundo de Pensão- FP; Instituição Financeira - IF; Corporações - CORP; Investido Institucional Individual - III ; Familiar - FAM ; Estatal Tamanho da Empresa – TAE; Nível de Alavancagem – AL; Crescimento da Receita – CR; Tangibilidade – TG; Idade – ID; Liquidez – LI; Beta – B.

Fonte: Dados da Pesquisa

Com relação a variável Q, as variáveis independentes FIH e ESTATAL apresentaram coeficientes relevantes e estatisticamente significantes. A variável FIH indica relação positiva enquanto que a variável ESTATAL indica relação negativa com a métrica de criação de valor. As variáveis FP, IF, CORP, III e FAM não apresentaram significância estatística nos resultados.

A variável FIH indica que, em média, as empresas onde há participação dos *blockholders* fundos de investimento ou hedge possuem relação positiva com o valor das empresas, conforme o coeficiente beta (0.093721), este resultado é estatisticamente significativo em 1%, conforme a probabilidade ou *p-value* de (0.0051).

Para a variável ESTATAL, nota-se que para as empresas onde há participação deste *blockholder*, há relação negativa com o valor das empresas, conforme o coeficiente beta (-0.142834), este resultado é estatisticamente significativo em 5%, conforme a probabilidade ou *p-value* de (0.0101).

Com relação às variáveis de controle, a variável liquidez (LI) apresentou significância estatística com relação positiva para a variável Q. Em contrapartida, as variáveis estatisticamente significativas com relação negativa para Q são tamanho (TAE), endividamento (AL), idade (ID) e beta (B). No quadro 10, apresenta-se o resultado das estimativas da variável dependente R.

Quadro 10: Resultados da Variável R para  $H_{1c}$

$R_{i,t} = B_0 + \beta_1(TB)_{i,t} + \beta_2(TAE)_{i,t} + \beta_3(AL)_{i,t} + \beta_4(SET)_{i,t} + \beta_5(CR)_{i,t} + \beta_6(TG)_{i,t} + \beta_7(ID)_{i,t} + \beta_8(LI)_{i,t} + \beta_9(B)_{i,t} + \beta_{10}(ANO)_{i,t} + \text{erro}_{i,t}$					
Classificação	Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	t-Estatístico	Probabilidade
Variáveis Indep.	FIH	0.008862	0.028631	0.309537	0.7570
	FP	-0.057045	0.0375	-1.521186	0.1285
	IF	0.012118	0.026623	0.455184	0.6491
	CORP	-0.062583	0.034607	-1.808403	0.0708*

	III	-0.013192	0.036018	-0.366251	0.7142
	FAM	-0.057453	0.071857	-0.799553	0.4241
	ESTATAL	-0.044538	0.029254	-1.522485	0.1282
Variáveis de Controle	TAE	0.005461	0.014918	0.366084	0.7144
	AL	-0.000711	0.003156	-0.225182	0.8219
	CR	0.056236	0.017045	3.299363	0.001***
	TG	-0.074648	0.057971	-1.287687	0.1981
	ID	0.035269	0.015209	2.318926	0.0206**
	LI	0.012818	0.023513	0.545131	0.5858
	B	-0.026686	0.021819	-1.22305	0.2216
Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	R			
	N	1177			
	Efeito Ano	S			
	Efeito Setor	S			
	POOLED/EF/EA	POOLED			
	Adjusted R-squared	0.2042			
	Durbin Watson	1.7362			
	Prob(F-statistic)	0.000			

Significância das variáveis: \*\*\*(1%), \*\*(5%) e \*(10%). As variáveis são: Taxa de Retorno - (R); Fundos de Investimento/Hedge - FIH ; Fundo de Pensão- FP; Instituição Financeira - IF; Corporações - CORP; Investido Institucional Individual - III ; Familiar - FAM ; Estatal; Tamanho da Empresa – TAE; Nível de Alavancagem – AL; Crescimento da Receita – CR; Tangibilidade – TG; Idade – ID; Liquidez – LI; Beta – B.

Fonte: Dados da Pesquisa

Em termos da variável R, apenas a variável independente CORP apresentou coeficiente estatisticamente significativo. A variável CORP indica relação negativa com a métrica de criação de valor. As variáveis FIH, FP, IF, III, FAM e ESTATAL não apresentaram significância estatística nos resultados.

A variável CORP indica que em média as empresas onde há participação dos *blockholders* corporações possuem relação negativa com o valor das empresas, conforme o coeficiente beta (-0.062583), este resultado é estatisticamente significativo em 10%, conforme a probabilidade ou *p-value* de (0.0708).

Com relação às variáveis de controle, a variável variação da receita (CR) e idade (ID) apresentou significância estatística com relação positiva para a variável R. Não houve variáveis estatisticamente significantes com relação negativa para R.

A sinalização dos resultados é que os fundos mútuos e de investimento (FIH) possuem impacto positivo em relação à métrica de criação de valor Q, enquanto as Estatais, impacto negativo. Na avaliação da métrica de criação de valor R, somente as corporações (CORP) foram significantes, auferindo impacto negativo no valor. Em síntese, os resultados gerais indicam que, na maioria dos casos, os diferentes tipos de *blockholders* não impactam na criação de valor das empresas brasileiras.

Para Edmans e Holderness (2016) os *blockholders* são heterogêneos, cada um tem seus próprios incentivos, competências e determinantes para intervir. Deste modo, o poder de governança corporativa realizada por estes agentes poderia depender do tipo de estrutura de propriedade a qual pertencem.

Entretanto, como verificado na hipótese  $H_{1a}$  os *blockholders* não agem como mecanismo de governança no Brasil, e os resultados desta hipótese demonstram que isso não ocorre mesmo sob a ótica da heterogeneidade entre os diferentes tipos de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade das empresas, conforme preconizado por Edmans e Holderness (2016).

Com a presença de controladores definidos no ambiente brasileiro, na maioria das empresas é difícil os *blockholders* influenciarem ativamente as empresas, independente de seus incentivos, competências e determinantes para intervir. Com isso, no Brasil, com exceção das indicações onde houve significância estatística nos resultados, na maioria dos casos, o poder de governança corporativa realizada por estes agentes não depende do tipo de estrutura de propriedade a qual pertencem.

#### 4.2.4 Análise do Modelo Econométrico $H_{1d}$

Nos quadros 11 e 12, apresentam-se os resultados dos testes para as hipóteses dos modelos da hipótese  $H_{1d}^5$ , ou ainda, para atendimento do 3º objetivo específico da pesquisa, que é determinar se a diversidade dos tipos de *blockholders* na estrutura de propriedade da empresa influencia na criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.

Quadro 11: Resultados da Variável Q para  $H_{1d}$

$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(DIV)_{i,t} + \beta_2(TAE)_{i,t} + \beta_3(AL)_{i,t} + \beta_4(CR)_{i,t} + \beta_5(TG)_{i,t} + \beta_6(ID)_{i,t} + \beta_7(LD)_{i,t} + \beta_8(B)_{i,t} + \beta_9(ANO)_{i,t} + \alpha_i + \text{erro}_{i,t}$					
Classificação	Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	t-Estatístico	Probabilidade
Variáveis Independentes					
	DIV	-0.12237	0.030367	-4.029793	0.0001***
Variáveis de Controle	TAE	-0.4681	0.0192	-24.3241	0.0000***
	AL	-0.0042	0.0016	-2.5967	0.0096***
	CR	-0.0044	0.0286	-0.1526	0.8787

<sup>5</sup>  $H_{1d}$ : “A diversidade dos tipos de blockholder na estrutura de propriedade da empresa influencia na criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto”.

	TG	0.2925	0.3134	0.9334	0.3509
	ID	-0.2148	0.0578	-3.7197	0.0002***
	LI	0.2548	0.0983	2.5913	0.0097***
	B	-0.0386	0.0125	-3.0858	0.0021***
Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	Q			
	N	1190			
	Efeito Ano	S			
	Efeito Setor	N			
	POOLED/EF/EA	EF			
	Adjusted R-squared	0.1905			
	Durbin Watson	1.749			
	Prob(F-statistic)	0.000			

Significância das variáveis: \*\*\*(1%), \*\*(5%) e \*(10%). As variáveis são: Q de Tobin - (Q); Diversidade de Tipos de Blockholders - DIV; Tamanho da Empresa - TAE; Nível de Alavancagem - AL; Crescimento da Receita - CR; Tangibilidade - TG; Idade - ID; Liquidez - LI; Beta - B.

Fonte: Dados da Pesquisa

Em termos de Q, a variável independente DIV apresentou significância estatística nos resultados. A variável DIV indica que o aumento da diversidade de tipos de *blockholders* possui relação negativa com o valor das empresas, conforme o coeficiente beta (-0.12237), este resultado é estatisticamente significativo em 1%, conforme a probabilidade ou *p-value* de (0.0001).

Com relação às variáveis de controle, percebe-se significância estatística com relação positiva para a variável Q em liquidez (LI). Em contrapartida, as variáveis estatisticamente significativas com relação negativa para Q são tamanho (TAE), endividamento (AL), idade (ID) e beta (B). No quadro 12, apresenta-se o resultado das estimativas da variável dependente R.

Quadro 12: Resultados da Variável R para  $H_{1d}$

$R_{i,t} = B_0 + \beta_1(DIV)_{i,t} + \beta_2(TAE)_{i,t} + \beta_3(AL)_{i,t} + \beta_4(SET)_{i,t} + \beta_5(CR)_{i,t} + \beta_6(TG)_{i,t} + \beta_7(ID)_{i,t} + \beta_8(LI)_{i,t} + \beta_9(B)_{i,t} + \beta_{10}(ANO)_{i,t} + \text{erro}_{i,t}$					
Classificação	Variáveis	Coeficiente	Erro Padrão	t-Estatístico	Probabilidade
Variáveis Independentes	DIV	-0.0247	0.0117	-2.1216	0.0341**
Variáveis de Controle	TAE	0.0074	0.0168	0.4387	0.6610
	AL	-0.0006	0.0032	-0.2038	0.8385
	CR	0.0680	0.0199	3.4205	0.0006***
	TG	-0.0724	0.0539	-1.3448	0.1790
	ID	0.0287	0.0147	1.9542	0.0509**
	LI	0.0062	0.0274	0.2244	0.8225
	B	-0.0297	0.0245	-1.2145	0.2248
Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	R			
	N	1189			
	Efeito Ano	S			
	Efeito Setor	S			
	POOLED/EF/EA	POOLED			

Adjusted R-squared	0.2116
Durbin Watson	1.7344
Prob(F-statistic)	0.000

Significância das variáveis: \*\*\*(1%), \*\*(5%) e \* (10%). As variáveis são: Taxa de Retorno - (R); Diversidade de Tipos de Blockholders - DIV; Tamanho da Empresa – TAE; Nível de Alavancagem – AL; Crescimento da Receita – CR; Tangibilidade – TG; Idade – ID; Liquidez – LI; Beta – B.

Fonte: Dados da Pesquisa

Em relação à variável R, a variável independente DIV apresentou resultado estatisticamente significativo. A variável DIV indica que o aumento da diversidade de tipos de *blockholders* possui relação negativa com o valor das empresas, conforme o coeficiente beta (-0.0247), este resultado é estatisticamente significativo em 5%, conforme a probabilidade ou *p-value* de (0.0341).

Com relação às variáveis de controle, percebe-se significância estatística com relação positiva para a variável R em variação da receita (CR) e idade (ID). Não houve variáveis estatisticamente significantes com relação negativa para R.

Os resultados gerais indicam que a diversidade de tipos de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade das empresas brasileiras relaciona-se negativamente com a criação de valor nas empresas.

Para Volkova (2017) um grupo de diversos *blockholders* da empresa poderia ter mais informações e ter mais experiência em monitorar a gestão, o que poderia aumentar o poder de sua governança e, conseqüentemente, a criação de valor.

Alternativamente, a diversidade entre os acionistas pode afetar negativamente o valor da empresa. Um efeito adverso da heterogeneidade pode vir através de três canais principais: conflito de interesses entre os *blockholders*, objetivos e interesses conflitantes e dificuldades de coordenação e comunicação. De acordo com Crane, Koch e Michenaud (2015) e Volkova (2017), grupos de investidores não conectados tem menores chances de melhorar a governança da empresa e prejudicam a criação de valor, além de que, o conflito de interesses desses diferentes grupos se sobressaem em relação à sinergia de seus diferentes conhecimentos no apoio à gestão.

Tendo em vista os resultados expostos até então, para esta pesquisa, delimita-se um quarto canal explicativo. Verificou-se uma alta correlação (0,750) entre as variáveis de participação acionária com a variável de diversidade de tipos de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade DIV.

Essa alta correlação indica que as empresas que possuem muitos tipos de *blockholders* são também as empresas em que estes apresentam a maior participação acionária total. Deste modo, não necessariamente o impacto negativo na variável DIV pode ser explicado pelo

aumento de conflito de interesses entre os diferentes tipos de *blockholders*, e sim pela condição da maior participação que estes possuem na empresa, como apresentado na hipótese  $H_{1b}$ .

No Brasil, conforme exposto, grande parte dos *blockholders* são passivos à gestão, e com isso o argumento teórico do aumento dos conflitos de interesses entre os acionistas, ou até dificuldades de coordenação entre estes não parece fazer sentido.

Com isso, conclui-se que o impacto negativo da variável DIV no valor das empresas esteja mais associado à correlação com o aumento da participação dos *blockholders* nas empresas e o conseqüente maior incentivo dos controladores em expropriar os demais acionistas, do que com os três canais apresentados pela literatura, ou seja, conflito de interesses entre os *blockholders*, objetivos e interesses conflitantes, e dificuldades de coordenação e comunicação.

#### 4.2.5 Análise do Modelo Econométrico $H_{1e}$

Nos quadros 13 e 14, apresentam-se os resultados dos testes para as hipóteses dos modelos da hipótese  $H_{1e}^6$ , ou ainda para atendimento do 4º objetivo específico da pesquisa, que é verificar se a participação de *blockholders* ativos interfere de forma diferenciada na criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto. A variável *dummy* “base” são as empresas sem a presença de *blockholders* ativos (NÃO ATIVOS) na estrutura de propriedade.

Quadro 13: Resultados da Variável Q para  $H_{1e}$

$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1(ATIV)_{i,t} + \beta_2(TAE)_{i,t} + \beta_3(AL)_{i,t} + \beta_4(CR)_{i,t} + \beta_5(TG)_{i,t} + \beta_6(ID)_{i,t} + \beta_7(LI)_{i,t} + \beta_8(B)_{i,t} + \beta_9(ANO)_{i,t} + \alpha_i + \text{erro}_{i,t}$					
Classificação	Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	t-Estatístico	Probabilidade
Variáveis Independentes	ATIV	0.061478	0.032651	1.88287	0.0599**
Variáveis de Controle	TAE	-0.6500	0.0551	-11.7891	0.0000***
	AL	0.0074	0.0044	1.6563	0.0979*
	CR	-0.0294	0.0317	-0.9262	0.3545
	TG	0.4765	0.1878	2.5365	0.0113**
	ID	-0.4746	0.0625	-7.5908	0.0000***
	LI	0.3805	0.1262	3.0158	0.0026***
	B	-0.0295	0.0090	-3.2703	0.0011***
Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	Q			
	N	1899			
	Efeito Ano	S			
	Efeito Setor	N			
	POOLED/EF/EA	EF			
	Adjusted R-squared	0.1719			
	Durbin Watson	1.481			

<sup>6</sup>  $H_{1e}$ : “A participação de *blockholder* ativos potencializa o efeito positivo na criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto”

	Prob(F-statistic)	0.000
--	-------------------	-------

Significância das variáveis: \*\*\*(1%), \*\*(5%) e \*(10%). As variáveis são: Q de Tobin - (Q); presença de *blockholder* ativos – ATIV; Tamanho da Empresa – TAE; Nível de Alavancagem – AL; Crescimento da Receita – CR; Tangibilidade – TG; Idade – ID; Liquidez – LI; Beta – B.

Fonte: Dados da Pesquisa

Em relação à comparação das variáveis independentes dos grupos ATIVOS e NÃO ATIVOS, os resultados para a variável dependente Q demonstram haver relevância estatística. Os resultados indicam relação positiva entre a presença de *blockholders* ativos e a variável dependente de criação de valor Q.

Mantendo-se fixas as demais variáveis de controle, em média o grupo de empresas com a presença de *blockholders* ativos (ATIV) possui desempenho superior, conforme o coeficiente beta de (0.061478), quando comparados às empresas onde não há a presença de *blockholders* ativos. O resultado é estatisticamente significativo a 10%, conforme a probabilidade ou *p-value* de (0.0599).

Com relação às variáveis de controle, percebe-se significância estatística com relação positiva para a variável Q em tangibilidade (TG) e endividamento (AL). Em contrapartida, as variáveis estatisticamente significantes com relação negativa para Q são tamanho (TAE), idade (ID) e beta (B). No quadro 14, apresenta-se o resultado das estimativas da variável dependente R.

Quadro 14: Resultados da Variável R para  $H_{1e}$

$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(ATIV)_{i,t} + \beta_2(TAE)_{i,t} + \beta_3(AL)_{i,t} + \beta_4(SET)_{i,t} + \beta_5(CR)_{i,t} + \beta_6(TG)_{i,t} + \beta_7(ID)_{i,t} + \beta_8(LI)_{i,t} + \beta_9(B)_{i,t} + \beta_{10}(ANO)_{i,t} + \text{erro}_{i,t}$					
Classificação	Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	t-Estatístico	Probabilidade
Variáveis Independ.	ATIV	-0.004567	0.032513	-0.140455	0.8883
Variáveis de Controle	TAE	0.006643	0.019081	0.348137	0.7278
	AL	0.001548	0.001974	0.784205	0.433
	CR	0.134533	0.039563	3.400451	0.0007***
	TG	-0.075536	0.070405	-1.072875	0.2835
	ID	0.034661	0.014469	2.395489	0.0167**
	LI	-0.007159	0.036442	-0.196445	0.8443
	B	-0.034369	0.032861	-1.045884	0.2958
Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	R			
	N	1865			
	Efeito Ano	S			
	Efeito Setor	S			
	POOLED/EF/EA	POOLED			
	Adjusted R-squared	0.1817			
	Durbin Watson	1.7254			
Prob(F-statistic)	0.000				

Significância das variáveis: \*\*\*(1%), \*\*(5%) e \* (10%). As variáveis são: Taxa de Retorno - (R); presença de *blockholder* ativos – ATIV; Tamanho da Empresa – TAE; Nível de Alavancagem – AL; Crescimento da Receita – CR; Tangibilidade – TG; Idade – ID; Liquidez – LI; Beta – B.

Fonte: Dados da Pesquisa

Em relação à comparação das variáveis independentes dos grupos ATIVOS e NÃO ATIVOS, os resultados para a variável dependente R demonstram não haver relevância estatística. Os resultados indicam que não há relação entre a presença de *blockholders* ativos e a variável dependente de criação de valor R.

Com relação às variáveis de controle, percebe-se significância estatística com relação positiva para a variável R em variação da receita (CR) e idade (ID). Não houve variáveis estatisticamente significantes com relação negativa para R.

Os resultados gerais indicam que a presença de *blockholders* ativos presentes na estrutura de propriedade das empresas relaciona-se positivamente com a criação de valor quando avaliado através da métrica Q, entretanto, para a variável R, a presença de *blockholders* ativos não possui relação com esta variável.

O argumento teórico é que *blockholders* ativos, realmente agem como mecanismo de governança, monitorando a gestão e reduzindo o conflito de interesses e a assimetria de informação. Um dos fatores explicativos desses resultados é que os *blockholders* ativos exercem o monitoramento direto, o que reduz o conflito de interesses e a assimetria informacional associadas aos direitos de fluxo de caixa dos acionistas (DE-LA-HOZ; POMBO, 2016).

Os resultados desta hipótese estão de acordo com o pressuposto de que a presença de *blockholders* ativos que participem das assembleias ordinárias e extraordinárias, que utilizam sua “voz” para controlar, aconselhar, protestar e persuadir a gestão sinaliza um maior monitoramento, limitando os gestores/controladores a utilizar políticas em benefício próprio, que por ventura expropriem a empresa e os demais acionistas.

Este resultado em relação aos *blockholders* ativos brasileiros demonstra que os achados desta tese se assemelham com os resultados abordados pela literatura americana. Nos EUA, grande parte dos acionistas é ativo e interferem na gestão, quando equiparamos os resultados da literatura americana aos resultados dos *blockholders* ativos brasileiros, os resultados são semelhantes, confirmando a tese de que quando os *blockholders* executam seu papel como mecanismo de governança, estes são capazes de criar valor para as empresas.

#### 4.2.6 Análise do Modelo Econométrico $H_{1f}$

Nos quadros 15 e 16 apresentam-se os resultados dos testes para as hipóteses dos modelos da hipótese  $H_{1f}$ <sup>7</sup>, ou ainda, para atendimento do 5º objetivo específico da pesquisa, que é identificar se as inter-relações entre os *blockholders* ativos interfere de forma diferenciada na criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto. A variável *dummy* “base” são as empresas sem a presença de inter-relações (SEM INTER) entre os *blockholders* na estrutura de propriedade.

Quadro 15: Resultados da Variável Q para  $H_{1f}$

$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(\text{INTER})_{i,t} + \beta_2(\text{TAE})_{i,t} + \beta_3(\text{AL})_{i,t} + \beta_4(\text{CR})_{i,t} + \beta_5(\text{TG})_{i,t} + \beta_6(\text{ID})_{i,t} + \beta_7(\text{LI})_{i,t} + \beta_8(\text{B})_{i,t} + \beta_9(\text{ANO})_{i,t} + \alpha_i + \text{erroi,t}$					
Classificação	Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	t-Estatístico	Probabilidade
Variáveis Independentes	INTER	0.230083	0.094004	2.447588	0.0145**
Variáveis de Controle	TAE	-0.646041	0.054078	-11.94639	0.0000***
	AL	0.007252	0.00441	1.644413	0.1003
	CR	-0.030972	0.032378	-0.956583	0.3389
	TG	0.479972	0.187129	2.564928	0.0104**
	ID	-0.478117	0.062338	-7.669769	0.0000***
	LI	0.375031	0.12436	3.015688	0.0026***
	B	-0.029073	0.008777	-3.312552	0.0009***
Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	Q			
	N	1899			
	Efeito Ano	S			
	Efeito Setor	N			
	POOLED/EF/EA	EF			
	Adjusted R-squared	0.1714			
	Durbin Watson	1.4807			
	Prob(F-statistic)	0.000			

Significância das variáveis: \*\*\*(1%), \*\*(5%) e \*(10%). As variáveis são: Q de Tobin - (Q); presença de inter-relações entre os *blockholders* ativos - INTER; Tamanho da Empresa - TAE; Nível de Alavancagem - AL; Crescimento da Receita - CR; Tangibilidade - TG; Idade - ID; Liquidez - LI; Beta - B.

Fonte: Dados da Pesquisa

Em relação à comparação das variáveis independentes dos grupos INTER e SEM INTER, os resultados para a variável dependente Q demonstram haver relevância estatística. Os resultados indicam relação positiva entre a presença de *blockholders* ativos que possuem inter-relações e a variável dependente de criação de valor Q.

Os resultados indicam que se mantendo fixas as demais variáveis de controle, em média o grupo de empresas com a presença de *blockholders* ativos com inter-relações (INTER) possui

<sup>7</sup>  $H_{1f}$ : As inter-relações entre os *blockholder* ativos potencializa a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.

desempenho superior, conforme o coeficiente beta de (0.230083), quando comparados as empresas onde não há a presença de *blockholders* ativos com inter-relações. O resultado é estatisticamente significativo a 5%, conforme a probabilidade ou *p-value* de (0.0145).

Com relação às variáveis de controle, percebe-se significância estatística com relação positiva para a variável Q em tangibilidade (TG) e liquidez (LI). Em contrapartida, as variáveis estatisticamente significantes com relação negativa para Q são tamanho (TAE), idade (ID) e beta (B). No quadro 16, apresenta-se o resultado das estimativas da variável dependente R.

Quadro 16: Resultados da Variável R para  $H_{1f}$

$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(\text{INTER})_{i,t} + \beta_2(\text{TAE})_{i,t} + \beta_3(\text{AL})_{i,t} + \beta_4(\text{SET})_{i,t} + \beta_5(\text{CR})_{i,t} + \beta_6(\text{TG})_{i,t} + \beta_7(\text{ID})_{i,t} + \beta_8(\text{LI})_{i,t} + \beta_9(\text{B})_{i,t} + \beta_{10}(\text{ANO})_{i,t} + \text{erro}_{i,t}$					
Classificação	Variáveis	Coeficiente	Erro Padrão	t-Estatístico	Probabilidade
Variáveis Independentes	INTER	-0.022463	0.040289	-0.557539	0.5772
Variáveis de Controle	TAE	0.006959	0.019408	0.358568	0.720000
	AL	0.001538	0.001987	0.774075	0.439000
	CR	0.134687	0.039693	3.393197	0.000700***
	TG	-0.073930	0.069851	-1.058398	0.290000
	ID	0.034393	0.014771	2.328477	0.020000***
	LI	-0.007399	0.036013	-0.205441	0.837300
	B	-0.033791	0.032136	-1.051508	0.293200
Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	R			
	N	1865			
	Efeito Ano	S			
	Efeito Setor	S			
	POOLED/EF/EA	POOLED			
	Adjusted R-squared	0.1814			
	Durbin Watson	1.7258			
	Prob(F-statistic)	0.000			

Significância das variáveis: \*\*\*(1%), \*\*(5%) e \*(10%). As variáveis são: Taxa de Retorno - (R); presença de inter-relações entre os *blockholders* ativos - INTER; Tamanho da Empresa - TAE; Nível de Alavancagem - AL; Crescimento da Receita - CR; Tangibilidade - TG; Idade - ID; Liquidez - LI; Beta - B.

Fonte: Dados da Pesquisa

Em relação à comparação das variáveis independentes dos grupos INTER e SEM INTER, os resultados para a variável dependente R demonstram não haver relevância estatística. Os resultados indicam que não há relação entre a presença de *blockholders* ativos com inter-relações e a variável dependente de criação de valor R.

Com relação às variáveis de controle, percebe-se significância estatística com relação positiva para a variável R em variação da receita (CR) e idade (ID). Não houve variáveis estatisticamente significantes com relação negativa para R.

Os resultados gerais indicam que a presença de inter-relações ente os *blockholders* ativos presentes na estrutura de propriedade das empresas relaciona-se positivamente com a

criação de valor quando avaliado através da métrica Q, entretanto, para a variável R, a presença de inter-relações entre os *blockholders* ativos não possui relação com esta variável.

O argumento teórico é que as inter-relações entre os *blockholders* ativos fortalecem o poder destes como mecanismo de governança. Ao atuarem juntos, os *blockholders* potencializam o poder de “voz” e de “exit” (URBAN, 2015). Para Volkova (2017) as interações entre os acionistas que, por vezes, possuem informações e habilidades diferentes, podem ter um efeito sinérgico no valor das empresas.

Sobre esse aspecto dos *blockholders* ativos e suas inter-relações, como mencionado anteriormente, os resultados desta tese se assemelham em relação à literatura americana. Observa-se também que a inter-relação reforça ainda mais o efeito dos *blockholders* ativos no valor nas empresas.

#### 4.3 ANÁLISE DE ROBUSTEZ PARA O N° DE BLOCKHOLDERS

Na análise de robustez o teste a ser realização é a alocação das variáveis números de *blockholders* (NBON e NBPN) que, em detrimento da alta correlação com PARTON e PARTPN, foram retiradas da hipótese  $H_{1b}$ , conforme exposto nos procedimentos econométricos desta pesquisa. Com isso, nesse teste incluem-se as variáveis NBON e NBPN, e retiram-se as variáveis PARTON e PARTPN. Nos quadros 17 e 18 apresentam-se os resultados.

Quadro 17: Resultados Teste de Robustez Q

$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(NBON)_{i,t} + \beta_2(NBPN)_{i,t} + \beta_3(LIQ)_{i,t} + \beta_4(REM)_{i,t} + \beta_5(TAE)_{i,t} + \beta_6(AL)_{i,t} + \beta_7(CR)_{i,t} + \beta_8(TG)_{i,t} + \beta_9(ID)_{i,t} + \beta_{10}(LI)_{i,t} + \beta_{11}(B)_{i,t} + \beta_{12}(ANO)_{i,t} + \alpha_i + \text{erro}_{i,t}$					
Classificação	Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	t-Estatístico	Probabilidade
Variáveis Indep.	NBON	-0.119483	0.04905	-2.43594	0.01500**
	NBPN	0.003332	0.04343	0.07672	0.93890
	LIQ	0.006009	0.00806	0.74599	0.45590
	REM	-0.022065	0.01904	-1.15914	0.24670
Variáveis de Controle	TAE	-0.465517	0.018249	-25.50957	0.0000***
	AL	-0.003758	0.001322	-2.841438	0.0046**
	CR	-0.00913	0.027895	-0.327283	0.7435
	TG	0.269556	0.330311	0.816068	0.4147
	ID	-0.225955	0.059417	-3.802861	0.0002***
	LI	0.252499	0.100555	2.511059	0.0122**
	B	-0.042223	0.013998	-3.016489	0.0026***
Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	Q			
	N	1,186			

Efeito Ano	S
Efeito Setor	N
POOLED/EF/EA	EF
Adjusted R-squared	0.1955
Durbin Watson	1.7321
Prob(F-statistic)	0.000

Significância das variáveis: \*\*\*(1%), \*\*(5%) e \* (10%). As variáveis são: Q de Tobin - (Q); número de *blockholders* – NBON e NBPN; liquidez das ações da empresa em posse dos *blockholders* – LIQ; remuneração baseada em ações dos gestores – REM; Tamanho da Empresa – TAE; Nível de Alavancagem – AL; Crescimento da Receita – CR; Tangibilidade – TG; Idade – ID; Liquidez – LI; Beta – B.

Fonte: Dados da Pesquisa

Em termos de Q, a variável independente NBON apresentou coeficientes relevantes e estatisticamente significantes, indicando relação negativa com a métrica de criação de valor. As variáveis NBPN, LIQ e REM não apresentaram significância estatística nos resultados.

A variável NBON indica que o aumento do número de *blockholders* possui relação negativa com o valor das empresas, conforme o coeficiente beta (-0.119483), este resultado é estatisticamente significativo em 5%, conforme a probabilidade ou *p-value* de (0.0150).

Com relação às variáveis de controle, percebe-se significância estatística com relação positiva para a variável Q em liquidez (LI). Em contrapartida, as variáveis estatisticamente significantes com relação negativa para Q são tamanho (TAE), endividamento (AL), idade (ID) e beta (B). No quadro 18, apresenta-se o resultado das estimativas da variável dependente R.

Quadro 18: Resultados Teste de Robustez R

$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(NBON)_{i,t} + \beta_2(NBPN)_{i,t} + \beta_3(LIQ)_{i,t} + \beta_4(REM)_{i,t} + \beta_5(TAE)_{i,t} + \beta_6(AL)_{i,t} + \beta_7(SET)_{i,t} + \beta_8(CR)_{i,t} + \beta_9(TG)_{i,t} + \beta_{10}(ID)_{i,t} + \beta_{11}(LI)_{i,t} + \beta_{12}(B)_{i,t} + \beta_{13}(ANO)_{i,t} + \text{erro}_{i,t}$					
Classificação	Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	t-Estatístico	Probabilidade
Variáveis Indep.	NBON	-0.052015	0.008501	-6.119001	0.0000***
	NBPN	-0.040335	0.017226	-2.341545	0.0194**
	LIQ	-0.035409	0.022981	-1.540761	0.1237
	REM	-0.0000613	0.037507	-0.001634	0.9987
Variáveis de Controle	TAE	0.0034390	0.0153170	0.2245150	0.8224
	AL	-0.0007290	0.0032870	-0.2219090	0.8244
	CR	0.0531190	0.0145520	3.6501440	0.0003***
	TG	-0.0632200	0.0603030	-1.0483830	0.2947
	ID	0.0317030	0.0154110	2.0571190	0.0399**
	LI	0.0130440	0.0288330	0.4523850	0.6511
	B	-0.0087940	0.0266580	-0.3298740	0.7416
Parâmetros do Modelo	Variável Dependente	R			
		1177			
	Efeito Ano	S			

Efeito Setor	S
POOLED/EF/EA	POOLED
Adjusted R-squared	0.2117
Durbin Watson	1.7372
Prob(F-statistic)	0.000

Significância das variáveis: \*\*\*(1%), \*\*(5%) e \*(10%). As variáveis são: Taxa de Retorno - (R); número de *blockholders* – NBON e NBPN; liquidez das ações da empresa em posse dos *blockholders* – LIQ; remuneração baseada em ações dos gestores – REM; Tamanho da Empresa – TAE; Nível de Alavancagem – AL; Crescimento da Receita – CR; Tangibilidade – TG; Idade – ID; Liquidez – LI; Beta – B.

Fonte: Dados da Pesquisa

Em termos de R, as variáveis independentes NBON e NBPN apresentaram coeficientes relevantes e estatisticamente significantes, indicando relação negativa com a métrica de criação de valor. As variáveis LIQ e REM não apresentaram significância estatística nos resultados.

As variáveis NBON e NBPN indicam que o aumento do número de *blockholders* possui relação negativa com o valor das empresas, conforme os coeficientes betas de (-0.05015) e (-0.0403), estes resultados são estatisticamente significantes em 1% e 5% respectivamente, conforme a probabilidade ou *p-value* de (0.0000) e (0.0194).

Com relação às variáveis de controle, percebe-se significância estatística com relação positiva para a variável R em variação da receita (CR) e idade (ID). Não houve variáveis estatisticamente significantes com relação negativa para R.

Os resultados gerais indicam relação negativa do número de *blockholders* NBON em ambas as variáveis de criação de valor, e no caso da NBPN apenas na métrica de retorno R. Para as demais variáveis moderadoras de força (LIQ e REM), não houve significância estatística em nenhum dos modelos das variáveis apresentadas.

O argumento teórico destes resultados, em alinhamento aos resultados da hipótese  $H_{1a}$  e  $H_{1b}$ , é que os *blockholders* não agem como mecanismo de governança no Brasil, os resultados desta hipótese demonstram que isso não ocorre mesmo quando o número de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade é maior, a empresa possui maior liquidez ou pelos critérios de remuneração dos gestores.

Inclusive, para as variáveis número de *blockholders* (NBON e NBPN) tem-se impacto negativo no valor. Esses resultados são opostos aos pressupostos apresentados no referencial teórico desta pesquisa, onde se esperava que quanto maior o número de *blockholders* na estrutura de propriedade da empresa avaliada, maiores são os poderes de intervenção via “voz” e “exit” e, portanto, maiores são os efeitos na criação de valor das empresas.

A explicação teórica para essa relação negativa consiste na ótica de que conforme visto nos resultados da hipótese  $H_{1a}$ , os *blockholders* não agem como mecanismo de governança no ambiente brasileiro, um maior número de *blockholders* geralmente é associado a maior participação destes nas empresas, e, conseqüentemente, uma diluição maior no capital acionário

da empresa, o que aumenta o grau de expropriação dos acionistas controladores e, conseqüentemente, os custos de agência.

#### 4.4 DISCUSSÕES DOS PRINCIPAIS RESULTADOS

Como visto no capítulo 1, a fundamentação dessa tese parte do pressuposto que os *blockholders* atuam como mecanismo de governança e relacionam-se positivamente com a criação de valor das empresas. A força desta relação depende das variáveis participação acionária, número de *blockholders*, sensibilidade dos gestores ao preço das ações, liquidez das ações da empresa, dos tipos de *blockholders*, da diversidade dos tipos de *blockholders* na estrutura de propriedade da empresa, do nível de ativismo e das inter-relações entre os *blockholders* nas empresas. Estes pressupostos tem por base os achados de diversos autores, como mencionado anteriormente, em trabalhos teóricos e empíricos desenvolvidos, em sua maior parte, no mercado norte-americano.

Entretanto, os resultados gerais desta pesquisa apontam que a simples presença de *blockholders* nas companhias brasileiras não produz os resultados encontrados na literatura teórica e empírica que formaram a base desta tese. Pelo contrário, os resultados indicam uma relação negativa entre os *blockholders* e o valor das empresas brasileiras para ambas as métricas de valor desta pesquisa.

A possível explicação teórica para este resultado, que é diferente em relação a maior parte da literatura, especialmente a americana, advém, provavelmente das particularidades brasileiras em relação à estrutura de propriedade, que difere dos EUA.

Nos EUA o controle é exercido, em grande parte das vezes, por grupos com pequena participação acionária, na maioria das vezes com menos do que 50% do capital votante Balassiano (2012), Leal, Silva e Valadares (2002) e Procianoy (1994).

Desta forma, a simples presença de *blockholders* (recordando que são considerados como tal os detentores de 5% do capital votante), torna-os uma ameaça ao grupo de controle e aos gestores. A intervenção via ‘voz’ é mais fácil de ser exercida. Ter *blockholders* insatisfeitos com a gestão representa um perigo para a manutenção desta. Daí a simples presença já ser considerada como um mecanismo de governança. Outra questão importante é a alta liquidez do mercado acionário americano, que como visto, aumenta a força da ameaça de saída, tornando esta mais factível e com isso mais fácil e menos onerosa de ser implementada pelos *blockholders*.

No Brasil, em função da estrutura de propriedade concentrada, geralmente com a presença do “dono” na gestão da empresa, há uma maior dificuldade dos *blockholders* em

intervir. *Blockholders* com 5%, 10% e até 15% do capital votante podem não representar ameaça real do ponto de vista do controlador, que geralmente possui mais que 50% do capital votante. Recorde-se, também, de que no Brasil ainda é muito comum a existência de duas classes de ações. Assim, parte dos *blockholders* brasileiros, ainda que com participação de mais de 5% das ações votantes ou de 10% das ações preferencias, conforme o conceito base desta pesquisa, não são vistos como ameaça, pois efetivamente seu poder de voz é relativamente menor em relação ao controlador.

Soma-se a essa questão a baixa liquidez da maioria das ações no mercado acionário brasileiro, que como visto, reduz a força da ameaça de saída, tornando esta difícil e onerosa de ser implementada pelos *blockholders*, especialmente aquelas com participação acima de 5%, conforme o conceito base desta pesquisa.

Esta dificuldade pode ser confirmada pelo exame do número de *blockholders* ativos. São muito poucos no mercado brasileiro (150 acionistas ativos, perante milhares de investidores existentes no mercado acionário brasileiro). Essa passividade, que foi demonstrada pelos números anteriores, faz com que os controladores/gestores das empresas utilizem os *blockholders* para diluição do capital acionário e, conseqüentemente, dos direitos sobre o fluxo de caixa da empresa.

A explicação da relação negativa encontrada nesta tese entre os *blockholders* e a criação de valor nas empresas brasileiras, passa pelo argumento teórico que a diluição do capital acionário e do fluxo de caixa da empresa aumenta os incentivos que os gestores/controladores possuem de expropriar a empresa. A expropriação consiste em todos os gastos causados pela ineficiência resultante da busca de objetivos pessoais dos controladores/gestores não maximizadores de valor para a empresa.

Neste sentido, um maior grau de expropriação por parte dos controladores/gestores, aumenta os custos de agência, reduzindo a eficiência do negócio e, conseqüentemente, reduzindo a criação de valor nas empresas.

Além disso, percebe-se que as métricas relacionadas com a força dos *blockholders* como mecanismo de governança não possuem efeito positivo na relação dos *blockholders* com a criação de valor das empresas. Pelo contrário, as métricas vinculadas à participação acionária e número de *blockholders* são relacionadas negativamente com a criação de valor nas empresas.

Esse resultado em relação à participação e ao número de *blockholders* corrobora o argumento teórico utilizado em relação à diluição do capital acionário e do fluxo de caixa considerado na primeira hipótese, pois, geralmente, quanto maior a participação dos *blockholders*, o que normalmente está associado também com o maior número de *blockholders*

presentes na estrutura de propriedade das empresas, maior é a diluição do capital acionário e do fluxo de caixa dos controladores/gestores, e, portanto, maiores são os incentivos destes em expropriar a empresa.

Conforme discutido até o momento, os *blockholders* em grande maioria, não possuem papel ativo como mecanismo de governança nas empresas brasileiras, com isso os diferentes tipos de *blockholders* ou a heterogeneidade destes, na maioria dos casos, não apresentou relação com a criação de valor nas empresas, exceto as estatais e as corporações, que são relacionadas negativamente, e os fundos de investimento, que se relacionam positivamente. Entretanto, salienta-se que, em todos os casos, os resultados só foram consistentes para apenas uma das métricas de criação de valor.

Em relação à diversidade dos *blockholders* presentes na estrutura de propriedade das empresas, conclui-se que esta afeta negativamente o valor das empresas, ou seja, quanto mais tipos de *blockholders* diferentes presentes na estrutura de propriedade das empresas, pior são os resultados em relação às métricas de criação de valor.

Neste caso, embora exista o argumento teórico que a maior diversidade de *blockholders* acentue o conflito de interesses entre os acionistas, é importante salientar que como no Brasil estes agentes em grande maioria não agem como mecanismo de governança, pois são passivos em relação à gestão, a explicação teórica desse resultado passa pela condição de que a maior diversidade de *blockholders* também é associada à maior participação dos *blockholders* nas empresas, que como visto, dilui o fluxo de caixa do controlador, aumentando os incentivos deste em expropriar a empresa, portanto utiliza-se esse argumento teórico para explicação deste resultado nesta hipótese.

No caso da identificação de *blockholders* ativos e suas inter-relações, percebe-se que, nesta situação, os *blockholders* permitem potencializar o efeito de criação e valor na empresa. Este resultado confirma a tese e ideia central desta pesquisa. Para a métrica Q, quando considerado todos os *blockholders*, independentemente de serem ativos ou não, o resultado desta relação é negativa e significativa. Porém, quando considerados só os *blockholders* ativos, o coeficiente beta é positivo e estatisticamente significativo, demonstrando relação positiva dos *blockholders* ativos na criação de valor.

Para a métrica R, quando considerados os *blockholders* ativos e suas inter-relações, os resultados não são significantes estatisticamente; entretanto, salienta-se que quando considerado todos os *blockholders* como na hipótese  $H_{1a}$ , este resultado é negativo e estatisticamente significativo. Com isso, mesmo que nessa métrica os resultados não apresentem

relação positiva, tem-se o indicativo que os *blockholders* ativos apresentam o efeito esperado de potencializar a criação de valor.

Há de se salientar que dos 150 acionistas (*blockholders*) ativos identificados nesta pesquisa nas atas, classificados como *fundos mútuos/hedge*, *fundos de previdência*, *corporações*, *instituições financeiras*, *investidor institucional*, *família*, *fundações e estatal*, aproximadamente 61% são fundos de investimento ou de hedge, o que justifica os resultados positivos encontrados para estes *blockholders* na hipótese  $H_{1b}$ . Os demais são investidores institucionais individuais 28%, fundos de pensão com 9%, corporações e famílias com 1% e fundações e estatais com 0%.

Deste modo, embora se tenha a indicação inicial de que os *blockholders* não agem como mecanismo de governança no Brasil, e que a presença destes reduz o valor das empresas, essa afirmação não é válida para os *blockholders* ativos que interferem e agem nas empresas como ativistas, executando seu papel como mecanismo de governança como preconizado pela literatura, reduzindo o conflito de interesses, a assimetria informacional e os custos de agência.

Este fato indica que, no Brasil, a simples presença de *blockholders* não permite o seu exercício como mecanismo de governança. Entende-se que tal ocorra devido ao fato de que os controladores e a gestão das empresas não percebem os *blockholders* como agentes de monitoramento em ambientes em que seu poder (controladores e gestão) não é ameaçado. A concentração da propriedade faz com que *blockholders* ainda sejam percebidos como meros acionistas minoritários.

Os resultados em relação aos *blockholders* ativos convergem com as premissas teóricas apresentadas por estudos americanos que embasaram esta tese. Essa aproximação dos resultados pode ser atribuída ao perfil dos investidores ativos brasileiros que realmente agem como mecanismo de governança, o que acontece na maioria dos casos com os *blockholders* no mercado americano.

Nos EUA, como abordado pela literatura, a maioria dos acionistas são ativistas e cumprem seu papel como mecanismo de governança; os resultados expressos nesta investigação dos *blockholders* ativos brasileiros demonstram a importância de manter um mercado de capitais que possibilite a interferência e o monitoramento destes agentes sobre os gestores/controladores para uma maior eficiência gerencial e redução dos custos de agência.

Contudo, os resultados gerais desta tese indicam que os *blockholders* não atuam como mecanismo de governança e relacionam-se negativamente com a criação de valor das empresas. As variáveis de força ou de incentivo: participação acionária, número de *blockholders*, liquidez e remuneração dos gestores não melhoram os resultados em relação à criação de valor. Os tipos

de *blockholders*, na maioria dos casos, não interferem nos resultados apresentados; a diversidade dos tipos de *blockholders* presentes na empresa relaciona-se negativamente com a criação de valor, e os *blockholders* ativos e as suas inter-relações indicam melhorar a criação de valor nas empresas.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O papel dos *blockholders* na governança corporativa deu origem, nos últimos anos, a uma literatura rica e variada, cobrindo muitos campos em contabilidade e finanças corporativas. Os modelos teóricos examinam tópicos como a utilização dos mecanismos de voz e de exit, problemas de *free rider*, transmissão estratégica de informações, a heterogeneidade e o efeito dos múltiplos tipos de *blockholders* nas empresas. Estudos empíricos recentes, especialmente realizados nos EUA, abordam a relação dos *blockholders* com as finanças corporativas, como suas relações com o valor da empresa, com a lucratividade, com a alavancagem, com o investimento e com o risco, e variáveis do mercado financeiro, como liquidez e informatividade de preços.

Embora a literatura teórica e empírica sobre *blockholders* encontre-se amplamente desenvolvida nos EUA, no Brasil este assunto ainda não havia sido tratado. Tendo em vista as diferenças institucionais entre os dois países, especialmente no que tange às características em relação à estrutura de propriedade, essa tese teve como objetivo determinar qual é a relação da presença dos *blockholders* com a criação de valor nas empresas brasileiras de capital aberto.

Adicionalmente, investigou-se a relação dos *blockholders* com o valor das empresas, considerando as variáveis de força (participação, número de *blockholders*, liquidez e remuneração dos gestores), além da heterogeneidade dos *blockholders*, a diversidade destes presentes na estrutura de propriedade das empresas, do nível de ativismo e suas inter-relações nas empresas.

As premissas teóricas principais dessa tese decorrem da teoria de agência, e o conflito de interesses e a assimetria informacional entre principal e agente, e principal e principal. As hipóteses centrais da tese partiram do pressuposto que o papel destes agentes no ambiente brasileiro fosse o mesmo encontrado na maioria dos estudos nos EUA, ou seja, sob a ótica da teoria de agência, assumiu-se que a presença dos *blockholders* na estrutura de propriedade das empresas implica em uma governança corporativa mais eficiente, especialmente no que tange ao aumento da eficiência gerencial, na redução dos conflitos de interesses, da assimetria informacional e, conseqüentemente, dos custos de agência.

Para resolução das hipóteses desta tese, a amostra foi constituída por empresas brasileiras abertas, não financeiras, cujos dados estão disponíveis na Economática®, totalizando 334 empresas, com 1.899 observações. Os dados se referem ao período de 2010 a 2016.

Metodologicamente, para atendimento dos propósitos desta tese, formularam-se seis hipóteses, sendo que para cada hipótese configuraram-se duas regressões por mínimos

quadrados ordinários, com dados em painel, conforme as métricas de criação de valor consideradas nesta pesquisa, Q de Tobin (Q) e Retorno (R). Salienta-se que para os modelos onde utilizou-se o Q, aplicou-se dados em painel com efeitos fixos, e nos modelos onde utilizou-se o R, aplicou-se dados em painel com *pooled*, conforme orientação dos testes econométricos preliminares.

Os resultados gerais expostos nesta tese demonstram que, diferentemente dos EUA, no Brasil os *blockholders*, de forma geral, não agem como mecanismo de governança, e, portanto, não criam valor nas empresas; pelo contrário, os resultados relacionam os *blockholders* negativamente com o valor das empresas, contrapondo os achados expostos pela maior parte da literatura (EDMANS; MANSO, 2011; VOLKOVA, 2017; MCCAHERY et al., 2015; CHEN et al., 2015; DOU et al., 2014; NORLI et al., 2014; GERKEN, 2014, DE LA HOZ; POMBO, 2016; ALVAREZ; JARA; POMBO, 2017; ELYASIANI; JINGYI JIAN; MAO, 2010; WOITKE, 2002). Salienta-se que estes resultados são robustos para as variáveis de força expostas pela literatura, como participação acionária, número de *blockholders*, remuneração dos gestores e liquidez dos papéis da empresa.

Os diferentes resultados em relação aos apresentados pelos modelos teóricos e empíricos encontrados nos EUA são explicados pelas características peculiares do mercado brasileiro, especialmente no que tange às diferenças em relação à estrutura de propriedade e a consequente passividade da maioria dos *blockholders* brasileiros.

Essa passividade faz com que os controladores/gestores da empresa utilizem os *blockholders* para diluição do capital acionário e dos direitos sobre o fluxo de caixa da empresa, o que aumenta os incentivos de expropriação por parte dos controladores e gestores, elevando os custos de agência e reduzindo o valor das empresas.

Os resultados desta tese permitem avanços para a literatura nacional e internacional sobre o tema, demonstrando que sob uma estrutura de propriedade concentrada, sobretudo com a presença da figura de um “dono” e/ou acionista majoritário nas empresas, como é o caso brasileiro, a interferência dos *blockholders* no monitoramento da gestão se torna mais difícil.

No ambiente brasileiro, a maioria dos *blockholders* não consegue utilizar o seu poder de voz, em decorrência da alta concentração de propriedade e das dificuldades de ter influência efetiva junto à gestão/controlador. No mesmo sentido, também se observa uma dificuldade em relação ao mecanismo de exit, pois a maioria das empresas listadas não fornece liquidez suficiente nos papéis para que o poder de ameaça de saída faça sentido.

Com isso, o poder dos *blockholders* como mecanismo de governança no ambiente brasileiro é limitado por estes fatores, o que faz com que a maioria destes agentes sejam passivos em relação à gestão das empresas.

Ao adotar uma estratégia mais passiva, estes agentes não agem como mecanismo de governança, e com isso, há uma maior tendência de serem expropriados pelos controladores e gestores. A expropriação reduz a eficiência empresarial, impactando negativamente no valor da empresa. Os resultados desta tese evidenciam que esta expropriação é sensível à participação dos *blockholders* e ao número de *blockholders* nas empresas. A sensibilidade dos resultados em relação a essas métricas indica que, quanto maior a participação dos *blockholders* e/ou o número de *blockholders* na empresa, maior é a perda de valor.

Este resultado apoia a condição de que, em um ambiente com *blockholders* passivos, quanto mais diluído o capital acionário do controlador e, conseqüentemente, o fluxo de caixa, maiores são os incentivos que este possui em expropriar, ampliando os custos de agência e, conseqüentemente, reduzindo o valor das empresas.

Os resultados desta tese também contribuem para a literatura demonstrando que, sob uma estrutura de propriedade concentrada, com a presença de *blockholders* em maioria passivos à gestão, as diferentes habilidades, incentivos de monitoramento e intervenção associados aos diferentes tipos de *blockholders* ou a heterogeneidade destes, na maioria dos casos, não possuem relação com o valor das empresas.

Ademais, em relação à diversidade dos tipos de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade da empresa, constatou-se que esta afeta negativamente o valor das empresas. Entretanto, como a maioria dos *blockholders* no Brasil são passivos à gestão, esta relação negativa é explicada pela alta correlação entre a métrica de diversidade, as variáveis de participação acionária dos *blockholders* e o número de *blockholders*. Deste modo, atribui-se essa relação negativa da diversidade à maior diluição do capital acionário e do fluxo de caixa do controlador, que como visto, em última instância, aumenta os custos de agência e reduz o valor das empresas.

Além disso, contribui-se para a literatura expondo que o nível de ativismo e das inter-relações dos *blockholders* alteram os resultados obtidos quando se estuda apenas a eventual diferença de criação de valor entre empresas com e sem a presença de *blockholders*, reforçando a ideia de que a presença de acionistas ativos, que realmente agem como mecanismo de governança, sinalizando o ativismo através de intervenções nas atas das assembleias e suas inter-relações, interferem de modo diferenciado na geração de valor das empresas.

Com isso, percebe-se que a diferenciação entre os *blockholders* passivos e ativos altera os resultados obtidos, contrariando o pressuposto de que a simples presença de *blockholders* seria capaz de induzir a uma melhor governança. Isto demonstra a importância de se desenvolver, no Brasil, um mercado de capitais que possibilite e incentive a interferência e o monitoramento constante dos *blockholders*, e mesmo dos demais acionistas minoritários sobre os gestores/controladores para uma maior eficiência gerencial e redução dos episódios de expropriação e, conseqüentemente, de maior valorização das empresas.

Os resultados desta tese contribuem, também, em aspectos práticos, fornecendo evidências aos investidores para montagem de carteiras de ações, nas quais podem se observar a variável *blockholder* como determinante de criação de valor, uma vez que a presença de *blockholders* ativos é associada com maior geração de valor, e a presença de *blockholders* passivos associa-se negativamente com a geração de valor. Salienta-se que esse resultado negativo é sensível à métrica de participação acionária e ao número de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade da empresa.

Contribui-se, ainda, com as próprias empresas, em relação à otimização de suas estruturas de propriedade, fornecendo informações de que os *blockholders* ativos tendem a auxiliar a empresa no monitoramento dos gestores e na eficiência gerencial, e, conseqüentemente, na maximização dos resultados empresariais.

Por fim, o resultado dessa pesquisa ainda possui implicações para os recorrentes debates sobre as garantias legais dos acionistas minoritários. Os achados indicam que a presença de *blockholders* ativos melhora a governança; deste modo, práticas e incentivos ao ativismo minoritário podem ser incorporadas à legislação, tornando o mercado brasileiro de capitais mais seguro e eficiente.

Exemplos práticos de perdas no mercado brasileiro causadas pelos controladores aos minoritários, como é o caso do Grupo EBX, de Eike Batista, e da Petrobrás consolidam a visão corrente de impunidade das fraudes que causaram perdas a milhares de investidores. É preciso dar mais amparo e força legal aos minoritários. De acordo com Gorga (2015) deve-se permitir que acionistas com menor propriedade acionária ingressem com ações de responsabilidade civil contra administradores que porventura expropriem a companhia, como ocorre em países da Europa, e reformar a lei da ação civil pública, para que outras partes privadas ingressem com processos coletivos, como ocorre nos EUA.

A despeito dos resultados evidenciados, a pesquisa possui algumas limitações. Uma das limitações está na identificação dos tipos de *blockholders*, já que o site da CVM e da Bolsa

brasileira (B3) muitas vezes não leva até o proprietário final. Para suprir esta limitação, consultou-se também em sites de busca o nome das empresas para rastrear o proprietário final.

Outra limitação é com relação às métricas de liquidez utilizadas. Nesta pesquisa, não foi possível utilizar o valor das ações em *free float* de 2010 a 2012, que segundo a Economática® não estão corretas. O valor das ações em *free float* são a base para o cálculo da maior parte das métricas de liquidez. Para suprir este problema, utilizou-se a métrica da Economática® de liquidez dos papéis mais líquidos de cada período estudado.

As limitações também se referem às modelagens, todas as operacionalizações quantitativas com dados contábeis podem apresentar problemas, o que não é diferente neste estudo. Para suprir estas restrições, utilizou-se dados em painel empregando o comando “*cluster*” ao final dos modelos para amenizar os problemas de heterogeneidade e autocorrelação.

Para fomentar a área de pesquisa, apontam-se sugestões para pesquisas futuras. Primeiramente, recomenda-se uma pesquisa com entrevista com alguns *blockholders* para entender o posicionamento destes em relação à gestão das empresas, abordando aspectos do mecanismo de voz e de exit, bem como a questão do nível de ativismo que estes possuem nas empresas, e/ou a maneira que estes buscam interferir quando necessário. Também recomenda-se relacionar a variável *blockholders* (passivos e ativos) com outras métricas relacionadas a finanças e contabilidade, como dividendos, estrutura de capital, custo de capital, liquidez das ações, gerenciamento de resultado e políticas de investimentos.

Finalmente, tendo em vista os resultados diferentes desta pesquisa em relação aos EUA, sugere-se que este estudo seja replicado em países com características institucionais semelhantes ao Brasil, sobretudo em relação à estrutura de propriedade concentrada, a fim de verificar se os resultados se assemelham com os brasileiros, deste modo, fortalecendo os resultados empíricos e teóricos desta tese.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acharya, V.V.; Almeida, H.; Campello, M. 2007. Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation*, v. 6. n. 4, p. 515-554.
- Admati, Anat R.; Pfleiderer, Paul. 2009. The ‘wall street walk’ and shareholder activism: Exit as a form of voice”. *Review of Financial Studies* 22(7):2445–85.
- Admati, Anat R; Pfleiderer, Paul; Zechner, Josef. 1994. Large shareholder activism, risk sharing, and financial mark. *The Journal of Political Economy*; Dec 1994; 102, 6; ABI/INFORM Global pg. 1097
- Alvarez, Roberto; Jara, Mauricio; Pombo, Carlos. 2017. Do institutional blockholders influence corporate investment? Evidence from emerging markets. CEDE. Calle 19A No. 1 – 37 Este, Bloque W.
- Amihud, Y., And H. Mendelson.1986. Asset pricing and the bid-ask spread. [J]. *Journal of Financial Economics* 17, 223-249
- Anderson, R.C., Reeb, D.M. 2003. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *J. Financ.* 58 (3), 1301-1328.
- Andrade, L. P. Governança Corporativa: Estrutura dos conselhos de administração e sua relação com o valor de mercado e com o desempenho das. 2008. 98 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Mestrado em Administração, Departamento de Administração e Economia, Universidade Federal de Lavras, Lavras,
- Balassiano, Marcel G.; Estrutura de Propriedade e Teoria da Agência: Um Estudo de empresas brasileiras e seus diferentes tipos de controladores. 2012. Dissertação (Mestrado em Administração) Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: < <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/9413> > Acesso em: 10 jun. 2016.
- Barclay; Michael J.; Holderness; Clifford G. 1989. Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics*, 25(22).
- Baum, Christopher F. 2006. **An introduction to modern econometrics using stata**. Texas: Stata, p. 338.
- Bennedsen, M., Wolfenzon, D., 2000. The balance of power in closely held corporations. *J. Financ. Econ.* 58 (1{2), 113-139.
- Berle Jr., A.A.; Means, G.C. 1932. *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.
- Berle, Adolf A.; Means, Gardiner C. 1984. **A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada** (tradução de Dinah de Abreu Azevedo) São Paulo, Abril.
- Bharath, Sreedhar T.; Sudarshan, Jayaraman; Venky, Nagar. 2013. Exit as Governance : An Empirical Analysis Exit as Governance : An Empirical Analysis.” *Journal of Finance* (June).

Borker, David R. 2012. Accounting, culture, and emerging economies: IFRS in the BRIC countries. *Journal of Business & Economics Research (Online)* 10(5):313.

Bortolon, Patrícia. 2013. Por que as Empresas Brasileiras Adotam Estruturas Piramidais de Controle. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos – BASE*, V.1, p.2-18.

Bortolon, P.; Leal, R. P.C. 2014. *Dual-class unifications and corporate governance in Brazil. Emerging Markets Review*, v.20, p.89-108.

Brasil. Lei nº 6.404, de 11 de janeiro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em: 12 set. 2017.

Brasil. Lei nº 10.303, de 22 de janeiro de 2001. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/LEIS\\_2001/L10203.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10203.htm)>. Acesso em: 13 set. 2017

Bhide, A., 1993. The hidden costs of stock market liquidity. *J. Financ. Econ.* 34 (1), 31{51.

Brown, Stephen; Hutson, Elaine; Wang, Michael; Yu, Jin. 2017. The Impact of Blockholder Activism on the Information environment of Stock Price. Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=3101906>

Brown, Stephen J.; Warner, Jerold B. 1985. Using daily stock returns. *Journal of Financial Economics*. V. 14, n. 1, p. 3-31. Amsterdam: North Holland. March.

Burkart, M., Gromb, D., Panunzi, F. 1997. Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *Q.J. Econ.* 112 (3), 693-728.

Cabral, Marcelo. 2018. *Revista Época Negócios*. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Mercado/noticia/2018/03/o-retorno-cena-dos-investidores-minoritarios-ativistas.html>. Acesso em: 11 de maio 2018.

Cameron, A. C.; Trivedi, P. K. 2009. **Microeconometrics using Stata**. College Station: Stata Press.

Caixe, Daniel D.; Krauter, Elizabeth. 2013. A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. *Revista de Contabilidade e Finanças – USP*, v. 24, n. 62, p. 142-153.

Callegari-Jacques, Sidia M. 2003. **Bioestatística: princípios e aplicações**. Porto Alegre: Artemed.

Claessens, S.; Djankov, S; Lang, L. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations, *Journal of Financial Economics* v58, p.81-112.

Claessens, S.; Djankov, S.; Fan, J. Lang, L. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings, *Journal of Finance* v.57, p. 2741-2771.

Claessens, S., Yurtoglu, B., 2013. Corporate governance in emerging markets: a survey. *Emerg. Mark. Rev.* 15, 1–33.

Chen, Yangyang, S; Rhee, Ghon; Veeraraghavan, Madhu; Zolotoy, Leon. 2015. Stock liquidity and managerial short-termism. *Journal of Banking & Finance* 60:44–59.

Claessens, S.; Djankov, S.; Fan, J. Lang, L. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings, *Journal of Finance* v.57, p. 2741-2771.

Clifford, C; Lindsey, L. 2013. Getting what you pay for: *blockholder* monitoring, CEO compensation, and firm performance. Work. Pap., Coll. Bus. Econ., Univ. Kentucky

Crane, Alan.; Koch, Andrew; Michenaud, Sébastien; .2015 . Institutional investor networks and governance mechanisms. Disponível em: <https://cba.unl.edu/academic-programs/departments/finance/about/seminar-series/documents/Michenaud.pdf>. Acesso em: 29 mar.2018.

Crisóstomo, Vicente Lima; López, Javier; Vallelado, Eleuterio. 2014. “Nonfinancial companies as large shareholders alleviate financial constraints of Brazilian firm.” *Emerging Markets Review* 18:62–77.

Cronqvist; Henrik; Fahlenbrach; Rüdiger. 2009. Large shareholders and corporate policies. *Review of Financial Studies*, 22(1010).

Coffee, J., 1991. Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor. *Columbia Law Rev.* 91 (6), 1277{1368.

Comerlato, G. M. B. ; Procianoy, J. L. 1995 . Método Percentual: Redução dos Custos de Agencia em Grupos de Empresas similares Abertas. *RAE. Revista de Administração de Empresas*, v. 35, n.6, p. 30-39,

Costa, A . C. 2016. Relação preço e lucro das companhias abertas e geração de valor para o acionista. Disponível em: < [http://bdm.unb.br/bitstream/10483/14250/1/2016\\_AllannhThaadeuYgooCorreadaCosta\\_tcc.pdf](http://bdm.unb.br/bitstream/10483/14250/1/2016_AllannhThaadeuYgooCorreadaCosta_tcc.pdf)>. Acesso em: 10 set 2018.

Chung, K. H; Pruitt, S. W. A simple approximation of Tobin’s q. *Financial Management*, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.

Cueto, Diego C. 2008. Market Liquidity and Ownership Structure with Weak Protection for Minority Shareholders: Evidence from Brazil and Chile. Disponível em: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1410197> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1410197>. Acesso em: 19 de junho 2016.

De Paula, G. M. Governança Corporativa no Brasil e México: Estrutura Patrimonial, Práticas e Políticas Públicas. Santiago do Chile: CEPAL, 2003

Daily, C. M., D. R. Dalton and A. A. Cannella (2003). ‘Corporate governance: decades of dialogue and data’, *Academy of Management Review*, 28, pp. 371–382.

Dasgupta, Amil; Giorgia, Piacentino. 2015. “The Wall Street Walk when Blockholders

Compete for Flows.” *Journal of Finance forthcoming* 1–46.

De Paula, G. M. 2003. *Governança Corporativa no Brasil e México: Estrutura Patrimonial, Práticas e Políticas Públicas*. Santiago do Chile: CEPAL.

De-la-hoz, Maria Camila; Pombo, Carlos. 2016. “Institutional investor heterogeneity and firm valuation : Evidence from Latin America.” *Emerging Markets Review* 26:197–221.

Dhillon, A., Rossetto, S., 2015. Ownership structure, voting, and risk. *Rev. Financ. Stud.* 28 (2), 521-560.

Dias, Marco Antonio. 2011. *Governança Corporativa*. Disponível em: [http://unipvirtual.com.br/material/2011/associada/gov\\_corporativa/unid\\_1.pdf](http://unipvirtual.com.br/material/2011/associada/gov_corporativa/unid_1.pdf). Acesso em: 10 Ago. 2016.

Dhillon, A., Rossetto, S., 2015. Ownership structure, voting, and risk. *Rev. Financ. Stud.* 28 (2), 521{560.

Dou, Yiwei; Ole-kristian, Hope; Wayne, B. Thomas; Michael F. Price. 2014. Blockholder Exit Threats and Financial Reporting Quality Blockholder Exit Threats and Financial Reporting Quality.” *Workink Paper SSRN* [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id).

Edmans, Alex. 2009. Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia. *Journal of Finance* 64(6):2481–2513.

Edmans, Alex. 2014. “Blockholders and Corporate Governance.” 1–48. Disponível em: (<http://ssrn.com/abstract=2285781>).

Edmans, Alex, Vivian W. Fang, Zur, Emanuel. 2013. “The effect of liquidity on governance.” *Review of Financial Studies* 26(6):1443–82.

Edmans, Alex; Manso, Gustavo. 2011. “Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders.” *Review of Financial Studies* 24(7):2395–2428.

Edmans, Alex; Holderness, Clifford G. 2016. Blockholders: A Survey of Theory and Evidence. Working Paper, Disponível em: SSRN: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2820976](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2820976). Acesso em: 02 set.2016.

Edmans, A., Gabaix, X., Jenter, D. 2017. Executive compensation: A survey of theory and evidence. In: *Handbook of corporate governance*, ed. Hermalin, B.E., Weisbach, M.S. Amsterdam: Elsevier

Elyas, Elyasiana. Jingyi, Jiab. Connie X. Mao. 2010. *Journal of Financial Markets* 13 (2010) 475–500.

Fama, R; Barros, L. B. C. 2000. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração*. São Paulo, v. 7, n. 4, p. 27-43.

- Favero, Carlo A.; Giglio, Stefano W.; Hororati, Maddalena; Panunzi, Fausto. 2006. The Performance of Italian Family Firms. Working Paper. Disponível em: < [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=918181](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=918181)> . Acesso em: 07 Maio. 2018.
- Favero, Luiz Paulo L. 2013. Dados em Painel em Contabilidade e Finanças. Teoria e aplicação. **BBR, Vitória**, v. 10, n. 1, Art. 6, p. 131 – 156. Disponível em: <http://www.redalyc.org/pdf/1230/123025719006.pdf>. Acesso em: 09 nov. 2017.
- Ferreira, M. A.; Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88, 499-533.
- Fichtner, J., Heemskerk, E. and Garcia-Bernardo, J. (2017). Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. *Business and Politics*, 19(2), 298-326.
- Fundo Monetário Internacional, 2005. Global financial stability report: market developments and issues.
- Gerken, William C. 2014. Blockholder Ownership and Corporate Control: The Role of Liquidity. *Quarterly Journal of Finance*.
- Grando, Tadeu. 2014. O Efeito do Controle Acionário e da Gestão Familiar na Criação de Valor e no Desempenho Operacional das Companhias Abertas Brasileiras. Disponível em: <http://biblioteca.asav.org.br/vinculos/00000A/00000AD2.pdf>. Acesso em 05 Jun. 2016.
- Grando, Tadeu; Machado, Debora; Brunozi, Antonio J.; Zanini, Francisco. 2016. Empresas Dual Class: Um estudo do impacto no valor das empresas Brasileiras. *Enf.: Ref. Cont. UEM - Paraná* v. 35 n. 2 p. 67-86
- Gompers, Paul; ISHII, Joy; Metrick, Andrew. 2008. Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. Disponível em: < [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=562511](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=562511)> . Acesso em: 08 abr. 2016.
- Gorga, Érica. 2015. É preciso reformar as leis para proteger os acionistas minoritários. *Revista Veja*. Disponível em: < <https://veja.abril.com.br/economia/e-preciso-reformar-as-leis-para-proteger-os-acionistas-minoritarios/>> . Acesso em: 13. set.2018.
- Hadlock, Charles J.; Schwartz-Ziv, Miriam. 2017. Blockholder Heterogeneity, Multiple Blocks, and the Dance Between Blockholders. Working Paper: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2894688](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2894688). Acesso em 25 Ago. 2017.
- Hair Jr., J.F. et al. 2005. *Análise Multivariada de Dados*. 5. ed. Porto Alegre: Bookman.
- Hart, Oliver. 1995. Corporate Governance: some theory and implications. *The Economics Journal*, v. 105, n 430, p.678-689.
- Hoffman, L. R.; Maier, F. 1961 Quality and acceptance of problem solutions by members of homogeneous and heterogeneous groups. *The Journal of Abnormal and Social Psychology*, 62 (22), 1961.

Holanda; Allan P.; Rebouças, Silvia M.; Coelho, Antonio. 2013. Gerenciamento de Resultado e presença de investidores institucionais nas firmas brasileiras. *Con Texto*, Porto Alegre, v.13. n.25. p.7-19.

Holderness, C. G. 2009. The Myth of Diffuse Ownership in the United States.” *Review of Financial Studies* 22(4):1377–1408.

Hong, Lu; Page , Scott E. 2004. Groups of diverse problem solvers can outperform groups of high-ability problem solvers. *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*, 101(4646), 2004.

Hoskisson, Robert E .; Hitt , Michael A.; Johnson, Richard A.; Grossman, Wayne. 2002. Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies. *Academy of Management Journal*, 45(44).

Huang, Jiekun. 2016. Coordination costs and institutional investors: Evidence from the market for corporate control. Working Paper. Disponível em:...

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC. 2007. Disponível em: < <http://www.ibgc.org.br/PerguntasFrequentes.aspx>>. Acesso em: 15 jan. 2016.

Jahnke; Patrick. 2017. Voice versus Exit: The causes and consequence of increasing shareholder concentration. Working Paper. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3027058](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3027058), Acesso em: 29 mar. 2018.

Jensen; M. C.; Meckling, W. H. 1976. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. *Journal of Finance Economics*, v. 3, p. 305-360.

Kammler, Edson Luis; Alvez, Tiago Wickstrom. 2009. Análise da capacidade explicativa do investimento pelo “q” de Tobin em empresas brasileiras de capital aberto. *RAE-eletrônica*, v. 8, n. 2, Art. 12, jul./dez.

Kahn C, Winton A. 1998. Ownership structure, speculation, and shareholder intervention. *J. Finance* 53 (1):99–129

Konijn SJJ, Kräussl R, Lucas A. 2011. Blockholder dispersion and firm value. *J. Corp. Finance* 17(5):1330–39

Kyle, A.S., 1985. Continuous auctions and insider trading. *Econometrica*. 53 (6), 1315{1335.

Kyle, A.S., Vila, J., 1991. Noise trading and takeovers. *Rand J. Econ.* 22 (1), 54{71.

La Porta, R.; Lopez, De-Silanes, Shleifer, A. 1999. Corporate ownership around the world, *Journal of Finance* v.54, p. 471-517.

Laeven, Luc; Levine, Ross.2008. Complex ownership structures and corporate valuations. *Review of Financial Studies*, 21(22).

Leal, Ricardo Pereira Câmara; Silva, André Luiz Carvalhal; Valadares, Silvia Mourthé. 2002. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 1, p. 1-13, jan./abr.

Lee, D. E; Tompkins, J. G. 1999. A modified version of the Lewellen and Badrinath of Tobin's q. *Financial Management*, v. 28, n. 1, p. 20-31,.

Levit, Doron. 2013. Soft Shareholder Activism. *Working Paper., Finance Dep., Univ. Penn.* (October):1-45.

Lindenberg, E. B; Ross, S. A. 1981. Tobin's q ratio and industrial organization. *The Journal of Business*, v. 54, n. 1,

Lira, Sachiko Araki. 2004. **Análise de Correlação:** Abordagem Teórica e de Construção dos Coeficientes com Aplicações. Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação em Métodos Numéricos em Engenharia dos Setores de Ciências Exatas e de Tecnologia da Universidade Federal do Paraná. Disponível em:

[http://www.ipardes.gov.br/biblioteca/docs/dissertacao\\_sachiko.pdf](http://www.ipardes.gov.br/biblioteca/docs/dissertacao_sachiko.pdf). Acesso em: 09 nov 2014.

Luiz, I., Nascimento, M. & Pereira, L. (2008). Impacto do gerenciamento de resultados no retorno anormal: estudo empírico dos resultados das empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo – BOVESPA. Em: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo.

Margarido, M. A., & Medeiros, H., Jr. 2006. Teste para mais de uma raiz unitária: uso do software SAS na elaboração de uma rotina para o teste Dickey-Pantula. *Pesquisa & Debate*, 17(1), 149- 170.

Marques, Luis David. 2013. Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão da literatura. 2000. Disponível em: <<http://wps.fep.up.pt/wps/wp100.pdf>>. Acesso em: 03 nov. 2017.

Maug, Ernst. 1998. Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? *J.Finance* 53(1):65-98

McCahery, Joseph a; Sautner, Zacharias; Starks, Laura T. 2015. "Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors." *Journal of Finance forthcoming* 27(5&6):733-59.

Morck, R.; Shleifer, A.; Vishny, R. W. 1988. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 20, n. 1/2, p. 293-315.

Morck, R.; Wolfenzon, D; Yeung, B. 2005. Corporate governance, economic entrenchment, and growth, *Journal of Economic Literature* v.43 p.657-722.

Navissi, F.; Naiker, V. (2006). Institutional Ownership and corporate value. *Managerial Finance*, 32(3), 247-256. Office, M. S. (2011). Overinvestment, corporate governance, and dividend initiations. *Journal of Corporate Finance*, 17, 710-724.

Noe TH. 2002. Investor activism and financial market structure. *Rev. Financ. Stud.* 15(1):289-318

Norli, Øyvind; Charlotte, Ostergaard; Ibolya, Schindele. 2014. Liquidity and Shareholder Activism. *Review of Finance Studies* (April).

Oliveira, Rodrigo Miguel. 2005. A Influência dos Investidores Institucionais nas Políticas de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras. Disponível em: [http://www.coppead.ufrj.br/upload/publicacoes/Rodrigo\\_Miguel\\_Oliveira.pdf](http://www.coppead.ufrj.br/upload/publicacoes/Rodrigo_Miguel_Oliveira.pdf). Acesso em: 25 fev. 2017.

Panosso, Cristiano C. 2013. Direitos dos acionistas minoritários nas sociedades anônimas. AREL FAAR, Ariquemes, RO, v. 1, n. 2, p. 66-90, set. Disponível em: [www.faar.edu.br/portal/revistas/ojs/index.php/arel-faar/article/download/.../pdf\\_8](http://www.faar.edu.br/portal/revistas/ojs/index.php/arel-faar/article/download/.../pdf_8). Acesso em: 17 mar.2018.

Pereira, B. L. ; Martins, E. ; Beiruth, A. ; Baradel, E. ; Kuhl, C. A. 2014 . Tobin pergunta: O que aconteceu com o meu Q?. São Paulo/SP: XIV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade.

Pérez; Francisco Gonzales. 2006. Inherited Control and Firm Performance. **American Economic Review**, v. 96 (5), p. 1559-1588.

Pontes, Antonio Carlos Fonseca. 2015. Ensino de Correlação de Postos de Ensino Médio. Disponível em: <https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/131694/000978733.pdf?sequence=1>. Acesso em: 09 Julho de 2018.

Procianoy, J. L. 1994. O processo sucessório e a abertura de capital nas empresas brasileiras: objetivos conflitantes. *Revista de Administração de Empresas*, v. 34, n. 4, p. 74-84.

Ragazzi, Ana P. 2016 . *Revista Exame*. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/1115/noticias/o-mais-badalado-defensor-de-acionistas-minoritarios>. Acesso em: 10 set. 2016.

Reis, Diogo A. Determinantes do diferencial de preço entre classes de ações: evidências do mercado brasileiro no período de 2002 a 2014. 52 f. 2015. Dissertação (Mestrado em Administração) Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2015. Disponível: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/13430>>. Acesso em 05 jun. 2016.

Rodrigues, Regiane L; Ambrozini, Marcelo A. 2015. Teoria de Agência e Política de Dividendos: Evidências nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto no Período de 2000 a 2013. Disponível em: [https://www.anpec.org.br/encontro/2015/submissao/files\\_I/i8-f909111134fba2873b10acdcf2d32bbe.pdf](https://www.anpec.org.br/encontro/2015/submissao/files_I/i8-f909111134fba2873b10acdcf2d32bbe.pdf). Acesso em: 10 de junho 2016.

Ross, S. A.; Westerfield, R. W.; Jaffe, J. F. 2002. *Administração Financeira*. 2. ed. São Paulo: Atlas. Acesso em: 10 de maio 2018.

Samor, Geraldo. 2018. *Brazil Journal*. Disponível em: <http://braziljournal.com/nildemar-estava-certo-as-lico-es-do-colaso-da-brf>

Sant'anna, D.P., Louzada, L.C., Queiroz, E., Pérez, B.P. 2015. Valor de mercado e valor

contábil e sua relação com os resultados anormais no mercado de capitais no Brasil. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v.9, n.23, pp. 3-13.

Schwartz-Ziv, Miriam; Wermers, Russ. 2018. Do Institutional Investors Monitor their Large vs.Small Investments Differently? Evidence from the Say-On-Pay Vote. Finance Working Paper N° 541/2017. Disponível em: <  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2510442](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2510442)>

Silveira, Alexandre Di Miceli. 2015. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**. São Paulo: Elsevier.

Shleifer, A., Vishny, R., 1986. Large shareholders and corporate control. *J. Polit. Econ.* 94 (3), 461-488.

Shleifer, Andrei; Vishny, Robert. A Survey of Corporate Governance. 1997. **The journal of Finance**, v. 52 (2), p. 737 – 783.

Shin, Hyun H.; Stulz, Rene M. 2000. Firm Value, Risk, and Growth Opportunities. Working paper disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=234344](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=234344). Acesso em: 18. set. 2016.

The Economist Journal. **Special report family companies**. To have and to hold. 2015. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18166>. Acesso em 15 Jun. 2016.

Tobin, J. A general equilibrium approach to monetary theory. 1969. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 1, n. 1, p. 15-29.

Torres-Reyna, O. 2007 Panel Data Analysis Fixed and Random Effects Using Stata (v. 4.2). Data & Statistical Services, Princeton University.

Urban, Markus P. 2015. The Influence of Blockholders on Agency Costs and Firm Value: an empirical examination of blockholder characteristics and interrelationships for German listed firms. Springer Glaber Wiesbaden.

Villalonga, B.; Amit, R. 2009. How are US family firms controlled?. *The Review of Financial Studies* / v 22 n 8. Disponível em:  
<[http://people.stern.nyu.edu/bvillalo/VillalongaAmit\\_RFS2009.pdf](http://people.stern.nyu.edu/bvillalo/VillalongaAmit_RFS2009.pdf)>. Acesso em 18 jun. 2016.

Volkova; Ekaterina. 2017. Blockholders Diversity: Effect of Polyphony on the Power of monitoring. Working Paper. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3047469>. Acesso em 20. Mar. 2018.

Winton A. 1993. Limitation of liability and the ownership structure of the firm. *J. Finance* 48(2):487-512

Woidtke, T. 2002, “Agent watching agents: evidence from pension fund ownership and firm value”, *Journal of Financial Economics*, vol. 63, pp. 99-131.

Wooldridge; Jeffrey M. 2006. **Introdução à Econometria uma Abordagem Moderna**. 1° edição. Thomson Pioneira.

Wooldridge; Jeffrey M. 2011. *Econometric analysis of cross section and panel data*. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts. London, England.

World Bank. 2006. *The International Bank for Reconstruction and Development. A decade of measuring the quality of governance*. Disponível em: Acesso em: 1 JUN. 2016.

Young, Michael N.; Peng, Mike W.; Ahlstrom, David; Bruton, Garry D.; Jiang, Yi. 2008. *Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-principal Perspective*, *Journal of Management Studies*, vol. 45, issue 1, pp. 196–220.

Zwiebel, J., 1995. *Block investment and partial benefits of corporate control*. *Rev. Econ. Stud.* 62 (2), 161-185.

## APÊNDICES

### APÊNDICE A – Correlação das Variáveis Dependentes

Probability	Q_CHUNG	Q_TOM	R1	R2
Q_CHUNG	1			
	-----			
Q_TOM	0.956192	1		
	0.0000	-----		
R normal de valor de mercado total sem ajuste de proventos	0.14427	0.15631	1	
	0.0000	0.0000	-----	
R ajustado para proventos da ação mais líquida	0.123027	0.174453	0.821489	1
	0.0000	0.0000	0.0000	-----

### APÊNDICE B – Teste de Normalidade das Variáveis desta Pesquisa

Variables	Jarque-Bera	Probability
Q	16350.880	0.000
R	21933.320	0.000
BLOCK	328.191	0.000
PARTION	499.363	0.000
PARTIPN	1021.218	0.000
NBON	287.469	0.000
NBPN	1060.088	0.000
LIQ	142908.300	0.000
REM	350.949	0.000
ESTATAL	3375.592	0.000
FAM	149562.600	0.000
FIH	207.821	0.000
FP	1348.700	0.000
FUND	249243.900	0.000
IF	501.176	0.000
III	406.859	0.000
CORP	437.047	0.000
DIV	291.876	0.000
ATIV	1121.243	0.000
INTER	8902.420	0.000
TAE	175.137	0.000
AL	116833.700	0.000
CR	453963.400	0.000
TANG	223.036	0.000
ID	169.257	0.000
LI	398633.200	0.000
BETA	5099.536	0.000

### APÊNDICE C – Correlação de Spearman

$H_{1a}$

	Q	BLOCK	TAE	AL	CR	TG	ID	LI	B
Q	1.00								
BLOCK	-0.16	1.00							
TAE	-0.04	-0.04	1.00						
AL	-0.23	0.02	0.36	1.00					
CR	0.16	0.00	0.16	0.10	1.00				
TG	0.03	-0.05	-0.08	-0.07	0.04	1.00			
ID	-0.07	0.02	-0.12	0.02	-0.08	0.21	1.00		
LI	0.15	0.13	0.64	0.14	0.13	-0.04	-0.21	1.00	
B	-0.08	-0.03	0.13	0.03	-0.04	0.03	-0.05	0.14	1.00
	R	BLOCK	TAE	AL	CR	TG	ID	LI	B
R	1.00								
BLOCK	-0.06	1.00							
TAE	0.08	-0.04	1.00						
AL	-0.03	0.03	0.38	1.00					
CR	0.24	-0.01	0.17	0.12	1.00				
TG	-0.02	-0.05	-0.04	-0.06	0.05	1.00			
ID	0.03	0.02	-0.13	0.00	-0.07	0.21	1.00		
LI	0.05	0.12	0.64	0.15	0.12	-0.02	-0.22	1.00	
B	-0.09	-0.02	0.15	0.04	-0.04	0.04	-0.05	0.16	1.00

$H_{1b}$

	Q	PARTION	PARTIPN	LIQ	REM	TAE	AL	CR	TG	ID	LI	B
Q	1.00											
PARTION	-0.07	1.00										
PARTIPN	-0.15	-0.30	1.00									
LIQ	0.11	0.02	-0.29	1.00								
REM	0.12	0.16	-0.43	0.38	1.00							
TAE	-0.01	-0.04	-0.24	0.27	0.30	1.00						
AL	-0.21	0.01	-0.08	0.06	0.11	0.37	1.00					
CR	0.22	-0.02	-0.07	-0.01	0.10	0.14	0.09	1.00				
TG	0.07	-0.04	0.14	-0.08	-0.13	-0.12	-0.05	0.03	1.00			
ID	-0.03	-0.09	0.36	-0.25	-0.37	-0.16	0.03	-0.11	0.27	1.00		
LI	0.20	0.04	-0.46	0.59	0.46	0.70	0.14	0.13	-0.10	-0.21	1.00	
B	-0.08	-0.02	-0.09	0.26	0.09	0.15	0.02	-0.04	0.01	-0.07	0.21	1.00
	R	PARTION	PARTIPN	LIQ	REM	TAE	AL	CR	TG	ID	LI	B
R	1.00											
PARTION	-0.05	1.00										
PARTIPN	0.00	-0.30	1.00									
LIQ	-0.20	0.01	-0.28	1.00								
REM	0.00	0.17	-0.43	0.39	1.00							
TAE	0.04	-0.04	-0.22	0.27	0.31	1.00						

AL	-0.06	0.01	-0.08	0.07	0.11	0.37	1.00										
CR	0.24	-0.02	-0.05	-0.03	0.09	0.14	0.11	1.00									
TG	-0.02	-0.05	0.14	-0.06	-0.11	-0.10	-0.04	0.05	1.00								
ID	0.06	-0.10	0.36	-0.26	-0.38	-0.16	0.02	-0.09	0.27	1.00							
LI	0.05	0.03	-0.45	0.59	0.46	0.70	0.15	0.13	-0.07	-0.22	1.00						
B	-0.10	-0.02	-0.09	0.28	0.10	0.17	0.03	-0.04	0.00	-0.07	0.23	1.00					

 $H_{Ic}$ 

	Q	ESTATAL	FIH	FAM	FP	FUND	IF	III	CORP	TAE	AL	CR	TG	ID	LI	B
Q	1.00															
ESTATAL	0.02	1.00														
FIH	-0.05	-0.08	1.00													
FAM	-0.21	-0.03	-0.02	1.00												
FP	0.03	0.06	-0.06	-0.07	1.00											
FUND	-0.06	-0.06	-0.14	-0.03	0.08	1.00										
IF	-0.02	-0.05	-0.10	-0.01	-0.03	-0.05	1.00									
III	-0.07	-0.07	-0.11	0.10	-0.11	-0.03	-0.08	1.00								
CORP	0.00	-0.08	-0.27	0.05	0.04	-0.01	-0.11	-0.08	1.00							
TAE	-0.01	0.12	0.10	-0.18	0.12	-0.01	0.10	-0.34	-0.14	1.00						
AL	-0.21	0.04	0.06	0.00	0.01	-0.02	0.05	-0.13	-0.04	0.36	1.00					
CR	0.22	0.03	0.01	-0.06	-0.03	-0.06	0.09	-0.05	-0.01	0.14	0.09	1.00				
TG	0.07	-0.01	-0.08	0.06	0.06	-0.08	-0.05	0.00	0.10	-0.13	-0.05	0.03	1.00			
ID	-0.03	0.03	-0.18	0.20	0.10	-0.02	-0.12	0.15	0.10	-0.16	0.03	-0.11	0.27	1.00		
LI	0.20	0.00	0.16	-0.17	0.08	-0.02	0.07	-0.25	-0.14	0.70	0.14	0.13	-0.10	-0.21	1.00	
B	-0.08	0.02	0.03	-0.01	-0.02	0.03	-0.04	-0.02	-0.01	0.15	0.02	-0.04	0.00	-0.07	0.21	1.00

	R	ESTATAL	FIH	FAM	FP	FUND	IF	III	CORP	TAE	AL	CR	TG	ID	LI	B
R	1.00															
ESTATAL	-0.01	1.00														
FIH	0.01	-0.09	1.00													
FAM	-0.03	-0.02	-0.02	1.00												
FP	-0.01	0.06	-0.07	-0.07	1.00											
FUND	0.03	-0.05	-0.14	-0.03	0.07	1.00										
IF	0.03	-0.06	-0.12	-0.01	0.00	-0.06	1.00									
III	-0.02	-0.08	-0.10	0.11	-0.11	-0.05	-0.08	1.00								
CORP	-0.07	-0.08	-0.25	0.04	0.03	-0.03	-0.11	-0.09	1.00							
TAE	0.04	0.13	0.11	-0.18	0.10	-0.01	0.08	-0.33	-0.14	1.00						
AL	-0.06	0.04	0.07	0.00	-0.01	-0.03	0.04	-0.12	-0.04	0.37	1.00					
CR	0.24	0.04	0.00	-0.05	-0.03	-0.05	0.08	-0.05	0.00	0.15	0.11	1.00				
TG	-0.02	-0.01	-0.07	0.06	0.05	-0.10	-0.06	0.00	0.09	-0.10	-0.04	0.05	1.00			
ID	0.06	0.02	-0.18	0.20	0.12	-0.01	-0.12	0.14	0.09	-0.17	0.02	-0.09	0.27	1.00		
LI	0.04	0.00	0.16	-0.16	0.07	-0.02	0.06	-0.25	-0.13	0.70	0.14	0.13	-0.08	-0.23	1.00	
B	-0.10	0.02	0.04	-0.01	-0.02	0.02	-0.03	-0.03	0.00	0.17	0.03	-0.04	0.00	-0.07	0.22	1.00

$H_{1d}$ 

	Q	DIV	TAE	AL	CR	TG	ID	LI	B
Q	1.00								
DIV	-0.11	1.00							
TAE	-0.01	-0.08	1.00						
AL	-0.21	0.00	0.36	1.00					
CR	0.22	-0.01	0.14	0.09	1.00				
TG	0.08	-0.02	-0.12	-0.05	0.03	1.00			
ID	-0.04	0.03	-0.16	0.03	-0.11	0.27	1.00		
LI	0.21	-0.06	0.68	0.14	0.13	-0.10	-0.22	1.00	
B	-0.08	-0.01	0.16	0.02	-0.04	0.01	-0.07	0.20	1.00

	R	DIV	TAE	AL	CR	TG	ID	LI	B
R	1.000								
DIV	-0.041	1.000							
TAE	0.045	-0.081	1.000						
AL	-0.057	-0.007	0.370	1.000					
CR	0.242	-0.006	0.146	0.112	1.000				
TG	-0.016	-0.032	-0.097	-0.043	0.046	1.000			
ID	0.057	0.034	-0.163	0.017	-0.093	0.267	1.000		
LI	0.043	-0.065	0.684	0.146	0.123	-0.076	-0.232	1.000	
B	-0.098	-0.006	0.172	0.026	-0.035	0.005	-0.071	0.210	1.000

 $H_{1e}$ 

	Q	ATIV	TAE	AL	CR	TG	ID	LI	B
Q	1.00								
ATIV	-0.08	1.00							
TAE	-0.04	0.15	1.00						
AL	-0.23	0.04	0.36	1.00					
CR	0.16	-0.07	0.16	0.10	1.00				
TG	0.03	0.08	-0.08	-0.07	0.04	1.00			
ID	-0.07	0.09	-0.12	0.02	-0.08	0.21	1.00		
LI	0.15	0.14	0.64	0.14	0.13	-0.04	-0.21	1.00	
B	-0.08	0.01	0.13	0.03	-0.04	0.03	-0.05	0.14	1.00

	R	ATIV	TAE	AL	CR	TG	ID	LI	B
R	1.00								
ATIV	-0.03	1.00							
TAE	0.08	0.14	1.00						
AL	-0.03	0.04	0.38	1.00					
CR	0.24	-0.07	0.17	0.12	1.00				
TG	-0.02	0.08	-0.04	-0.06	0.05	1.00			
ID	0.03	0.10	-0.13	0.00	-0.07	0.21	1.00		
LI	0.05	0.13	0.64	0.15	0.12	-0.02	-0.22	1.00	
B	-0.09	0.01	0.15	0.04	-0.04	0.04	-0.05	0.16	1.00

$H_{1f}$ 

	Q	INTER	TAE	AL	CR	TG	ID	LI	B
Q	1.00								
INTER	-0.06	1.00							
TAE	-0.04	0.12	1.00						
AL	-0.23	0.02	0.36	1.00					
CR	0.16	-0.02	0.16	0.10	1.00				
TG	0.03	0.05	-0.08	-0.07	0.04	1.00			
ID	-0.07	0.04	-0.12	0.02	-0.08	0.21	1.00		
LI	0.15	0.05	0.64	0.14	0.13	-0.04	-0.21	1.00	
B	-0.08	0.13	0.13	0.03	-0.04	0.03	-0.05	0.14	1.00

	R	INTER	TAE	AL	CR	TG	ID	LI	B
R	1.00								
INTER	-0.03	1.00							
TAE	0.08	0.13	1.00						
AL	-0.03	0.03	0.38	1.00					
CR	0.24	-0.01	0.17	0.12	1.00				
TG	-0.02	0.06	-0.04	-0.06	0.05	1.00			
ID	0.03	0.04	-0.13	0.00	-0.07	0.21	1.00		
LI	0.05	0.05	0.64	0.15	0.12	-0.02	-0.22	1.00	
B	-0.09	0.13	0.15	0.04	-0.04	0.04	-0.05	0.16	1.00

**APÊNDICE D – VIF** $H_{1a}$ 

Q	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF	R	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
BLOCK	0.002	2.701	1.009	BLOCK	0.00	2.73	1.01
TAE	0.000	90.862	1.403	TAE	0.00	80.02	1.37
AL	0.000	1.133	1.031	AL	0.00	1.13	1.03
CR	0.002	1.077	1.022	CR	0.00	1.07	1.02
TG	0.009	2.246	1.051	TG	0.00	2.21	1.05
ID	0.001	14.712	1.046	ID	0.00	15.74	1.05
LI	0.002	1.587	1.382	LI	0.00	1.55	1.35
B	0.001	1.887	1.033	B	0.00	1.78	1.03

 $H_{1a}$ 

Q	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF	R	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
PARTION	0.01	2.42	1.07	PARTION	0.01	2.45	1.08
PARTIPN	0.02	1.67	1.25	PARTIPN	0.01	1.66	1.25
LIQ	0.00	1.59	1.19	LIQ	0.00	1.56	1.18
REM	0.00	2.86	1.39	REM	0.00	2.90	1.41

TAE	0.00	118.93	1.60	TAE	0.00	117.98	1.61
AL	0.00	1.13	1.03	AL	0.00	1.14	1.04
CR	0.00	1.09	1.03	CR	0.00	1.08	1.03
TG	0.01	2.24	1.08	TG	0.00	2.21	1.08
ID	0.00	16.65	1.23	ID	0.00	17.85	1.25
LI	0.00	1.69	1.48	LI	0.00	1.69	1.48
B	0.00	2.06	1.14	B	0.00	1.93	1.13

 $H_{1c}$ 

Q	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF	R	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
FIH	0.00	3.40	1.21	FIH	0.00	3.35	1.21
FP	0.00	1.21	1.05	FP	0.00	1.21	1.05
IF	0.00	1.35	1.10	IF	0.00	1.36	1.10
CORP	0.00	1.47	1.17	CORP	0.00	1.45	1.16
III	0.00	1.51	1.19	III	0.00	1.49	1.18
FAM	0.02	1.11	1.07	FAM	0.01	1.10	1.07
ESTATAL	0.00	1.28	1.06	ESTATAL	0.00	1.29	1.07
TAE	0.00	129.51	1.74	TAE	0.00	126.51	1.72
AL	0.00	1.14	1.05	AL	0.00	1.15	1.05
CR	0.00	1.09	1.03	CR	0.00	1.08	1.03
TG	0.01	2.26	1.08	TG	0.00	2.23	1.08
ID	0.00	15.91	1.18	ID	0.00	16.86	1.18
LI	0.00	1.71	1.50	LI	0.00	1.71	1.49
B	0.00	1.88	1.05	B	0.00	1.77	1.04

 $H_{1d}$ 

Q	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF	R	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
DIV	0.00	5.45	1.02	DIV	0.00	5.47	1.02
TAE	0.00	110.34	1.47	TAE	0.00	109.37	1.48
AL	0.00	1.13	1.03	AL	0.00	1.13	1.04
CR	0.00	1.08	1.03	CR	0.00	1.08	1.02
TG	0.01	2.23	1.07	TG	0.00	2.21	1.07
ID	0.00	14.82	1.09	ID	0.00	15.66	1.08
LI	0.00	1.65	1.45	LI	0.00	1.65	1.45
B	0.00	1.88	1.04	B	0.00	1.78	1.04

 $H_{1e}$ 

Q	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF	R	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
ATIV	0.00	1.25	1.04	ATIV	0.00	1.26	1.04
TAE	0.00	92.77	1.43	TAE	0.00	81.76	1.40

AL	0.00	1.13	1.03	AL	0.00	1.13	1.03
CR	0.00	1.08	1.02	CR	0.00	1.07	1.02
TG	0.01	2.24	1.05	TG	0.00	2.20	1.04
ID	0.00	14.81	1.05	ID	0.00	15.87	1.05
LI	0.00	1.58	1.38	LI	0.00	1.55	1.35
B	0.00	1.89	1.03	B	0.00	1.78	1.03

 $H_{1f}$ 

Q	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF	R	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
INTER	0.01	1.12	1.03	INTER	0.00	1.12	1.03
TAE	0.00	92.21	1.42	TAE	0.00	81.44	1.40
AL	0.00	1.13	1.03	AL	0.00	1.13	1.03
CR	0.00	1.08	1.02	CR	0.00	1.07	1.02
TG	0.01	2.24	1.05	TG	0.00	2.21	1.05
ID	0.00	14.72	1.05	ID	0.00	15.75	1.05
LI	0.00	1.58	1.38	LI	0.00	1.55	1.35
B	0.00	1.90	1.04	B	0.00	1.80	1.04

### APÊNDICE E – Teste de Raiz Unitária

<b>Null Hypothesis: Q has a unit root</b>			
Exogenous: Constant			
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=25)			
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-18.99879	<b>0.0000</b>
Test critical values:	1% level	-3.433659	
	5% level	-2.862888	
	10% level	-2.567535	
<b>Null Hypothesis: R has a unit root</b>			
Exogenous: Constant			
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=24)			
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-41.01789	<b>0.0000</b>
Test critical values:	1% level	-3.433781	
	5% level	-2.862942	
	10% level	-2.567563	

### APÊNDICE F - Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM)

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects
VARIÁVEL Q

Estimated results:

Var sd = sqrt(Var)

Q\_Chung .987521 .9937409

e .3319189 .5761241

u .5139663 .7169144

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 1377.66

Prob > chibar2 = 0.0000

OBS: Os resultados para as equações das demais hipóteses mantearam o valor do prob>chibar2(01) em 0.0000.

### APÊNDICE G - Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM)

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

VARIÁVEL R

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
R2	.2687596	.5184203
e	.2675533	.5172556
u	0	0

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 0.00

Prob > chibar2 = 1.0000

OBS: Os resultados para as equações das demais hipóteses mantearam o valor do Prob > chibar em 1.000.

### APÊNDICE H - Redundância de efeitos fixos

$H_{1a}$

Redundant Fixed Effects Tests				Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Q				Equation: R			
Test cross-section fixed effects				Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob	Effects Test	Statistic	d.f.	Prob
Cross-section F	10.271	-3,301	0.00	Cross-section F	0.9392	3,261,5	0.75

$H_{1b}$

Redundant Fixed Effects Tests	Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Q	Equation: R

Test cross-section fixed effects				Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob	Effects Test	Statistic	d.f.	Prob
Cross-section F	10.522	235,932	0.00	Cross-section F	1.030	230,928	0.37

*H<sub>1c</sub>*

Redundant Fixed Effects Tests				Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Q Test cross-section fixed effects				Equation: R Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.	Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	10.954	236,93	0.000	Cross-section F	1.1244	231,92 6	0.122

*C*

Redundant Fixed Effects Tests				Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Q Test cross-section fixed effects				Equation: R Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob	Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	11.019	239,9 4	0.00	Cross-section F	1.09690	234,940	0.177

*H<sub>1e</sub>*

Redundant Fixed Effects Tests				Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Q Test cross-section fixed effects				Equation: R Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob	Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	10.497	3,301	0.00	Cross-section F	0.95104	3,261	0.71

*H<sub>1f</sub>*

Redundant Fixed Effects Tests				Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: EQ12 Test cross-section fixed effects				Equation: Untitled Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob	Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	10.559	3,301	0.00	Cross-section F	0.9560	3,261	0.70

**APÊNDICE I - Teste de Hausman***H<sub>1a</sub>*

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\chi^2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$$

$$= 74.42$$

$$\text{Prob}>\chi^2 = 0.0000$$

(V<sub>b</sub>-V<sub>B</sub> is not positive definite)

*H<sub>1b</sub>*

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned}\text{chi2}(13) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 94.11\end{aligned}$$

Prob>chi2 = 0.0000

(V<sub>b</sub>-V<sub>B</sub> is not positive definite)

*H<sub>1c</sub>*

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned}\text{chi2}(14) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 112.99\end{aligned}$$

Prob>chi2 = 0.0000

(V<sub>b</sub>-V<sub>B</sub> is not positive definite)

*H<sub>1d</sub>*

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned}\text{chi2}(8) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 100.61\end{aligned}$$

Prob>chi2 = 0.0000

(V<sub>b</sub>-V<sub>B</sub> is not positive definite)

*H<sub>1e</sub>*

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned}\text{chi2}(8) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 99.58\end{aligned}$$

Prob>chi2 = 0.0000

(V<sub>b</sub>-V<sub>B</sub> is not positive definite)

*H<sub>1f</sub>*

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned}\text{chi2}(7) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 87.06\end{aligned}$$

Prob>chi2 = 0.0000

(V<sub>b</sub>-V<sub>B</sub> is not positive definite)

## APÊNDICE J - Teste de WALD

*H<sub>1a</sub>*

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity

in fixed effect regression model

H0:  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all i

chi2 (331) = 2.7e+35

Prob>chi2 = 0.0000

*H<sub>1b</sub>*

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity  
in fixed effect regression model

H0:  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all i

chi2 (236) = 5.4e+33

Prob>chi2 = 0.0000

*H<sub>1c</sub>*

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity  
in fixed effect regression model

H0:  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all i

chi2 (237) = 5.2e+33

Prob>chi2 = 0.0000

*H<sub>1d</sub>*

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity  
in fixed effect regression model

H0:  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all i

chi2 (240) = 6.7e+33

Prob>chi2 = 0.0000

*H<sub>1e</sub>*

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity  
in fixed effect regression model

H0:  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all i

chi2 (331) = 9.9e+35

Prob>chi2 = 0.0000

*H<sub>1f</sub>*

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity  
in fixed effect regression model

H0:  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all i

chi2 (331) = 9.1e+35

Prob>chi2 = 0.0000
--------------------

### APÊNDICE L – Teste de Endogenidade

<i>H<sub>1a</sub></i>				
Variable Q	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESIDQ1_Q_ENDOG	-3.30E-13	0.048395	-6.82E-12	1.000
C	-6.47E-17	0.011949	-5.41E-15	1.000
Variable R	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESIDEQ1_R_ENDOG	-2.96E-16	0.024548	-1.21E-14	1.000
C	1.47E-17	0.011022	1.33E-15	1.000
<i>H<sub>1b</sub></i>				
Variable Q	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID01_02QENDO	2.55E-13	0.062127	4.10E-12	1.000
C	1.53E-16	0.011525	1.33E-14	1.000
Variable R	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID01_02REND	2.22E-16	0.069115	3.22E-15	1.000
C	-6.03E-17	0.012315	-4.90E-15	1.000
obs: feito para as 4 variáveis o Prob permaneceu igual				
<i>H<sub>1c</sub></i>				
Variable Q	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID01_03QENDO	4.70E-14	0.046771	1.00E-12	1.000
C	1.02E-17	0.011485	8.92E-16	1.000
Variable R	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID01_03REND	9.36E-16	0.030646	3.05E-14	1.000
C	-1.41E-16	0.012385	-1.14E-14	1.000
obs: feito para as 8 variáveis o Prob permaneceu igual				
<i>H<sub>1d</sub></i>				
Variable Q	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID01_04QENDO	2.53E-13	0.026876	9.42E-12	1.000
C	6.03E-16	0.011506	5.24E-14	1.000
Variable R	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID01_04REND	1.66E-16	0.017225	9.66E-15	1.000
C	-1.12E-16	0.012435	-9.02E-15	1.000
<i>H<sub>1e</sub></i>				
Variable Q	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID01_05QENDO	1.59E-12	0.059362	2.68E-11	1.000
C	2.34E-16	0.011998	1.95E-14	1.000

Variable R	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID01_05REND0G	2.88E-16	0.031543	9.14E-15	1.000
C	4.08E-17	0.01104	3.70E-15	1.000

<i>H<sub>1f</sub></i>				
Variable Q	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID01_06QENDO	-7.50E-12	0.326267	-2.30E-11	1.000
C	5.29E-17	0.012	4.40E-15	1.000

Variable R	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID01_06REND0G	2.12E-16	0.043958	4.83E-15	1.000
C	2.82E-17	0.01104	2.56E-15	1.000

### APÊNDICE M – Teste de Normalidade dos Resíduos

<i>H<sub>1a</sub></i>	MEAN	MEDIAN	MAXIMUM	MINIMUM	STD DESV	SKEWNESS	KURTOSIS	PROB
Q	-2.58E-18	-0.007	6.11	-3.692	0.52	1.6549	26.228	0.000
R	-2.08E-17	-0.0443	4.5389	-1.2357	0.4758	2.447	18.578	0.000

<i>H<sub>1b</sub></i>	MEAN	MEDIAN	MAXIMUM	MINIMUM	STD DESV	SKEWNESS	KURTOSIS	PROB
Q	-5.81E-18	-0.006	2.961	-3.6983	0.3965	-0.1258	20.683	0.000
R	-4.49E-17	-0.0422	3.093	-1.0307	0.4221	-1.877	12.293	0.000

<i>H<sub>1c</sub></i>	MEAN	MEDIAN	MAXIMUM	MINIMUM	STD DESV	SKEWNESS	KURTOSIS	PROB
Q	-1.50E-18	-0.0039	2.9746	-3.700	0.3955	-0.1313	20.966	0.000
R	-4.02E-16	-0.0729	0.9677	-1.175	0.4034	-0.2264	2.2625	0.000

<i>H<sub>1d</sub></i>	MEAN	MEDIAN	MAXIMUM	MINIMUM	STD DESV	SKEWNESS	KURTOSIS	PROB
Q	-2.22E-18	0.00368	2.9795	-3.707	0.398	-0.0777	20.569	0.000
R	-1.08E-16	-0.0038	2.9868	-1.080	0.4286	1.7339	11.246	0.000

<i>H<sub>1e</sub></i>	MEAN	MEDIAN	MAXIMUM	MINIMUM	STD DESV	SKEWNESS	KURTOSIS	PROB
Q	-5.62E-18	-0.004	6.099	-3.710	0.522	1.633	26.347	0.000
R	-3.68E-17	-0.046	4.5739	-1.221	0.4766	2.4705	18.796	0.000

<i>H<sub>1f</sub></i>	MEAN	MEDIAN	MAXIMUM	MINIMUM	STD DESV	SKEWNESS	KURTOSIS	PROB
Q	-7.44E-18	-0.0074	6.01029	-3.713	0.5222	1.6342	26.39	0.000
R	-3.61E-17	-0.046	4.5729	-1.221	0.4766	2.4702	18.787	0.000