



**Bruno Brasil Lombello**

**Os *blockholders* e seus efeitos no valor das empresas brasileiras**

**Dissertação de Mestrado**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas do Departamento de Administração da PUC-Rio.

Orientador: Prof. Henrique Castro Martins



**Bruno Brasil Lombello**

**Os *blockholders* e seus efeitos no valor das empresas brasileiras**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo.

**Prof. Henrique Castro Martins**

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

**Prof. Marcelo Cabús Klötzle**

Departamento de Administração – PUC-Rio

**Prof. Paulo Renato Soares Terra**

FGV EAESP

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem a autorização da universidade, da autora e do orientador.

**Bruno Brasil Lombello**

Graduado em Ciências Econômicas pela Universidade Federal Fluminense.

Ficha Catalográfica

Lombello, Bruno Brasil

Os blockholders e seus efeitos no valor das empresas brasileiras / Bruno Brasil Lombello ; orientador: Henrique Castro Martins. – 2021.

58 f. ; 30 cm

Dissertação (mestrado)—Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2021.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Blockholders. 3. Governança corporativa. 4. Teoria da agência. 5. Q de Tobin. 6. Heterogeneidade. I. Martins, Henrique Castro. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Dedico esta dissertação aos meus pais, minha esposa e  
meu filho, por todo apoio e paciência  
durante toda a jornada

## Agradecimentos

Agradeço primeiro a Deus por neste momento tão singular de pandemia do coronavírus ter me mantido na trilha certa durante este projeto de pesquisa com saúde e forças para chegar até o final.

Ao Prof. Dr. Henrique Castro Martins que aceitou orientar minha dissertação de mestrado, sempre estando disponível para esclarecer as dúvidas e pelo apoio, sugestões e estímulos dados ao longo desta jornada.

A minha esposa e meu filho pelo incentivo, paciência e compreensão durante este período em que tive de me manter ausente para me dedicar ao meu projeto de pesquisa.

Aos meus pais que sempre me apoiaram ao longo de toda a minha vida escolar e acadêmica.

A toda equipe da PUC-Rio pelo suporte e amizade, que possibilitaram minha dedicação exclusiva a este projeto.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001

## Resumo

Lombello, Bruno Brasil; Martins, Henrique Castro. **Os *blockholders* e seus efeitos no valor das empresas brasileiras**. Rio de Janeiro, 2021, 58p. Dissertação de Mestrado - Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Esta dissertação teve como objetivo verificar se grandes acionistas – *blockholders*, não pertencentes ao bloco de controle, em um cenário de baixa proteção ao investidor e alta concentração de capital, como o brasileiro, atuam como um mecanismo de governança corporativa, reduzindo os custos de agência devido ao monitoramento dos gestores/controladores. A base de dados compreendeu as empresas não financeiras de capital aberto no Brasil, pelo período de 2010 até 2019, totalizando 1.091 empresas-ano. Foi utilizada regressão por efeitos fixos para dados em painel, e, como análise de robustez, o *Propensity Score Matching*, tendo como resultado um impacto negativo no Q de Tobin para as empresas que possuem *blockholder* em sua estrutura. Tal resultado apesar de divergir da literatura internacional, encontra eco em outros trabalhos realizados no cenário brasileiro, e justifica-se pela alta concentração acionária das empresas, pois *blockholders* não representariam ameaça real aos controladores, que geralmente possui mais que 50% do capital votante, pela baixa qualidade das leis de proteção aos investidores e a fatores culturais, que incentivam a passividade dos acionistas brasileiros. A existência de *blockholders* neste cenário demonstra uma diluição do capital acionário e do fluxo de caixa que aumenta os incentivos que os gestores/controladores possuem para expropriar a empresa. Com relação a heterogeneidade dos *blockholders*, verificou-se que empresas com *blockholders* do tipo familiar apresentam Q de Tobin inferior aos demais tipos. Este resultado é explicado pois os *blockholders* do tipo familiar teriam maior propensão a formação de alianças com o controlador para expropriar valor dos demais acionistas minoritários.

### Palavras- chave

*Blockholders*; governança corporativa; teoria da agência; Q de Tobin; heterogeneidade

## Abstract

Lombello, Bruno Brasil; Martins, Henrique Castro. ***Blockholders and their effects on the value of Brazilian companies***. Rio de Janeiro, 2021, 58p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This dissertation aimed to verify whether large shareholders - blockholders, not belonging to the control block, in a scenario of low investor protection and high concentration of capital, such as the Brazilian, act as a corporate governance mechanism, reducing agency costs due to the monitoring of managers / controllers. The database comprised non-financial publicly traded companies in Brazil, from 2010 to 2019, totaling 1,091 company-years. Fixed effects regression was used for panel data, and, as a robustness analysis, the Propensity Score Matching, resulting in a negative impact on Tobin's Q for companies that have blockholders in their structure. This result, despite diverging from the international literature, is echoed in other works carried out in the Brazilian scenario, and is justified by the high shareholding concentration of the companies, as blockholders would not represent a real threat to controller's, which generally has more than 50% voting capital, due to the low quality of investor protection laws and cultural factors, which encourage the passivity of Brazilian shareholders. The existence of blockholders in this scenario demonstrates a dilution of share capital and cash flow that increases the incentives that managers / controllers have to expropriate the company. Regarding the heterogeneity of the blockholders, it was found that companies with family-type blockholders have Tobin's Q lower than the other types. This result is explained by the fact that family-type blockholders would be more likely to form alliances with the controlling shareholder to expropriate other minority shareholders.

## Keywords

*Blockholders*; corporate governance; agency theory, Tobin's Q; heterogeneity

## Sumário

|   |    |
|---|----|
| 1. INTRODUÇÃO   | 10 |
| 1.1 Contextualização  | 10 |
| 1.2 Problema de Pesquisa                                      | 11 |
| 1.3 Objetivos   | 12 |
| 1.4 Justificativa   | 12 |
| 2. REFERENCIAL TEÓRICO  | 13 |
| 2.1 Teoria da Agência   | 13 |
| 2.2 Nível de Proteção ao Investidor                           | 15 |
| 2.3 Estrutura de Propriedade das Empresas                     | 17 |
| 2.4 Papel do Blockholder                                      | 19 |
| 2.5 Estrutura Societária e a Governança Corporativa no Brasil | 23 |
| 2.6 Tipos de Blockholders                                     | 25 |
| 3. DESIGN EMPÍRICO  | 27 |
| 3.1 Definição dos Modelos e das Variáveis de Análise          | 31 |
| 4. RESULTADOS   | 36 |
| 4.1 Teste de Robustez   | 44 |
| 5. ANÁLISE DOS RESULTADOS                                     | 48 |
| 6. CONCLUSÃO  | 51 |
| 7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS                                 | 54 |

## Lista de tabelas

|   |    |
|---|----|
| Tabela 1 - Definição das variáveis  | 30 |
| Tabela 2 - Estatísticas Descritivas Gerais                                | 37 |
| Tabela 3 - Estatísticas Descritivas com e sem Blockholder                 | 38 |
| Tabela 4 - Estatísticas Descritivas por tipos e quantidade de Blockholder | 39 |
| Tabela 5 - Evolução Temporal dos blockholders e do tipo de controle       | 40 |
| Tabela 6 - Matriz de Correlação   | 41 |
| Tabela 7 - Testes de adequação do modelo                                  | 42 |
| Tabela 8 - Regressões por MQO   | 43 |
| Tabela 9 - Teste t de verificação do matching                             | 46 |
| Tabela 10 - Regressão com utilização do Matching                          | 47 |

# INTRODUÇÃO

## 1.1 Contextualização

Ao observar a estrutura de capital das companhias ao redor do mundo, observamos que, ao contrário do cenário de propriedade pulverizada nas mãos de diversos pequenos acionistas proposto por Berle e Means (1932) nos Estados Unidos, a concentração do capital em poucos acionistas com posição relevante parece ser a regra para a maior parte delas (La Porta et al, 1999). Neste sentido, os conflitos de agência aparecem tanto nos problemas do agente-principal, altamente discutido na literatura, como no principal-principal (Peng et al, 2008), com os conflitos entre o acionista majoritário e o acionista minoritário.

O ambiente institucional e legal, descrito tanto pela qualidade das normas quanto por sua aplicação nas cortes, é peça chave na determinação do tamanho e da extensão do mercado financeiro, na dispersão da propriedade de ações e na alocação eficiente de capital do país, pois os financiadores em potencial estarão mais protegidos contra a expropriação por parte dos gestores, aumentando assim sua disposição de investir (La Porta et al, 1997; La Porta et al, 2000).

Assim, a existência de *blockholders* (grandes investidores) na composição acionária das companhias pode se tornar um mecanismo de governança que mitiga a possibilidade de expropriação pelos controladores/gestores, pois na medida em que há uma maior exposição por parte dos acionistas, haverá um maior incentivo para o monitoramento da gestão, e a ação coordenada desses investidores se torna muito mais fácil quando os direitos de controle, como votos, são divididos entre poucos (Shleifer e Vishny, 1997). Contudo, em ambientes cuja concentração acionária é muito alta, a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários pelos majoritários aumenta, pois há maior possibilidade de formação de alianças entre os controladores, que irão deter o domínio sobre o processo decisório. (Yi Jiang et al, 2008).

Outros fatores como o tipo do acionista controlador (Maury e Pajuste, 2005), a propensão ao monitoramento da gestão (Clifford e Lindsey, 2016) e a qualidade da governança corporativa no nível da firma (Kappler e Love, 2002; Claessens e Yurtoglu, 2013) irão reduzir ou exacerbar os custos de agência.

O objetivo deste trabalho é, em um contexto de baixo nível de proteção ao acionista, como ocorrido na economia brasileira, analisar se a existência e o tipo de *blockholder* (financeiro, familiar, estatal ou corporativo) presentes na estrutura de controle das empresas servem como mecanismo de governança, impactando o valor da empresa.

## 1.2 Problema de Pesquisa

O modelo predominante de governança corporativa é um produto disseminado a partir das economias desenvolvidas, em que o controle das companhias é distribuído em um número maior de acionistas e o foco principal é a resolução do problema agente-principal, de modo a limitar a possibilidade de expropriação pelo gestor (Peng, 2003). Apenas mais recentemente foi verificado que nas estruturas de controle das companhias ao redor do mundo poucos grandes acionistas surgem como os atores principais, configurando um cenário diferente do proposto anteriormente (La Porta et al, 1999).

Assim, a necessidade de se instituir normas de governança a fim de proteger o pequeno investidor dos grandes acionistas aparece como desafio para minimizar os custos de agência advindos do problema do principal-principal, e possibilitando o maior desenvolvimento do mercado de capitais em diversos países (Yi Jiang et al, 2008).

Estruturas em que os acionistas majoritários são também gestores da companhia, ou a existência de acionistas sem direito de voto (preferencialistas) são exemplos que demonstram a posição fragilizada de alguns acionistas minoritários.

A existência de múltiplos *blockholders* pode ter duas funções diferentes nas empresas. Por um lado, ao deter um bloco de votos substancial, um *blockholder* tem o poder e os incentivos para monitorar outro *blockholder* e, portanto, a capacidade de reduzir o desvio de valor. Por outro lado, um *blockholder* pode formar

uma coalizão de controle com outros *blockholders* e compartilhar o valor desviado.(Maury e Pajuste, 2005; Cronqvist e Fahlenbrach, 2008).

Outro aspecto importante é o tipo de *blockholder*, pois eles podem atuar de formas diferentes, e deixar de reconhecer a sua heterogeneidade pode mascarar efeitos importantes (Clifford e Lindsey, 2016). Assim, a análise dos diferentes tipos de *blockholders*, e seu impacto na formação de alianças, podem ser importantes para auxiliar na definição de melhores práticas de governança corporativa.

Diante do exposto acima, este trabalho possui a seguinte questão de pesquisa: a presença de *blockholders* na composição acionária de uma empresa influencia no valor das companhias em ambientes como o brasileiro?

### 1.3 Objetivos

#### a. Geral

O objetivo dessa dissertação será verificar o efeito que a presença de um *blockholder* tem no valor da empresa, tendo como pano de fundo países como o Brasil, em que a legislação é menos favorável aos investidores e a propriedade é altamente concentrada em poucos acionistas com grandes participações.

#### b. Específicos

- Estruturar uma base de dados com as informações de composição acionária e indicadores financeiros para as companhias do índice Bovespa
- Separar as companhias de acordo com seu tipo de controle, se possui ou não *blockholder*, quantos *blockholders*, quais tipos de *blockholder* e se existem tipos diferentes em sua composição acionária.
- Classificar os *blockholders* de acordo com a estrutura acionária das companhias, se individual/familiar, estatal, corporativo ou financeiro.
- Elaborar um modelo que represente o efeito de sua estrutura acionária e dos diferentes tipos de *blockholders* das companhias no valor das empresas.
- Verificar os resultados apresentados pelos modelos

### 1.4 Justificativa

Nos últimos anos a análise da estrutura acionária das companhias e sua relação com o ambiente institucional e legal foram estudados por diversos autores, auxiliando na compreensão dos modelos de governança corporativa existentes nos diversos países e suas implicações para o desenvolvimento do mercado de capitais. O estudo do controle das empresas a partir da verificação dos diferentes tipos de acionistas em países como o Brasil irá ajudar a compreender melhor a forma de atuação de cada acionista e a interação com as instituições destes países.

Empresas que têm as famílias como acionistas majoritários apresentam menores taxas de retorno e margem líquida que as demais, tendo sido o investimento em especialização e capacidade administrativa insuficientes para suplantar as carências financeiras e o conservadorismo quanto à tomada de decisão que caracteriza as famílias como proprietárias. Esse resultado sugere um processo de profissionalização das empresas brasileiras, com a substituição das empresas familiares por empresas não-financeiras (CAMPOS, 2005).

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

O referencial teórico do presente trabalho foi dividido em seis seções distintas. Na primeira parte foi apresentado o conceito de teoria da agência. Na segunda parte são analisados os diferentes níveis de proteção ao investidor, tomando como base o arcabouço legal do país. Na terceira parte são abordadas as diferentes estruturas de propriedade das empresas. Na quarta parte é discutido o papel do *blockholder* na governança das empresas. Na quinta parte são verificadas as especificidades da estrutura societária e da governança corporativa no Brasil. E, finalmente, na sexta parte, são apresentados os efeitos dos diferentes tipos de *blockholder* na estrutura de propriedade das empresas.

### **2.1 Teoria da Agência**

A Teoria de agência teve início com o trabalho de Berle e Means (1932), que observaram a separação entre propriedade e controle, e criaram o termo “propriedade passiva”, na qual os acionistas (principal) da organização abrem mão do controle em prol de um gestor (agente) especialista. Tal separação ocorreu pois

os financiadores precisam do capital humano especializado do gestor para gerar retorno sobre seus fundos, e o gestor precisa dos fundos dos financiadores pois não tem capital próprio suficiente para investir (Shleifer e Vishny, 1997).

Posteriormente, Jensen e Mekling (1976) desenvolvem o termo conflito de agência, partindo da premissa de que, se ambas as partes são maximizadoras de utilidade, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá no melhor interesse do principal. Ou seja, há um incentivo para o agente realizar ações em benefício próprio, mas não em favor do principal.

Uma vez que o agente é remunerado em função do seu desempenho, suas ações tendem a ser orientadas pelo desempenho financeiro de curto prazo, em detrimento da maximização de valor da empresa no longo prazo. Neste sentido, os gestores (agentes) irão preferir estratégias mais defensivas para se proteger de demissões por resultados menores ou ruins, não optando por estratégias de riscos mais altos, que poderiam resultar em maiores retornos para os acionistas (principal). Desta forma, projetos que atendam mais aos interesses dos gestores, podem ser realizados em detrimento aos interesses dos proprietários. Outro exemplo de conflito de agência pode ser observado na escolha de pessoas chave dentro da organização, o agente pode se orientar por laços de amizade ou parentesco, ao invés de se pautar por critérios técnicos.

Jensen e Mekling (1976) estabelecem que os acionistas (principal) incorreriam em alguns custos advindos da separação entre propriedade e controle. Tais custos foram denominados custos de agência, e retratariam (i) os custos para o alinhamento de interesse dos gestores (agentes) aos acionistas (principal), custos de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente, despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal, gastos realizados pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele; (ii) perdas residuais, provenientes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

De forma a minimizar os custos de agência, as companhias utilizaram contratos de incentivo com seus CEOs para alinhar os interesses dos gestores com

os interesses de longo prazo dos acionistas (Shleifer e Vishny, 1997). Os contratos de incentivo podem utilizar diversas formas para estabelecer este alinhamento, e contratos que são eficientes em um determinado momento ou em um determinado setor da economia podem não ser em outros (Core et al, 2002).

Os três principais mecanismos utilizados pelos contratos de incentivo são: i) o total do salário anual do CEO, bônus, novas concessões de capital e outras compensações; ii) mudanças no valor do portfólio de ações e opções do CEO; e iii) a possibilidade de que a avaliação de mercado do capital humano do CEO diminua após a rescisão devido ao mau desempenho ou mudança de controle (Antle e Smith, 1986; Jensen e Murphy, 1990).

Entretanto, na elaboração dos contratos de incentivo existem alguns custos envolvidos, como o custo de se identificar todas as diferentes eventualidades que poderiam ocorrer ao longo do período do contrato, o custo de negociação destes contratos, e o custo de escrever o contrato de forma que seu direito possa ser exercido em caso de uma eventual disputa judicial. Conseqüentemente, devido a impossibilidade de se prever todas as possíveis situações, os contratos serão sempre incompletos, e serão sempre renegociados a medida em que novas informações surgem. (Hart, 1995).

Assim, de acordo com Hart (1995) questões de governança corporativa surgem como um mecanismo para resoluções dos problemas não solucionados pelos contratos de incentivo. 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) a governança corporativa é um conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação dos gestores e acionistas controladores

## **2.2 Nível de Proteção ao Investidor**

Conforme detalhado por La Porta et al, (1997); La Porta et al, (2000); Shleifer e Vishny (1997), outro fator mitigador do conflito de agência é a qualidade e eficácia da lei. Os investidores terão maior propensão a investir em países cujo

arcabouço legal permitirá fazer valer seus direitos caso o gestor viole os termos estabelecidos contratualmente. Grande parte da diferença nos sistemas de governança corporativa em todo o mundo decorre das diferenças na natureza das obrigações legais que os gerentes têm com os investidores, bem como nas diferenças na maneira como os tribunais interpretam e fazem cumprir essas obrigações

Shleifer e Vishny (1997) estabelecem ainda que o direito legal mais importante dos acionistas é o direito de votar em questões corporativas importantes, como fusões e aquisições, bem como nas eleições de conselhos de administração. Contudo, os direitos de voto podem ser caros para exercer e fazer cumprir. Em muitos países, os acionistas não podem votar pelo correio e, na verdade, precisam comparecer à assembleia geral para votar - um requisito que praticamente garante a não votação por pequenos investidores. Nos países desenvolvidos, pode-se confiar nos tribunais para garantir que a votação ocorra, mas mesmo aí os gestores frequentemente interferem no processo de votação. Em países com sistemas jurídicos mais fracos, os direitos de voto dos acionistas são violados de forma mais flagrante.

O estudo realizado por La Porta et al (1997), com diversos países, acerca do nível de proteção aos acionistas, demonstrou que, na medida em que a qualidade e a eficácia da lei melhoram, o mercado de capitais do país tende a ser mais desenvolvido e a estrutura de controle das empresas tende a ser menos concentrada. La Porta et al (1997) parte da origem do arcabouço legal para explicar a qualidade e a eficácia da lei nos países analisados, tendo verificado que os países cuja lei se origina na lei civil francesa, como ocorre no Brasil, possuem menor qualidade e eficácia, em oposição aos países cuja lei tem origem no sistema consuetudinário.

Apesar de uma reforma nos países que garanta maior proteção aos investidores trazer diversos benefícios como: i) poder expandir os mercados financeiros; ii) facilitar o financiamento externo de novas empresas; iii) afastar-se da propriedade concentrada; iv) melhorar a eficiência da alocação de investimentos; v) facilitar a reestruturação privada em uma crise. A oposição política a tal mudança tem se mostrado intensa (La Porta et al, 2000).

## 2.3 Estrutura de Propriedade das Empresas

La Porta et al (1999) verifica que a imagem da estrutura acionária de uma corporação moderna sugerida por Berle e Means (1932) e amplamente aceita na literatura financeira não representa a realidade na maior parte do mundo. A empresa de capital aberto de Berle e Means (1932) é apenas uma forma organizacional comum para grandes empresas dos mais ricos países, cuja lei de proteção ao investidor é altamente eficaz, como é o caso dos Estados Unidos. Quando olhamos para fora dos Estados Unidos, particularmente para países com baixa proteção dos acionistas, mesmo as maiores empresas tendem a possuir acionistas controladores.

La Porta et al (1999) observa que as formas organizacionais mais comuns, são: a empresa familiar, em que geralmente o fundador da empresa ou seus descendentes detém o controle das organizações; a empresa estatal, na qual o estado possui o controle da organização; e estruturas piramidais, em que a organização é controlada por outra organização.

Nas estruturas organizacionais em formato de pirâmide, os acionistas controladores adquirem poder desproporcional aos seus direitos de fluxo de caixa. Conforme exemplo de Lim e Kim (2005), supondo que uma firma A considere investir em uma firma B. Se o controle é obtido com a posse de 20% da empresa e o acionista detém 20% das ações de A, B pode ser estabelecida como uma subsidiária controlada por A, ou seja, a firma A investiria em 20% das ações de B. Dessa forma, o acionista de A controla A e B, com direito a 4% apenas do fluxo de caixa de B. Se B fosse estabelecida em uma estrutura horizontal, independente de A, o acionista teria que investir em 20% das ações de B. Ou seja, do ponto de vista do controlador, a pirâmide é mais eficiente na obtenção do controle com menor investimento.

Além dos esquemas piramidais, outras formas de promover o descolamento entre direitos de voto e de fluxo de caixa, são: a emissão de ações preferenciais sem direito a voto, os direitos de voto por procuração, a posse cruzada de ações, que pode favorecer “cartéis de votos” ineficientes, em que equipes de diretores que os articulam votam a favor uma das outras nas assembleias respectivas e acordos de voto entre detentores de blocos de ações (Aldrighi, 2000).

Desta maneira, tais mecanismos são utilizados pelos acionistas controladores para fazer com que seu controle possa ser exercido envolvendo menores riscos, uma vez que os custos serão distribuídos para todos os acionistas existentes, majoritários e minoritários.

Como consequência, nestes ambientes, as grandes empresas têm um problema de separação de propriedade e controle, mas não conforme o descrito por Berle e Means (1932). Essas empresas não são administradas por gerentes profissionais sem participação acionária relevante, que estarão preocupados em maximizar sua função utilidade em detrimento dos acionistas. Pelo contrário, os acionistas controladores estão posicionados para monitorar a gerência e, de fato, a alta gerência geralmente faz parte da família controladora, favorecendo assim a expropriação dos acionistas minoritários.

Entretanto, conforme observado por Kapler e Love (2002); Bodnaruk, Massa e Yadav (2017) além do ambiente institucional e legal e da estrutura de propriedade das empresas, outros fatores também irão favorecer ou prejudicar o investimento nas empresas. Bodnaruk, Massa e Yadav (2017) verificaram que as empresas familiares são mais propensas a desapropriar os acionistas minoritários, mas também fornecem proteção contra a expropriação do Estado. Já Kapler e Love (2002) observaram que a governança corporativa no nível da empresa como medidas de melhoria da divulgação de informações, mudanças na estrutura de conselhos de administração de empresas, alteração dos estatutos sociais e o requisito obrigatório de uma ação e um voto são relevantes para mitigação do problema de agência. Kapler e Love (2002) ressaltam ainda que a governança corporativa no nível da firma não substitui a reforma judicial em nível nacional. Elas verificaram que as empresas têm, em média, classificações de governança significativamente mais baixas em países com sistemas jurídicos fracos, o que sugere que elas não podem compensar completamente a baixa qualidade e a eficácia das leis do país.

Contudo, La Porta et al (1999) observa que as estruturas de propriedade existentes são uma resposta de equilíbrio à ambientes jurídicos domésticos em que as empresas operam. Assim, não haveria uma iminente convergência de padrões de

propriedade corporativa e de sistemas de governança de maneira mais geral, para o modelo de Berle e Means (1932).

## 2.4 Papel do Blockholder

Conforme Edmans (2014), a existência de grandes acionistas, ou *blockholders*, na estrutura de propriedade da organização pode exercer um papel fundamental na governança da empresa, uma vez que suas participações consideráveis lhes dão incentivos para arcar com o custo de monitorar os gerentes. Os mecanismos principais utilizados por estes grandes acionistas são a intervenção direta dentro da empresa, também conhecida como "voz" ou a transação das ações da empresa no mercado, também conhecida como "saída".

A intervenção abrange qualquer ação que um investidor possa empreender para melhorar o valor da empresa, mas que é onerosa para o investidor. Isso pode envolver ajudar os gerentes a criar valor, como fornecer conselhos sobre alternativas estratégicas, ou impedir que os gerentes destruam valor, como bloquear uma fusão desnecessária ou remover um executivo com baixo desempenho. Já a saída trata da possibilidade de venda das ações no mercado, possuindo dois aspectos: o primeiro pressionando o preço das ações e punindo o gerente (efeito *ex post*), e o segundo a ameaça de saída induz o gerente a maximizar o valor devido a preocupação com sua reputação gerencial (efeito *ex ante*).

Conforme North e Thomas (1973), a propensão a utilização dos mecanismos de saída e de voz adotado pelos acionistas da empresa também tem implicação na organização interna das relações entre a administração e o trabalho e entre a administração central e as divisões. No sistema de saída, as empresas são orientadas para relações mais fragmentadas e de curto prazo também dentro da empresa, com contratos de trabalho de curto prazo baseados no desempenho individual e divisões mais autônomas. Já no sistema de voz, as empresas são orientadas para relações contínuas, tanto dentro da empresa como entre a empresa e seu ambiente. Há mais orientação para equipes do que para indivíduos, remuneração de acordo com a antiguidade, empregos de longo prazo e compartilhamento de competências entre as divisões. No sistema de voz, os

recursos humanos são vistos como investimentos, ao invés de insumos em uma função de produção, e as relações externas são vistas como fontes de informação e competências, ao invés de apenas fontes de insumos (Gelauff e Broeder, 1996).

Edmans (2014) observa ainda que, se por um lado, grandes acionistas podem beneficiar os acionistas minoritários ao monitorar as ações dos administradores, por outro podem ser prejudiciais se perseguirem objetivos privados diferentes da maximização do lucro, agravando ao invés de resolver problemas de agência. A ameaça de intervenção pode corroer a iniciativa gerencial. Ou ainda, em vez de maximizar o valor da empresa, os acionistas podem extrair benefícios privados. Por exemplo, os grandes acionistas podem induzir a empresa a comprar produtos a preços inflacionados de outra empresa que eles possuem.

Claessens et al. (2002) descreveu os efeitos sobre a governança das empresas resultante da concentração de propriedade: um efeito de incentivo, que torna o monitoramento da gestão mais eficiente, e um efeito de entrincheiramento, o que torna mais fácil para proprietários oportunistas para expropriar proprietários minoritários. Verificou ainda, ao analisar 1.301 empresas de capital aberto do leste asiático, que desvios entre direitos de controle e de *cash flow* dos *blockholders*, normalmente ocasionados em empresas com ações preferenciais sem direito a voto, ou em que há a ocorrência de pirâmides (estruturas em que o investidor detém ações de uma empresa que detém ações de outra empresa), reduzem o valor das firmas.

De acordo com Claessens e Fan (2002) e Andrade e Rossetti (2006), no efeito incentivo a provável diminuição dos custos de agência está ligada à possibilidade de o monitoramento da gestão ser efetuado pelos controladores de forma eficaz, no sentido de equalizar os interesses dos acionistas e dos administradores. Dessa maneira, a elevação na concentração de propriedade poderia aumentar o valor de mercado corporativo, uma vez que sinalizaria para os investidores uma solução satisfatória para os custos de agência.

Ainda segundo Claessens e Fan (2002) e Andrade e Rossetti (2006), no efeito entrincheiramento a partir de certa faixa de concentração na estrutura de propriedade e controle, à medida que aumenta a participação dos grandes

acionistas na propriedade e, principalmente, no controle da companhia, o conselho de administração e o mercado de aquisições hostis perdem espaço para o poder exercido pelo bloco controlador. A elevada concentração na estrutura societária pode permitir que os acionistas controladores, em função do seu domínio sobre o processo de decisão, expropriem a riqueza dos acionistas minoritários por meio de práticas como pagamento excessivo de salários ou de outros benefícios autoconcedidos, resistência a ações vantajosas para os demais acionistas como liquidação, cisões e fusões. Com isso, a partir de certo percentual de concentração da estrutura societária, conforme ela aumentasse, os custos de agência se intensificariam e o valor da firma diminuiria.

Na ausência de um acionista controlador, o controle da firma geralmente é realizado através da formação de uma coalizão de acionistas, e os conflitos de agência ocorrem entre os acionistas da coalizão controladora e os demais acionistas. Um incremento na concentração acionária diminui o tamanho da coalizão mínima necessária para a obtenção da maioria dos votos, facilitando a expropriação pelos controladores e levando a maiores conflitos de agência.

Entretanto, a manutenção de uma posição relevante investida em determinada empresa traz também alguns custos. De acordo com a teoria moderna de carteira, desenvolvida a partir do modelo de Markowitz (1952), os investidores deveriam procurar a diversificação para obter uma melhor relação risco x retorno de suas carteiras de investimentos. Assim, na medida em que concentram suas posições apenas em poucos ativos, obtém um maior risco não sistêmico, que é o risco de a empresa investida obter resultados ruins, ou o setor desta empresa ter algum problema.

Já quando os acionistas são dispersos com pequenas participações na corporação, ou seja, quando não há *blockholders* na estrutura da empresa, provavelmente eles não incorrerão nos grandes custos de monitoramento que às vezes são necessários. Isso resulta em um problema de carona, em que os acionistas podem optar por não monitorar para lucrar com as atividades de monitoramento de outros, resultando ao final em um submonitoramento, permitindo ao controlador agir de forma independente (Lucas et al, 2011).

Um exemplo é quando há um acionista que deseja substituir membros existentes do conselho de administração. Ele deverá fazer uma campanha pública, contratar especialistas jurídicos e pagar pela produção e distribuição de sua própria chapa de diretores para os outros acionistas da empresa. Neste caso, os altos custos do ativismo se sobrepõem aos benefícios quando os acionistas possuem pequenas participações. E, mesmo se o valor agregado geral exceder os custos, seu ativismo é prejudicado pelo comportamento de carona dos acionistas minoritários, que acabam se aproveitando do benefício com o aumento de valor futuro da empresa, mas não arcam com nenhum dos custos (Norli et al, 2014).

A liquidez pode ajudar a superar o problema do carona e fortalecer o incentivo de grandes acionistas para aumentarem seu ativismo. Se as ações de uma empresa estiverem suficientemente líquidas, um acionista planejando uma intervenção pode lucrar com suas negociações e recuperar o custo do ativismo comprando a um preço que ainda não reflete o aumento futuro no valor da empresa (Maug, 1998; Kahn e Winton, 1998). Em contraste, Coffee (1991) e Bhide (1993) vêem a liquidez como um impedimento à intervenção, porque permite que os *blockholders* vendam suas ações sem incorrer em grandes custos de negociação. A liquidez, neste caso, torna a saída mais atraente do que a voz.

Outro fator relevante que irá determinar o ativismo dos acionistas é o poder deles, conforme Paeglis e Rahnamaei (2016) o poder de um determinado acionista depende de dois fatores: o tamanho de sua participação acionária e estrutura acionária da empresa. Embora o poder geralmente aumente com o nível de propriedade, a estrutura de propriedade pode moderá-lo ou ampliá-lo. Como exemplo, demonstrou as seguintes empresas: A Amkor Technology Inc., fornecedora terceirizada de embalagens de semicondutores e serviços de teste, que tinha como *blockholders* o fundador da empresa, James J. Kim (e sua família), que possuía 44,46% das ações em circulação e a FMR Corp (Fidelity Management and Research Corp), com 6,29%. Já a Great Lakes Aviation, Ltd (uma companhia aérea regional dos EUA) tinha a seguinte composição: Douglas G. Voss, co-fundador e presidente do conselho, possuía 40,5%; Raytheon Aircraft Credit Corp com 38,2% e Tennenbaum & Co, LLC com 6,1% das ações. O Sr. Voss e o Sr. Kim nos exemplos

acima possuem participações de tamanho semelhante. Entretanto, o poder exercido por eles é diferente devido à presença e o tamanho dos demais *blockholders*.

Salientaram ainda que a literatura sobre a relação entre propriedade e valor da empresa assume implicitamente que o poder de um grande acionista na empresa é igual a sua participação acionária. E verificam que na grande maioria das empresas americanas há uma diferença significativa entre poder e propriedade dos *blockholders*.

Ducassy e Guyot (2016) observaram ainda que a existência de um segundo acionista com posição relevante exerce uma influência positiva no desempenho da firma, uma vez que há um monitoramento como contrapeso ao maior acionista, ainda mais quando seu poder é uniformemente dividido entre os dois principais acionistas. No entanto, o papel de monitoramento do segundo acionista só é exercido quando sua natureza é diferente da do primeiro acionista, uma vez que os acionistas com os mesmos objetivos estarão menos inclinados a contestar.

## **2.5 Estrutura Societária e a Governança Corporativa no Brasil**

Crisóstomo et al. (2019) verificou que, no cenário brasileiro de proteção legal insuficiente para os investidores, e a propriedade das empresas extremamente concentrada, a distribuição de poder entre os *blockholders* afeta a qualidade da governança corporativa. Os acionistas controladores em alguns casos renunciam a conselhos fortes e executam diretamente o monitoramento da gestão, sem a necessidade de um conselho independente que possa restringir o uso de benefícios privados de controle.

Outro aspecto importante foi observado no estudo de Aldrighi et al (2004), que ao analisar uma amostra com 602 empresas de capital aberto, verificou o desvio existente entre os direitos de propriedade e de fluxo de caixa no mercado brasileiro. Em seu estudo 80,56% das empresas examinadas apresentavam desvios entre direitos de voto e direitos de fluxo de caixa do acionista majoritário último, sendo a média dos direitos de fluxo de caixa para o acionista majoritário último de 52,64%

enquanto a média de concentração dos direitos de controle de 76,94%, implicando um desvio médio de direitos de 24,30%. O capital de uma empresa média da amostra era composto por 32,38% de ações PN sem direito a voto, de onde se conclui que, para se ter o controle efetivo, um acionista deve ter, na média, apenas metade da parcela restante de 67,62% do capital total.

Aldrighi et al (2004) verificou ainda a natureza do capital das empresas, tendo observado que 82,72% eram nacionais (privadas ou estatais) e 16,11% estavam sob o controle estrangeiro. Apenas 7 empresas (1,16% do total) não têm mais de 50% das ações ON sob a propriedade seja de nacionais, seja de estrangeiros. O que revelou uma alta concentração acionária no país.

Aldrighi et al (2004) conclui que a fragilidade legal na proteção dos minoritários provém em grande parte do amplo escopo para procedimentos que fomentam a discrepância entre a fração do capital que eles detêm e seu poder de voto na empresa, sendo este um dos principais entraves microeconômicos ao fortalecimento do mercado de capitais no Brasil.

Conforme Atwi et al (2017) , em uma pesquisa com 69 investidores institucionais para analisar o impacto da proteção ao investidor e da governança corporativa na valoração de investimentos em mercados emergentes, foi verificado que os investidores detêm particular atenção à governança corporativa em mercados emergentes de países com instituições relativamente fracas. No Irã por exemplo o desconto referente a governança e ambiente legal foi mais que 50% do que em países com proteção relativamente melhor ao investidor, como Malásia onde o desconto implícito era de 13% (Titman et al, 2017).

Conforme verificado por Saona et al. (2018), um mecanismo importante de governança corporativa que oferece uma alternativa ao ambiente jurídico externo para os países emergentes da America Latina, é a distribuição de poder entre vários grandes acionistas não relacionados, que favorece a contestabilidade, aprimorando o desempenho financeiro das empresas. Eles verificaram ainda que esse mecanismo é ainda mais significativo nas empresas familiares, o que ressalta a relevância de contestar o controle desse tipo de empresa.

Tendo em vista a relevância da governança corporativa para os países em desenvolvimento com baixa proteção ao investidor, Yurtoglu et al (2019) estudaram seis aspectos gerais da governança: (i) a estrutura do conselho; (ii) divulgação; (iii) propriedade; (iv) direitos dos acionistas; (v) procedimentos do conselho; e (vi) controle de transações com partes relacionadas (RPTs) em 4 países emergentes, dentre eles o Brasil, e descobriram que os índices de divulgação específicos de cada país, que capturam as opções de divulgação no nível da empresa, preveem Q de Tobin mais alto nos quatro grandes mercados emergentes: Brasil, Índia, Coréia e Turquia. O poder da divulgação para prever o Q de Tobin vem principalmente da divulgação financeira. Também descobriram que os índices de estrutura do conselho específicos de cada país prevêem o Q de Tobin, mas apenas na Coreia e Brasil. O poder dos índices da estrutura do conselho para prever o Q de Tobin vem principalmente da independência do conselho, ao invés de comitês do conselho.

Apesar das características do mercado brasileiro, nas últimas décadas podemos observar uma evolução no nível de governança corporativa das empresas, principalmente a partir dos anos 2000 com a adoção pela BOVESPA dos segmentos especiais de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse ao mesmo tempo o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus acionistas melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias com uma melhor divulgação das informações relevantes, facilitando o acompanhamento de seu desempenho (Black et al. 2014).

## **2.6 Tipos de Blockholders**

Conforme Aguilera e Crespi-Cladera (2015), ao contrário dos acionistas minoritários predominantes nos estudos originais de governança corporativa, que se comportam de maneira semelhante e são motivados a buscar a maximização do valor para eles, os grandes acionistas irão atuar de forma diferente, buscando interesses estratégicos que irão de acordo com seu interesse individual. Desta feita,

os diferentes tipos de acionistas, como bancos, fundos de pensão, indivíduos, empresas industriais, empresas estatais e famílias exercem interesses, preferências de risco, horizontes temporais e estratégias diferentes. Os bancos, por exemplo, como grandes acionistas podem se concentrar no longo prazo, a fim de fornecer serviços financeiros à corporação, em vez de maximizar os retornos de curto prazo do mercado de ações.

Aguilera e Crespi-Cladera (2015) destacam ainda que a literatura recente distingue os proprietários entre duas categorias para investigar seus diferentes efeitos nas decisões da administração: proprietários relacionais (ou seja, grupos de negócios) e proprietários transacionais (ou seja, investidores institucionais). Os proprietários relacionais são acionistas de longo prazo com objetivos complexos de desempenho, como lucros e crescimento, e mantêm outros relacionamentos com as empresas que produzem benefícios. Os proprietários relacionais clássicos seriam famílias ou o estado. Os proprietários transacionais não têm qualquer relacionamento com as empresas nas quais eles têm propriedade, exceto a obtenção de retornos.

Clifford e Lindsey (2016) ao analisar os acionistas que ultrapassaram o limite de 5%, uma vez que ao alcançar este gatilho o *blockholder* deve divulgar publicamente a propriedade e sua intenção, verificaram que os fundos de hedge, corporações, private equity, venture capital e investidores profissionais são mais ativos que corporações financeiras, fundos de pensão, fundos mútuos ou consultores de investimentos no monitoramento das organizações.

Clifford e Lindsey (2016) verificaram ainda que o tipo do *blockholder* e seu ativismo estão associados a alterações na estrutura de remuneração do CEO. Para empresas associadas à presença de um *blockholder* ativo, há um aumento no componente da remuneração relacionada ao desempenho gerencial. Além da presença, o tamanho do *blockholder* para tipos de investidores ativos, também tem influência no aumento da proporção de remuneração relacionada ao desempenho.

### 3. DESIGN EMPÍRICO

A base de dados desta pesquisa foi elaborada a partir das informações publicadas na internet pelo Prof. Marcelo Perlin no sítio <https://dataverse.harvard.edu/dataset.xhtml?persistentId=doi:10.7910/DVN/7NAG08>, bem como extraídas da base da Economática. As informações foram obtidas a partir das Demonstrações Financeiras e do Formulário de Referência disponível na CVM e na Bovespa, das companhias abertas do Brasil entre os anos de 2010 e 2019, com um total de 1.091 ocorrências, sendo excluídas da amostra as empresas financeiras devido às suas características peculiares de financiamento (Grando, 2018) e aquelas em que as informações estavam incompletas.

Para mensuração do valor das empresas, foi utilizado como variável dependente o Q de Tobin, composto pelo valor de firma e o valor de reposição. O valor de firma é caracterizado como a soma do valor de mercado de uma empresa e as suas dívidas. Já o valor de reposição, por sua vez, mensura o capital necessário para a substituição do ativo circulante da companhia ( $Q \text{ de Tobin} = \text{Valor de firma} / \text{Valor de Reposição}$ ).

Assim, se o valor de mercado for maior que o custo de reposição ( $q > 1$ ), haverá retorno ao se investir. Caso contrário, ( $q < 1$ ), a empresa não deveria fazer o investimento. Portanto, o investimento é uma função crescente do Q de Tobin. Para obtenção do valor de mercado, é realizada a multiplicação do número de ações pela sua cotação na bolsa de valores. Já o valor de reposição dos ativos não pode ser mensurado facilmente. Para estimar o valor de reposição, é preciso ajustar os valores contábeis não apenas pela variação dos preços da economia, mas, também, pela variação tecnológica ocorrida no período e pela depreciação real dos ativos em oposição à depreciação contábil (FAMA e BARROS, 2000)

Conforme Chung e Pruitt (1994) apesar do Q de Tobin ter sido largamente utilizado pela literatura para explicar interações entre as variáveis financeiras das empresas ao longo das últimas décadas, a disponibilidade dos dados e o esforço computacional empregados no cálculo do Q de Tobin restringiam sua utilização.

Desta forma, Chung e Pruitt (1994) propuseram um modelo simplificado para o cálculo do Q de Tobin, substituindo o valor de reposição dos ativos, variável essencial à aplicação do Q de Tobin, por valores contábeis, visto a maior acessibilidade às informações produzidas pela contabilidade, que foi utilizado como referência para esta pesquisa.

Para definição das variáveis independentes desta pesquisa, primeiramente delimita-se *blockholder*. Conforme Edmans e Holderness (2016), não há uma definição clara na teoria sobre o que constitui um *blockholder*. O que distingue um *blockholder* de um acionista qualquer é o tamanho de sua propriedade. A maior parte da literatura enfoca o tamanho percentual de um bloco, mas a teoria sugere que o valor em dólar de um bloco também é importante. Alguns artigos usam um limite de 10% ou 20% para classificar os *blockholders*. Já outros usam 5%, pois a maioria dos países, incluindo os Estados Unidos e o Brasil exigem divulgação pública neste nível, em vez de uma justificativa teórica.

Para esta pesquisa o *blockholder* é identificado com o acionista que possui no mínimo 5% das ações ordinárias, mas que não faça parte do controle acionário da empresa.

Para a análise do tipo de controle exercido nas companhias, se é exercido apenas pelo maior acionista, ou se ele necessita negociar com outros acionistas para aprovar as matérias nas assembleias, foram observados dois critérios: (i) se o percentual obtido pelo maior acionista era maior que 50% da composição acionária da companhia (considerando apenas as ações ordinárias), (ii) se o percentual do maior acionista era maior que a soma dos demais *blockholders* da companhia.

O segundo critério foi adotado pois na maior parte das companhias abertas o controle é exercido de fato por acionistas com percentuais significativamente inferiores a 50%, seja porque os pequenos acionistas de forma geral não exercem o seu direito de voto, seja pela dificuldade de união para obtenção de um voto único.

A figura dos acordos de acionistas, utilizado pelas empresas brasileiras e formalizado pela Lei das Sociedades por Ações, em 1976, são pactos celebrados entre dois ou mais acionistas, cujo objetivo é pactuar os rumos da relação entre seus

membros. Podem atuar de forma a fortalecer os mecanismos de governança corporativa, mitigando a expropriação dos acionistas minoritários, mas também podem intensificar os problemas de agência. Entretanto, uma limitação desta pesquisa foi a não consideração de tais instrumentos.

Em relação à variável independente tipo de *blockholder*, Edmans e Holderness (2016) estabelecem os seguintes grupos: fundos mútuos/hedge, fundos de pensão, indivíduos/famílias e outras corporações. Já Volkova (2017) define 4 grupos distintos: investidores individuais, instituições financeiras, ativistas e demais tipos de *blockholder*.

Os tipos de *blockholder* foram classificados manualmente, seguindo a adaptação das classificações sugeridas pelos autores de referência, em quatro grupos distintos: (i) corporativa, que considera outras empresas como acionistas; (ii) individual/familiar, que considera os investidores pessoas físicas e famílias que possuem posições acionárias relevantes nas empresas; (iii) financeira, que considera como acionistas bancos, fundos de pensão, fundos de investimento, *asset managers*, *private equity*; e (iv) estatal, que considera o estado como acionista, ou entidades ligadas a ele, tais como empresas estatais.

Para mensuração da variável de diversidade de *blockholder*, utilizou-se uma variável binária considerando se havia ou não diferentes tipos de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade da empresa, conforme a classificação exposta no parágrafo acima.

Para estruturas piramidais, em que uma empresa detém participação relevante em outra, devido à dificuldade para obtenção do acionista último, esses *blockholders* foram considerados como tipo corporativo, sendo assim outra limitação desta pesquisa.

Como variáveis de controle utilizamos o tamanho da empresa, medido pelo logaritmo do ativo total, o endividamento, medido pelo valor contábil de todos os passivos de longo prazo dividido pelo total de ativos, a tangibilidade do ativo, medido pela proporção entre os ativos tangíveis e os ativos totais, e a liquidez, medida pela razão entre o valor negociado da ação e o valor de mercado da empresa. Destaca-se a variável liquidez, medida de tal forma, que é usada para verificar a facilidade

com que podemos comprar ou vender um ativo financeiro a um preço mais ou menos estável no mercado.

Também foram incluídas *dummies* de ano, para contabilizar os efeitos do tempo, e de setor da economia, para contabilizar os efeitos devidos à natureza da empresa.

**Tabela 1 - Definição das variáveis**

| <b>Variável</b>         | <b>Classificação</b>  | <b>Descrição</b>  |
|-------------------------|-----------------------|---|
| <b>Tobinq</b>           | Variável dependente   | Valor de mercado dos ativos dividido pelo custo de reposição  |
| <b>TipoControle</b>     | Variável independente | Variável binária indicando se o controle é exercido por apenas um acionista (1) ou se é compartilhado (0)       |
| <b>Blockholder</b>      | Variável independente | Variável binária indicando se há na estrutura de propriedade da empresa algum <i>blockholder</i> (1) ou não (0) |
| <b>Qdeblocks</b>        | Variável independente | Número de <i>blockholders</i> encontrado na estrutura de propriedade da empresa                                 |
| <b>Blockfam</b>         | Variável independente | Variável binária indicando se há <i>blockholder</i> do tipo familiar (1) ou não (0)                             |
| <b>Blockfinan</b>       | Variável independente | Variável binária indicando se há <i>blockholder</i> do tipo financeiro (1) ou não (0)                           |
| <b>Blockestat</b>       | Variável independente | Variável binária indicando se há <i>blockholder</i> do tipo estatal (1) ou não (0)                              |
| <b>Blockcorp</b>        | Variável independente | Variável binária indicando se há <i>blockholder</i> do tipo corporativo (1) ou não (0)                          |
| <b>Blockdiftypes</b>    | Variável independente | Variável binária indicando há na estrutura de propriedade da empresa mais de um tipo de <i>blockholder</i>      |
| <b>Tamanho</b>          | Variável de controle  | Tamanho da firma, medido pelo logaritmo do ativo total  |
| <b>Endividamento</b>    | Variável de controle  | Endividamento da empresa, medido pelo passivo total dividido pelo patrimônio líquido                            |
| <b>Tangibilidade</b>    | Variável de controle  | Tangibilidade dos ativos, medida pela proporção dos ativos tangíveis divididos pelos ativos totais              |
| <b>Setor</b>            | Variável de controle  | Setor de atividade da empresa, de acordo com a classificação utilizada pela Economatica                         |
| <b>Ano</b>              | Variável de controle  | Ano em que as observações foram coletadas   |
| <b>Liquidez da ação</b> | Variável de controle  | Liquidez, medido pela razão entre o valor negociado da ação e o valor de mercado da empresa                     |

Para responder a hipótese desta pesquisa foram desenvolvidos os seguintes modelos abaixo:

H1: a existência de blockholder exerce influência no valor das empresas em ambientes como o cenário brasileiro

Modelo 1

$$Q \text{ de Tobin}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{TipoControle}_{i,t} + \beta_2 \text{Blockholder}_{i,t} + \beta_3 \text{Tamanho}_{i,t} + \beta_4 \text{Endividamento}_{i,t} + \beta_5 \text{Tangibilidade}_{i,t} + \beta_6 \text{Liquidez}_{i,t} + \beta_7 \text{Ano}_{i,t} + \beta_8 \text{Setor}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Modelo 2

$$Q \text{ de Tobin}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{TipoControle}_{i,t} + \beta_2 \text{Qdeblocks}_{i,t} + \beta_3 \text{Tamanho}_{i,t} + \beta_4 \text{Endividamento}_{i,t} + \beta_5 \text{Tangibilidade}_{i,t} + \beta_6 \text{Liquidez}_{i,t} + \beta_7 \text{Ano}_{i,t} + \beta_8 \text{Setor}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Modelo 3

$$Q \text{ de Tobin}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{TipoControle}_{i,t} + \beta_2 \text{BlockFam}_{i,t} + \beta_3 \text{BlockEstat}_{i,t} + \beta_4 \text{BlockCorp}_{i,t} + \beta_5 \text{BlockFinan}_{i,t} + \beta_6 \text{BlockdifTypes}_{i,t} + \beta_7 \text{Tamanho}_{i,t} + \beta_8 \text{Endividamento}_{i,t} + \beta_9 \text{Tangibilidade}_{i,t} + \beta_{10} \text{Liquidez}_{i,t} + \beta_{11} \text{Ano}_{i,t} + \beta_{12} \text{Setor}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

### 3.1 Definição dos Modelos e das Variáveis de Análise

A técnica de análise utilizada foi a estimação por regressão linear múltipla, pelo método dos mínimos quadrados ordinários com dados em painel, com auxílio do software *Stata 16* para análise dos dados.

Inicialmente analisamos as estatísticas descritivas das variáveis a serem utilizadas no modelo de regressão proposto, e, de forma a corrigir potenciais vieses ocasionados por ocorrências nos extremos da distribuição de probabilidades, optou-se pela *winsorização* a 1%. Este procedimento consiste em uma transformação estatística nos dados que possuem valores extremos, a fim de reduzir a possibilidade de resultados espúrios pela presença de *outliers* (WELSH, 1987).

Também analisamos a matriz de correlação entre as variáveis do modelo, para esta análise temos duas formas de cálculo, a matriz de correlação de Pearson e a de Spearman. A matriz de correlação de Pearson estabelece uma linearidade do

relacionamento entre as variáveis e independe da unidade de medida, entretanto tem como pressuposto a normalidade da sua distribuição. Por outro lado, a correlação de Spearman não assume tal pressuposto de normalidade dos dados, pois trata-se de um teste não paramétrico.

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 de o coeficiente ser igual a 0 não existe correlação linear.

Todavia, como valores extremos dificilmente são encontrados na prática, é importante discutir como podemos interpretar a magnitude dos coeficientes. Para Cohen (1988), valores entre 0,10 e 0,29 podem ser considerados pequenos; escores entre 0,30 e 0,49 podem ser considerados como médios; e valores entre 0,50 e 1 podem ser interpretados como grandes. Dancy e Reidy (2005) apontam para uma classificação ligeiramente diferente: de 0,10 até 0,30 fraco; de 0,40 até 0,6 moderado; de 0,70 até 1 forte.

Para determinação das variáveis independentes a serem utilizadas no modelo, devemos verificar não somente com a correlação existente com a variável dependente, mas também com a correlação desta variável com as demais variáveis independentes existentes no modelo. Assim, deve-se investigar se existe dependências entre os regressores. Quando essas dependências forem fortes, dizemos que existe multicolinearidade. A multicolinearidade refere-se à correlação entre três ou mais variáveis independentes. Precisamos procurar variáveis independentes que tenham baixa multicolinearidade com as outras variáveis independentes, mas também apresentem correlações elevadas com a variável dependente.

Desta forma, para análise da multicolinearidade, foi aplicado o teste *Variance Inflation Factors* - VIF, onde procurou-se identificar multicolinearidade entre as variáveis. Segundo Hair et al. (2005), além dos efeitos na explicação, a multicolinearidade pode ter sérios efeitos nas estimativas dos coeficientes de

regressão e na aplicabilidade geral do modelo estimado. Se o fator de inflação da variância exceder 10, então a multicolinearidade causará efeitos nos coeficientes de regressão. Outros autores sugerem que os fatores de inflação da variância não devem exceder 4 ou 5.

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 são identicamente e independentemente distribuídos, isto é não apresentam autocorrelação. A hipótese nula deste teste é a presença de raiz unitária nas variáveis.

De acordo com Cameron e Trivedi (2009), a utilização de modelos que considerem dados oriundos de várias *cross-sections* ao longo do tempo, também chamados dados em painel, vem se tornando crescente e importante. Isso ocorre porque geralmente as informações das entidades pesquisadas 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 Hsiao (2006), os dados em Painel ou dados longitudinais são caracterizados por possuírem observações em duas dimensões que em geral são o tempo e o espaço. Estes tipo de dados contém informações que possibilitam uma melhor investigação sobre a dinâmica das mudanças nas variáveis, tornando possível considerar o efeito das variáveis não-observadas. Outra vantagem é a melhoria na inferência dos parâmetros estudados, pois eles propiciam mais graus de liberdade e maior variabilidade na amostra em comparação com dados em *cross-section* ou em séries temporais, o que refina a eficiência dos estimadores econométricos.

O problema mais frequente em dados em painel é a questão da heterogeneidade não-observada. Neste caso, haveria fatores que determinam a variável dependente que não estão sendo considerados no modelo dentro do conjunto de variáveis explicativas, por não serem diretamente observáveis ou mensuráveis. Segundo Wooldridge (2006), se algum desses fatores for correlacionado com qualquer variável explicativa e tentarmos aplicar MQO neste caso, as estimativas serão não só viesadas como inconsistentes.

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). O passo inicial para a aplicação de um modelo com dados em painel é a verificação do modelo que melhor se adequa aos dados utilizados.

Conforme Gujaratti (2011), o modelo de dados empilhados - *Pooled*, estima uma regressão empilhando todas as observações, desprezando a natureza de corte transversal e de séries temporais de nossos dados, este modelo assume que os regressores são exógenos, desconsiderando a possibilidade de existência da heterogeneidade não observada.

De acordo com Favero (2013), o EF ocorre quando os efeitos no nível das empresas são aleatórios. 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.

Diferentemente do modelo de EF, no EA, o intercepto é aleatório, ou seja, não é correlacionado com os regressores. A vantagem deste tipo de modelo 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. Para avaliação do melhor modelo na pesquisa foram realizados os seguintes testes:

- i) Teste de Breusch-Pagan → verifica a utilização de modelo EA contra o modelo POOLED. A hipótese nula no teste 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.
- ii) Teste de Chow → verifica a utilização do modelo EF contra o modelo POOLED. O teste de *Chow*, de acordo com Wooldridge (2006), possui como hipótese nula o modelo Pooled.
- iii) Teste de Hausman → verifica a utilização do modelo EF contra o modelo EA. Conforme Fávero (2013) este teste consiste na verificação da existência de correlação entre  $\epsilon_{it}$  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

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. A heteroscedasticidade ocorre quando a variabilidade dos erros não é constante e os estimadores de MQO apesar de continuarem não viesados e consistentes, deixam de ser eficientes. O teste de Wald é obtido por comparação entre a estimativa de máxima verossimilhança do parâmetro e a estimativa de seu erro padrão.

#### 4. RESULTADOS

Ao verificarmos a tabela de estatísticas descritivas da base de dados, percebemos que aproximadamente 60% da nossa amostra é composta por empresas em que um único acionista exerce o controle da empresa, confirmando o cenário de concentração da propriedade observado por La Porta et al (1999) e Crisóstomo et al. (2019). Da mesma forma, a quantidade média de *blockholders* é de apenas 1,78 por empresa, com 24,5% das empresas sem nenhum *blockholder*.

Com relação aos tipos de *blockholders* observados na amostra, verificamos que há uma maioria do tipo financeiro com 60%, seguido do tipo corporativo com 24%, tipo estatal com 19,5% e o tipo familiar com 10%. A predominância do tipo financeiro reflete o crescimento da quantidade e magnitude dos fundos de investimento, *assets managers* e dos fundos de pensão na economia mundial.

Conforme Sorge (2016), com a Instrução CVM nº 409 de 2004 houve uma consolidação das normas que permitiu o crescimento sólido e seguro da indústria de fundos no Brasil. O elevado grau de governança do produto, embalado pela regulamentação da CVM e da ANBIMA, permitiu a evolução do patrimônio total da indústria que saiu de R\$ 740 milhões em 2005 para R\$ 3 trilhões em 2015, ficando posicionada entre as maiores do mundo.

**Tabela 2 - Estatísticas Descritivas Gerais**

| Variável              | Qde Ocor. | Média   | Desvio Padrão | Mín         | Max       |
|-----------------------|-----------|---------|---------------|-------------|-----------|
| <b>Tipo Controle</b>  | 1091      | 0,5967  | 0,4908        | 0           | 1         |
| <b>Blockholder</b>    | 1091      | 0,7544  | 0,4307        | 0           | 1         |
| <b>Qdeblocks</b>      | 1091      | 1,7819  | 1,5721        | 0           | 7         |
| <b>BlockFam</b>       | 1091      | 0,0972  | 0,2963        | 0           | 1         |
| <b>BlockFinan</b>     | 1091      | 0,5995  | 0,4902        | 0           | 1         |
| <b>BlockEstat</b>     | 1091      | 0,1952  | 0,3966        | 0           | 1         |
| <b>BlockCorp</b>      | 1091      | 0,2484  | 0,4323        | 0           | 1         |
| <b>BlockDifTypes</b>  | 1091      | 0,2741  | 0,4462        | 0           | 1         |
| <b>Tobin Q</b>        | 1091      | 1,5489  | 1,0538        | 0,10700     | 10,84470  |
| <b>WtobinQ</b>        | 1091      | 1,5398  | 1,0050        | 0,25849     | 6,40475   |
| <b>Tamanho</b>        | 1091      | 15,2279 | 1,7025        | 9,41340     | 19,87379  |
| <b>Wtamanho</b>       | 1091      | 15,2269 | 1,6764        | 9,77147     | 19,40097  |
| <b>Endividamento</b>  | 1091      | 2,8912  | 30,3569       | - 773,17320 | 388,79460 |
| <b>Wendividamento</b> | 1091      | 2,9681  | 11,0196       | - 155,39250 | 136,16380 |
| <b>Tangibilidade</b>  | 1091      | 0,1982  | 0,2012        | 0,00004     | 0,89872   |
| <b>Wtangibilidade</b> | 1091      | 0,1975  | 0,1994        | 0,00010     | 0,82266   |
| <b>Liquidez</b>       | 1091      | 0,2968  | 0,4945        | 0,00000     | 4,88410   |
| <b>Wliquidez</b>      | 1091      | 0,2889  | 0,4488        | 0,00000     | 2,08631   |

Tipo Controle – Empresas controladas por um único acionista; Blockholder – presença de *blockholder* na empresa; Qdeblocks – número de *blockholders* na empresa; Blockfam – presença de *blockholder* tipo familiar na empresa; Blockfinan - presença de *blockholder* tipo financeiro na empresa; Blockestat - presença de *blockholder* tipo estatal na empresa; Blockcorp - presença de *blockholder* tipo corporativo na empresa; BlockdifTypes - presença de mais de um tipo de *blockholder* na empresa; Tobin Q – razão do valor de mercado da firma e o custo de reposição de seus ativos físicos; WTobinQ - razão do valor de mercado da firma e o custo de reposição de seus ativos físicos *winsorizada* a 1%; Endividamento - passivo total dividido pelo patrimônio líquido, sendo os valores negativos representados por companhias com patrimônio líquido negativo; WEndividamento - passivo total dividido pelo patrimônio líquido *winsorizada* a 1%; Tangibilidade - ativos tangíveis divididos pelos ativos totais; WTangibilidade - ativos tangíveis divididos pelos ativos totais *winsorizada* a 1%; Liquidez - valor negociado da ação dividido pelo valor de mercado da empresa; Wliquidez - valor negociado da ação dividido pelo valor de mercado da empresa *winsorizada* a 1%

A aplicação da *winsorização* a 1% na variável dependente e nas variáveis de controle, conforme demonstrado nas variáveis WTobinQ, WTamanho, WEndividamento, WTangibilidade e Wliquidez realizou as correções necessárias para evitar distorções ocasionadas pelos *outliers*.

Elaboramos a tabela abaixo com a disposição das estatísticas descritivas da variável dependente Q de Tobin separada entre os grupos de empresa com e sem *blockholder*, bem como para os diferentes tipos de *blockholder*.

**Tabela 3 - Estatísticas Descritivas com e sem Blockholder**

|            | Média | Desv Pad. | Mín   | Máx    | Qde Ocor. |
|------------|-------|-----------|-------|--------|-----------|
| Com Block  | 1,434 | 0,959     | 0,107 | 6,405  | 823       |
| Sem Block  | 1,902 | 1,238     | 0,267 | 10,845 | 268       |
| BlockFam   | 1,706 | 1,100     | 0,456 | 6,112  | 106       |
| BlockFinan | 1,444 | 0,967     | 0,107 | 6,405  | 654       |
| BlockEstat | 1,267 | 0,733     | 0,222 | 5,071  | 213       |
| BlockCorp  | 1,438 | 1,037     | 0,107 | 6,112  | 271       |

Com Block – há presença de *blockholder* na empresa; Sem Block – não há presença de *blockholder* na empresa; Blockfam – presença de *blockholder* tipo familiar na empresa; Blockfinan - presença de *blockholder* tipo financeiro na empresa; Blockestat - presença de *blockholder* tipo estatal na empresa; Blockcorp - presença de *blockholder* tipo corporativo na empresa.

Percebemos que o resultado das empresas sem *blockholder* é 32,67% superior ao resultado apresentado pelas empresas com *blockholder*. Neste caso, o indicativo da estatística descritiva é de rejeição da hipótese 1 para a métrica analisada.

Da mesma forma, quando segregamos os *blockholders* por tipo, verificamos que todos possuem um resultado inferior ao apresentado pelas empresas que não possuem *blockholder*. Com destaque para os *blockholders* do tipo estatal, que apresentaram em média 50,12% inferior. Assim, de acordo com a estatística descritiva, há indicação de que os diferentes tipos do *blockholder* possuem impactos diferentes no valor das empresas.

Nota-se ainda que o grupo de empresas sem *blockholder* possui desvio padrão maior, o que indica maior variabilidade em relação à média nas observações deste grupo.

Outra análise realizada foi a verificação das estatísticas descritivas da variável dependente Q de Tobin separada por empresas com e sem *blockholders* de tipos diferentes e pela quantidade de *blockholders*.

**Tabela 4 - Estatísticas Descritivas por tipos e quantidade de Blockholder**

|                      | <b>Média</b> | <b>Desv Pad.</b> | <b>Mín</b> | <b>Máx</b> | <b>Qde Ocor.</b> |
|----------------------|--------------|------------------|------------|------------|------------------|
| Block Tipos Dif.     | 1,465        | 1,004            | 0,107      | 6,112      | 299              |
| Não Block Tipos Dif. | 1,416        | 0,934            | 0,212      | 6,405      | 524              |
| Qde Blocks = 0       | 1,902        | 1,238            | 0,267      | 10,845     | 268              |
| Qde Blocks = 1       | 1,503        | 1,000            | 0,212      | 6,405      | 276              |
| Qde Blocks = 2       | 1,387        | 1,009            | 0,107      | 5,681      | 239              |
| Qde Blocks = 3       | 1,365        | 0,882            | 0,258      | 4,696      | 146              |
| Qde Blocks = 4       | 1,525        | 0,879            | 0,370      | 4,069      | 92               |
| Qde Blocks = 5       | 1,363        | 1,021            | 0,481      | 6,112      | 44               |
| Qde Blocks = 6       | 1,306        | 0,531            | 0,563      | 2,173      | 18               |
| Qde Blocks = 7       | 1,345        | 0,653            | 0,668      | 2,497      | 8                |

Block Tipos Dif. – há presença de mais de um tipo de *blockholder* na empresa; Não Block Tipos Dif. – não há presença de mais de um tipo de *blockholder* na empresa; Qde Blocks = 0 - não há presença de *blockholder* na empresa; Qde Blocks = 1 – há um *blockholder* na empresa; Qde Blocks = 2 – há dois *blockholders* na empresa; Qde Blocks = 3 – há três *blockholders* na empresa; Qde Blocks = 4 – há quatro *blockholders* na empresa; Qde Blocks = 5 – há cinco *blockholders* na empresa; Qde Blocks = 6 – há seis *blockholders* na empresa; Qde Blocks = 7 – há sete *blockholders* na empresa

Podemos observar que o valor médio das empresas que possuem diferentes tipos de *blockholders* em sua estrutura acionária é 3,46% superior ao resultado obtido pelas empresas que não possuem. Já quando analisamos a quantidade de *blockholders*, observamos uma redução do valor na medida em que a quantidade aumenta, exceção encontrada para as empresas com 4 *blockholders* em sua estrutura. Este resultado da estatística descritiva encontra-se em linha com o resultado apresentado na tabela 3, de que empresas com *blockholders* possuem menor Q de Tobin.

Ao observarmos a evolução temporal das empresas com e sem *blockholders* para o período de 2011 a 2019, verificamos que aparentemente não há uma clara tendência de aumento ou redução destes atores na estrutura de propriedade das empresas para a amostra utilizada. Por outro lado, verificamos um aumento no percentual de empresas cujo controle é exercido apenas pelo maior acionista.

**Tabela 5 - Evolução Temporal dos blockholders e do tipo de controle**

| <b>Período</b> | <b>Controle Único</b> | <b>Controle Compart.</b> | <b>Com Block</b> | <b>Sem Block</b> |
|----------------|-----------------------|--------------------------|------------------|------------------|
| 2011           | 54,72%                | 45,28%                   | 67,92%           | 32,08%           |
| 2012           | 60,19%                | 39,81%                   | 75,93%           | 24,07%           |
| 2013           | 53,10%                | 46,90%                   | 79,65%           | 20,35%           |
| 2014           | 55,08%                | 44,92%                   | 79,66%           | 20,34%           |
| 2015           | 57,02%                | 42,98%                   | 78,51%           | 21,49%           |
| 2016           | 61,90%                | 38,10%                   | 76,98%           | 23,02%           |
| 2017           | 60,77%                | 39,23%                   | 76,15%           | 23,85%           |
| 2018           | 62,60%                | 37,40%                   | 74,81%           | 25,19%           |
| 2019           | 68,84%                | 31,16%                   | 69,57%           | 30,43%           |

Controle Único – Empresas controladas por um único acionista; Controle Compart. – Empresas controladas por mais de um acionista; Blockholder – presença de *blockholder* na empresa Com Block – há presença de *blockholder* na empresa; Sem Block – não há presença de *blockholder* na empresa

Esses dois movimentos ao longo dos últimos anos corroboram a tese de La Porta et al (1999) de que as estruturas de propriedade existentes são uma resposta de equilíbrio à ambientes jurídicos domésticos em que as empresas operam e que não haveria uma iminente convergência de padrões de propriedade corporativa e de sistemas de governança de maneira mais geral, para o modelo de Berle e Means (1932).

Após realizar a análise descritiva, passamos para a verificação da matriz de correlação das variáveis.

Tabela 6 - Matriz de Correlação

|                       | Controle | Blockholder | Qde blocks | Block Fam | Block Finan | Block Estat | Block Corp | Block Dif Types | TobinQ   | Tamanho | Endividamento | Tangibilidade | Liquidez |
|-----------------------|----------|-------------|------------|-----------|-------------|-------------|------------|-----------------|----------|---------|---------------|---------------|----------|
| <b>Controle</b>       | 1        |             |            |           |             |             |            |                 |          |         |               |               |          |
| <b>Blockholder</b>    | -0.2261* | 1           |            |           |             |             |            |                 |          |         |               |               |          |
| <b>Qdeblocks</b>      | -0.4134* | 0.7628*     | 1          |           |             |             |            |                 |          |         |               |               |          |
| <b>BlockFam</b>       | -0.1971* | 0.1872*     | 0.3959*    | 1         |             |             |            |                 |          |         |               |               |          |
| <b>BlockFinan</b>     | -0.2640* | 0.6981*     | 0.6508*    | 0.1482*   | 1           |             |            |                 |          |         |               |               |          |
| <b>BlockEstat</b>     | -0.0523  | 0.2811*     | 0.3214*    | -0.0210   | -0.0127     | 1           |            |                 |          |         |               |               |          |
| <b>BlockCorp</b>      | -0.1458* | 0.3281*     | 0.4059*    | 0.0979*   | -0.0366     | 0.0647*     | 1          |                 |          |         |               |               |          |
| <b>BlockDifTypes</b>  | -0.2614* | 0.3506*     | 0.6260*    | 0.5061*   | 0.2548*     | 0.2676*     | 0.6408*    | 1               |          |         |               |               |          |
| <b>TobinQ</b>         | -0.0814* | -0.2128*    | -0.1826*   | 0.0479    | -0.1316*    | -0.1367*    | -0.1013*   | -0.0709*        | 1        |         |               |               |          |
| <b>WTamanho</b>       | 0.0766*  | 0.0159      | -0.0417    | -0.1832*  | -0.0252     | 0.1259*     | -0.0387    | -0.0966*        | -0.0345  | 1       |               |               |          |
| <b>WEndividamento</b> | -0.0316  | 0.0221      | -0.0231    | -0.1719*  | -0.00600    | 0.0640*     | 0.00480    | -0.0855*        | -0.2578* | 0.3994* | 1             |               |          |
| <b>WTangibilidade</b> | -0.00510 | -0.0402     | -0.0795*   | -0.0443   | -0.1347*    | 0.1105*     | 0.0554     | -0.0114         | 0.0902*  | 0.0339  | 0.0504        | 1             |          |
| <b>WLiquidez</b>      | 0.00250  | 0.0120      | 0.0462     | -0.0410   | 0.0586      | 0.00930     | -0.0471    | -0.0366         | 0.2469*  | 0.7282* | 0.2087*       | 0.0170        | 1        |

Observamos que a correlação das variáveis QdeBlocks e Blockholder é alta. Assim, como as duas variáveis são *proxys* para expressar a presença de *blockholders*, de modo a evitar multicolinearidade, há necessidade de utilização de apenas uma delas do modelo final. Desta forma, desenvolvemos dois modelos distintos, cada um com uma das variáveis.

Após a análise da matriz de correlação foram realizados os testes de Breusch-Pagan, o teste de Chow e o teste de Hausman para verificação do modelo que melhor se adequaria aos dados utilizados.

Conforme tabela abaixo, no teste de Breusch-Pagan a hipótese nula foi rejeitada, indicando uma preferência pelo modelo de EA. No teste de Chow a hipótese nula também foi rejeitada, indicando uma preferência pelo modelo EF. Neste caso o modelo POOLED foi descartado, uma vez que ele foi preterido pelos demais, nos restando a verificação do modelo EA e do EF. Para esta avaliação o teste de Hausman também rejeitou a hipótese nula, sinalizando que a utilização do modelo de EF seria o mais indicado.

**Tabela 7 - Testes de adequação do modelo**

| Teste de especificação | Estatística            | P-Valor | Análise  |
|------------------------|------------------------|---------|--|
| Teste de Breusch-Pagan | $\chi^2 (8) = 134,57$  | 0,000   | Efeitos aleatórios é preferível ao Pooled      |
| Teste de Chow          | $F (143, 933) = 20,76$ | 0,000   | Efeitos fixos é preferível ao Pooled           |
| Teste de Hausman       | $\chi^2 (14) = 53,18$  | 0,000   | Efeitos fixos é preferível ao efeito aleatório |

Fonte: Dados da pesquisa

Na análise da heterocedasticidade, o resultado do teste de Wald rejeitou a hipótese nula de homocedasticidade no modelo  $\chi^2 (144) = 4,7E+33$ . O teste de correlação serial também rejeitou a hipótese nula, detectando correlação de primeira ordem no modelo  $F(1,131) = 82,046$ . Com isso, para tratamento da heteroscedasticidade e da autocorrelação utilizou-se o comando "*cluster*" no Stata, usando erros padrão robustos à heteroscedasticidade e a autocorrelação.

Desta forma, apresentamos abaixo o resultado das estimativas da variável dependente Q de Tobin de acordo com os modelos desenvolvidos:

**Tabela 8 - Regressões por MQO**

|               | FE (1)                 | Cluster id (2)         | Cluster id (3)         | Cluster id (4)         |
|---------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| TipoControle  | 0,04031<br>(0,80)      | 0,04031<br>(0,58)      | -0,14987<br>(-0,21)    | 0,24709<br>(0,36)      |
| Blockholder   | -0,09029*<br>(-1,65)   | -0,9029<br>(-1,35)     |                        |                        |
| QdeBlocks     |                        |                        | -0,062182**<br>(-2,29) |                        |
| BlockFam      |                        |                        |                        | -0,289465**<br>(-2,02) |
| BlockFinan    |                        |                        |                        | -0,07221<br>(-1,33)    |
| BlockEstat    |                        |                        |                        | -0,08439<br>(-1,09)    |
| BlockCorp     |                        |                        |                        | -0,46869<br>(-0,65)    |
| BlockDifTypes |                        |                        |                        | 0,02575<br>(0,33)      |
| Tamanho       | -0,41135***<br>(-9,38) | -0,41135***<br>(-3,42) | -0,40569***<br>(-3,39) | -0,41076***<br>(-3,41) |
| Endividamento | -0,00179<br>(-1,26)    | -0,00179**<br>(-2,56)  | -0,00193***<br>(-2,62) | -0,00183**<br>(-2,55)  |
| Tangibilidade | 0,96757***<br>(4,13)   | 0,96757***<br>(3,15)   | 0,98482***<br>(3,14)   | 0,96570***<br>(3,14)   |
| Liquidez      | 0,62145***<br>(7,28)   | 0,62145***<br>(2,83)   | 0,62453***<br>(2,88)   | 0,62731***<br>(2,86)   |
| Constante     | 7,60186***<br>(11,46)  | 7,60186***<br>(4,17)   | 7,57778***<br>(4,19)   | 7,61682***<br>(4,17)   |
| Ano           | Sim                    | Sim                    | Sim                    | Sim                    |
| Setor         | Não                    | Não                    | Não                    | Não                    |
| R2            | 0,0810                 | 0,0810                 | 0,0870                 | 0,0805                 |
| Estat. F      | 20,31                  | 7,55                   | 20,99                  | 21,02                  |
| Prob F        | 0,000                  | 0,000                  | 0,000                  | 0,000                  |
| Num. Obs.     | 1.091                  | 1.091                  | 1.091                  | 1.091                  |

A tabela apresenta o resultado das quatro regressões para a variável Q de Tobin. Na primeira foi utilizado o modelo de efeitos fixos, na segunda foi utilizado um modelo robusto clusterizado por empresa para corrigir heterocedasticidade e autocorrelação, no terceiro ao invés da variável *blockholder* foi utilizada a variável *qdeblocks*, e, no quarto modelo foram utilizadas as variáveis de tipo de *blockholders*, corporativo, familiar, estatal e financeiro. As variáveis de controle utilizadas foram o tamanho (logarítmo neperiano do ativo total), endividamento (passivo total dividido pelo patrimônio líquido), tangibilidade (ativos tangíveis divididos pelos ativos totais), liquidez (valor negociado da ação dividido pelo valor de mercado da empresa) e o ano. Entre parênteses foram apresentadas as estatísticas t, \*, \*\*, \*\*\*, denotam a significância estatística a 10%, 5% e 1% respectivamente

Conforme verificado acima, o resultado do modelo (1) demonstra que, mantidas fixas as variáveis de controle, o tipo de controle não apresentou resultado estatisticamente significativo. Já a existência de *blockholder* reduz o valor da empresa em -0,09029, com uma significância estatística de 10%.

Entretanto, devido a necessidade de correção para heterocedasticidade e autocorrelação, foi realizada a clusterização por empresa, conforme demonstrado no modelo (2), fazendo com que a variável *blockholder* deixe de ser estatisticamente significativa. Contudo, foram explorados outros modelos para verificação do impacto do *blockholder* no valor da empresa.

Com relação as variáveis de controle, o tamanho e o endividamento tem um efeito negativo de -0,41135 e -0,00179, a tangibilidade e a liquidez possuem um efeito positivo de 0,96757 e 0,62145. Todas as quatro variáveis obtiveram resultado estatisticamente significativo a 5% conforme as probabilidades ou *p-value*.

Quando substituímos na regressão a variável *blockholder* pela variável *QdeBlocks*, modelo (3), verificamos que há, com significância estatística de 5%, uma redução de -0,062182 quanto maior for a quantidade de *blockholders* na empresa.

Para verificação da hipótese 2 de heterogeneidade dos *blockholders*, modelo (4), foram inseridas as variáveis *BlockFam*, *BlockFinan*, *BlockEstat*, *BlockCorp* e *BlockDifTypes*. Como resultado verificamos que as empresas que possuem *blockholder* tipo familiar em sua estrutura observam uma redução de -0,2894 em seu valor, com uma significância estatística a 5%, conforme a probabilidade ou *p-value* de 0,045. Os demais tipos de *blockholder* não apresentaram significância estatística.

#### 4.1 Teste de Robustez

Como teste de robustez foi realizado o *Propensity Score Matching* (Pareamento Pelo Escore de Propensão – PSM) desenvolvido por Paulo Rosenbaum e Donald Rubin (1983) para medir a probabilidade condicional de se empregar um tratamento. O PSM é um método estatístico que tenta estimar o efeito de um tratamento, política ou demais intervenções por contabilizar as covariáveis que predizem quem pode receber o tratamento.

Para tanto, é estipulado um vetor de variáveis observadas para identificar os indivíduos que apresentam características que devem ser tratadas. Este método será empregado para analisar os efeitos do *blockholder* sobre o valor da companhia,

medida pela variável Q de Tobin. Neste sentido, as características financeiras das empresas contribuíram para identificar se ocorrem diferenças de valor entre aquelas que possuem e que não possuem um *blockholder* em sua estrutura de propriedade.

Conforme Khandker et al (2010), o PSM cria um grupo de comparação para confrontar com o grupo tratado. O grupo de comparação representa aqueles indivíduos que poderiam participar do tratamento, pois apresentam características observadas semelhantes ao grupo tratado, porém não foram contemplados pelo benefício. Os indivíduos que não apresentarem base de comparação, por não apresentarem nenhuma correspondência serão eliminados da amostra.

Khandker et al (2010) afirmam que o PSM é semelhante aos métodos de correspondência, pois busca desenvolver um grupo contrafactual ou de controle o mais parecido possível com o do grupo de tratamento em termos de características observadas. Cada participante é combinado com um não participante, cujas características são observadamente semelhantes, e, em seguida, a diferença média dos resultados em todos os dois grupos são comparados para obter o efeito do tratamento do programa.

No entanto, durante a composição do grupo de controle, o viés de seleção pode ser identificado, visto que características observáveis e não observáveis no grupo de tratamento podem ser diferentes. Uma forma de eliminar esse problema de viés consiste na correta identificação de grupos semelhantes, porém encontrar indivíduos exatamente semelhantes em dois grupos considerando características parecidas requer certo rigor (KHANDKER et al., 2010). Em amostras onde a seleção para participar de programas não é aleatória, pois a definição dos indivíduos que serão tratados é previamente definida, o viés de seleção é eliminado.

Desta forma, a abordagem do pareamento pelo escore de propensão surge como uma possível solução para o problema do viés de seleção, visto que cada participante seria comparado com um não participante, com base em um único escore de propensão, refletindo a probabilidade de participação condicional em suas diferentes características X observadas.

Para rodar o modelo de PSM e fazer as interações entre as empresas analisadas foi utilizado o comando *psmatch2*, com reposição, disponível no software

Stata. Este comando calcula automaticamente o peso que será atribuído aos elementos da amostra para inferir as estimativas médias das diferenças, sendo utilizada a variável dependente *tamanho* para realização do pareamento e atribuição dos pesos.

De modo a verificar se os grupos definidos no *matching* eram comparáveis, foram realizados os testes t para cada variável de controle, conforme tabela abaixo:

**Tabela 9 - Teste t de verificação do matching**

|               | <b>Com blockholder</b> | <b>Sem blockholder</b> |   | <b>Dif.</b> | <b>Teste t</b> | <b>P valor</b> |
|---------------|------------------------|------------------------|---|-------------|----------------|----------------|
| Tamanho       | 15,358                 | 15,316                 |   | 0,042       | 0,192          | 0,848          |
| Endividamento | 6,396                  | 2,786                  |   | 3,610       | 2,138          | 0,033          |
| Liquidez      | 0,330                  | 0,290                  |   | 0,040       | 0,568          | 0,571          |
| Tangibilidade | 0,171                  | 0,192                  | - | 0,021       | 0,816          | 0,415          |

A tabela acima apresenta o resultado das estatísticas t para os grupos de controle e tratamento, de acordo com a segregação do PSM, para as variáveis tamanho (logaritmo neperiano do ativo total), endividamento (passivo total dividido pelo patrimônio líquido), tangibilidade (ativos tangíveis divididos pelos ativos totais), liquidez (valor negociado da ação dividido pelo valor de mercado da empresa)

Para as variáveis tamanho, liquidez e tangibilidade não foram encontradas diferenças estatisticamente significantes, o que demonstra a comparabilidade dos grupos com e sem blockholder após o pareamento. Já a variável endividamento demonstrou diferença significativa a 5% entre os grupos.

Após o *matching* foi realizada a regressão utilizando os pesos atribuídos anteriormente, conforme tabela abaixo:

**Tabela 10 - Regressão com utilização do Matching**

|               | <b>Coefficiente</b> | <b>Erro padrão</b> | <b>Teste t</b> | <b>P valor</b> |
|---------------|---------------------|--------------------|----------------|----------------|
| TipoControle  | -0,15027            | 0,13999            | (-0,11)        | 0,915          |
| Blockholder   | -0,52073***         | 0,135635           | (-3,84)        | 0,000          |
| Tamanho       | -0,30792***         | 0,07957            | (-3,87)        | 0,000          |
| Endividamento | -0,00603***         | 0,00229            | (-2,63)        | 0,010          |
| Tangibilidade | -0,11402            | 0,43968            | (-0,26)        | 0,796          |
| Liquidez      | 1,24521***          | 0,20429            | (6,10)         | 0,000          |
| Constante     | 6,30427***          | 1,24252            | (5,07)         | 0,000          |
| Ano           | Sim                 | Estat. F           | (14,142)       | = 7,71         |
| Setor         | Não                 | Prob F             |                | 0,000          |
| R2            | 0,2459              | Num. Obs.          |                | 1037           |

A tabela acima apresenta o resultado da regressão para a variável Q de Tobin utilizando o modelo de efeitos fixos clusterizado por empresa utilizando os pesos atribuídos pelo *Propensity Score Matching*. As variáveis de controle utilizadas foram o tamanho (logaritmo neperiano do ativo total), endividamento (passivo total dividido pelo patrimônio líquido), tangibilidade (ativos tangíveis divididos pelos ativos totais), liquidez (valor negociado da ação dividido pelo valor de mercado da empresa) e o ano. \*, \*\*, \*\*\*, denotam a significância estatística a 10%, 5% e 1% respectivamente

De acordo com os resultados observados a variável *blockholder* possui relação negativa com o Q de Tobin -0,52073, sendo o resultado estatisticamente significativo a 1%. As variáveis tamanho, endividamento e liquidez também apresentaram resultados estatisticamente significativos a 1%, com o tamanho e o endividamento apresentando uma relação negativa de -0,30792 e -0,0060, e a liquidez apresentando relação positiva de 1,24521 com o Q de Tobin. Desta forma, os resultados apresentados pelo *matching* corroboram os resultados observados anteriormente nos modelos de efeito fixo.

## 5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Vale ressaltar que Grandó (2018), em oposição a maioria da literatura existente nos EUA, também verificou em sua pesquisa um impacto negativo para as empresas brasileiras que possuíam *blockholders* em sua estrutura de propriedade. Os diferentes resultados são explicados pelas características do mercado brasileiro, especialmente no que tange às diferenças em relação à estrutura de propriedade e a passividade da maioria dos *blockholders* brasileiros.

O argumento teórico que suporta o resultado apresentado pelo modelo pode ser verificado nos estudos de Crisóstomo et al. (2019) e Aldrighi et al (2004) acerca do mercado brasileiro. De acordo com estes autores, a propriedade das empresas no Brasil é extremamente concentrada, e persiste um desvio entre os direitos de propriedade e de fluxo de caixa, principalmente devido a utilização de ações preferenciais sem direito de voto e de estruturas piramidais.

Conforme Leal e Valadares (2002), no modelo de governança das companhias abertas brasileiras é alto o índice de emissão de ações preferenciais sem direito a voto, e sua emissão atua como o principal mecanismo de separação entre a propriedade e controle nas companhias, permitindo aos acionistas majoritários manterem o controle com participação no capital da empresa menor do que seria necessário se todas as ações possuísem igual poder de controle e, conseqüentemente, aumentando o incentivo para expropriação da riqueza dos pequenos investidores. Segundo Leal e Valadares (2002), apenas 11% das companhias abertas não lançam mão desse artifício, que compreende, em média, 46% do capital total das companhias abertas.

Em ambientes como o estabelecido acima, a utilização da “voz” como mecanismo de governança pelos *blockholders* fica enfraquecido, pois os controladores detém o poder para aprovar as matérias individualmente, sem a necessidade de concordância dos demais acionistas. Aos acionistas minoritários resta, caso não concordem com a matéria, a manifestação da discordância.

Quando verificamos a diversidade do mercado americano, observamos que uma participação acionária de 5% garante ao acionista que sua “voz” seja levada em consideração. Já no mercado brasileiro esta “voz” na maioria das vezes não será ouvida.

A qualidade e eficácia das leis brasileiras, cuja proteção ao investidor é baixa, se coloca como outro mecanismo que inibe as ações dos *blockholders*, já que caso se sentissem prejudicados no processo decisório, dificilmente obteriam uma decisão judicial favorável a seus pleitos, o que reduz o incentivo para que eles se tornem ativos.

Conforme Silva (2019), no Brasil a Lei 7913/1989 prevê a legitimidade do Ministério Público para propor, de ofício ou a requerimento da CVM, ação civil pública com o objetivo de proteger de maneira coletiva os investidores contra condutas ilícitas, mas até o ano de 2004 apenas 10 acórdãos relacionados ao tema poderiam ser contabilizados, sem que nenhum desses acórdãos tivesse origem em alguma ação civil pública promovida pelo Ministério Público.

O caso da Petrobras ilustra bem a diferença entre as leis no Brasil e nos EUA. Por negociar papéis na bolsa de Nova Iorque, a empresa era obrigada a observar os ditames contidos na legislação local, e, com o advento dos escândalos de corrupção, a abrupta redução do seu valor de mercado, e a produção de demonstrações financeiras com aumento de ativo, e ainda, a garantia aos investidores de que a companhia tinha aderido a uma série de princípios éticos e que mantinha um controle severo nas contas a fim de prevenir a fraude e a corrupção, serviram para fundamentar diversas *class actions* que culminaram nos acordos firmados entre a companhia e os investidores no valor de US\$ 2,95 bilhões. Resultado diverso foi obtido na ação proposta no Brasil, que acabou por ser extinta sem julgamento de mérito.

Desta forma, os acionistas que investem em participações nas empresas brasileiras buscam estabelecer uma estratégia amigável, se colocando passivamente em relação a gestão da empresa. Os *blockholders* não se posicionam, ou quando o fazem, normalmente se colocam de forma favorável ao controlador.

Como exemplo podemos verificar o caso da empresa Klabin, que adquiriu a marca Klabin com o pagamento de R\$ 367 milhões aos controladores da empresa. Com essa transação, se encerraria o pagamento de royalties de uso da marca pela empresa à Sogemar, que pertence a família Klabin. Apesar do desconforto dos acionistas minoritários, no dia da assembleia a proposta teve aprovação de 98,2% dos acionistas, sua esmagadora maioria.

Assim, os *blockholders* não desempenham o papel como mecanismo de governança no ambiente brasileiro, como aborda a literatura americana. A passividade encontrada nos *blockholders* no mercado brasileiro faz com que os controladores utilizem estes para captação de recursos e diluição do capital acionário. Neste sentido, 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, que em boa parte serão suportados pelos *blockholders* (Anderson e Reeb, 2003).

Para Edmans e Holderness (2016) os *blockholders* são heterogêneos, e 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.

Sob a ótica da heterogeneidade, apenas os *blockholders* do tipo familiar tiveram uma performance significativamente abaixo da média. Uma possível hipótese que sustenta tal resultado é que este tipo de acionista possui uma propensão maior a entrar em conluio com o controlador, auxiliando na expropriação de valor dos acionistas minoritários. Neste caso tais acionistas não seriam passivos, mas atuariam aumentando o poder do controlador, semelhante a um bloco de controle.

Conforme La Porta et al (1999) uma das formas organizacionais mais comuns ao redor do mundo é a empresa familiar. Neste sentido, em um cenário de alta concentração de propriedade como o brasileiro, as famílias mais influentes, uma vez que possuem o controle de diversas empresas, tenderiam a adquirir ações de outras empresas com o objetivo de adquirir benefícios privados em detrimento dos demais acionistas.

## 6. CONCLUSÃO

O papel dos *blockholders* na governança corporativa possui uma vasta discussão na literatura, principalmente nos EUA e Europa. Estudos empíricos recentes abordam a relação dos *blockholders* com diversas variáveis, tais como: o valor da empresa, a lucratividade, a alavancagem, o investimento, o risco, a liquidez e os preços. Contudo, a análise destes atores como mecanismo de governança em países em desenvolvimento como o Brasil é relativamente recente.

Esta dissertação teve como objetivo determinar qual é a relação da presença dos *blockholders* com a criação de valor nas empresas brasileiras de capital aberto. Investigou-se a relação dos *blockholders* com o valor das empresas considerando variáveis como o número de *blockholders*, o tipo de controle exercido, a heterogeneidade dos *blockholders* e a diversidade destes.

As premissas teóricas principais decorrem da teoria de agência, o conflito de interesses e a assimetria de informação entre principal e agente, e principal e principal. As hipóteses centrais tiveram como pressuposto que a presença dos *blockholders* na estrutura de propriedade das empresas implicaria em uma melhora na governança corporativa das empresas por meio do monitoramento eficaz da gestão, reduzindo assim os custos de agência.

Para verificação das hipóteses foi utilizada uma amostra constituída por empresas brasileiras abertas, não financeiras, através de duas fontes de dados. A primeira fontes de dados foi o sítio <https://dataverse.harvard.edu/dataset.xhtml?persistentId=doi:10.7910/DVN/7NAG08> do prof. Marcelo Perlin, no qual foram utilizadas as informações referentes aos acionistas das empresas, e a outra fonte de dados foi a Economática®, em que foram utilizadas as informações financeiras e de desempenho. A base de dados totalizou 144 empresas, com 1.091 observações referentes ao período de 2010 a 2019

Foram realizadas regressões por mínimos quadrados ordinários, com dados em painel com efeitos fixos, para verificação da variável dependente Q de Tobin, utilizada como métrica para o valor das empresas. As variáveis

independentes foram o tipo de controle, a existência de *blockholder*, a quantidade de *blockholders*, os tipos de *blockholders* e se existiam mais de um tipo na mesma empresa. Como variáveis de controle foram utilizados o tamanho da empresa, seu endividamento, a tangibilidade, a liquidez e *dummys* de ano e setor.

Os efeitos dos acordos de acionistas, comumente utilizado na economia brasileira, não foi considerado nesta pesquisa. Tais instrumentos impactam na estrutura de poder dos acionistas nas empresas, podendo ampliar ou reduzir os custos de agência.

Também foi realizada uma análise de robustez com o auxílio do *Propensity Score Matching* – PSM, utilizando a variável tamanho para atribuição dos pesos. Em seguida realizamos regressão por mínimos quadrados ordinários, utilizando os pesos atribuídos pelo PSM para verificação do impacto dos *blockholders* no valor das empresas.

Os resultados encontrados nesta dissertação demonstram que, diferentemente dos EUA, no Brasil os *blockholders*, de forma geral, não atuam como mecanismo de governança, pelo contrário, os resultados relacionam os *blockholders* negativamente com o valor das empresas. Tal diferença em relação aos modelos teóricos e empíricos encontrados nos EUA ocorrem devido as características do mercado brasileiro, ou seja, a sua estrutura de propriedade altamente concentrada, ao baixo grau de proteção aos acionistas conferido pelo arcabouço jurídico, e devido a fatores culturais, que confere maior passividade a maioria dos *blockholders* no Brasil.

Desta forma, neste tipo de ambiente, os *blockholders* não se diferenciam dos demais acionistas minoritários, ou seja, eles são utilizados apenas para diluição do capital acionário e dos direitos sobre o fluxo de caixa da empresa, aumentando assim os incentivos de expropriação por parte dos controladores e gestores, elevando os custos de agência e reduzindo o valor das empresas.

O incentivo a expropriação devido a diluição do capital acionário pode ser observado por meio do resultado obtido pela variável quantidade de *blockholders*, que demonstrou, com significância estatística a 5%, redução do valor empresarial quanto maior a quantidade de *blockholders*.

Com relação a heterogeneidade, os resultados encontrados sugerem que em todos os casos a existência de *blockholders* no cenário brasileiro favorece a uma redução no valor da empresa. Contudo, as empresas que possuem *blockholders* tipo familiar observam uma redução mais significativa em seu valor. Uma hipótese para este resultado que poderá ser analisada em próximos estudos é a maior tendência ao conluio deste tipo de *blockholder*. Os *blockholders* tipo familiar, ao invés de se manterem passivos em relação a administração da empresa teriam maior propensão a formação de alianças com o controlador para expropriar valor dos demais acionistas minoritários.

Para os tipos de *blockholder*, vale ressaltar que nas estruturas piramidais, devido à dificuldade de obtenção dos últimos acionistas, estes foram considerados do tipo corporativo, sendo assim um limitador desta pesquisa.

## 7. REFERÊNCIAS

- AGUILERA, Ruth; CRESPI-CLADERA, Rafel. Global corporate governance: On the relevance of firm's ownership. **Journal of World Business**, v. 51, p. 50-57, Janeiro 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2015.10.003>.
- ALDRIGHI, Dante Mendes ; NETO, Roberto Mazzer. Estrutura de Propriedade e de Controle das Empresas de Capital Aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, p. 115-137, Abril-Junho 2005.
- ANDERSON, Ronald C. ; REEB, David M. . Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. **The Journal of Finance**, v. 58, p. 1301-1328, Junho 2003. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>.
- ANTLE, Rick; SMITH, Abbie. An Empirical Investigation of the Relative Performance Evaluation of Corporate Executives. **Journal of Accounting Research**, v. 24, p. 1-39, Spring 1986. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2490802>.
- ATWI, Leila; SAFIEDDINE, Assem; TITMAN, Sheridam. 2017. Investor protection and governance in the valuation of emerging markets investments. **Journal of Applied Corporate Finance** p. 89–100, Julho, 2017
- BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. **The Modern Corporation and Private Property**, f. 198. 1932. 396 p.
- BHIDE, Amar. The hidden costs of stock market liquidity. **Journal of Financial Economics**, v. 34, p. 31-51, Agosto 1993. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90039-E](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90039-E).
- BLACK, B. S., De CARVALHO, A. G., & SAMPAIO, J. O. (2014). The evolution of corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, 20, 176-195.
- BODNARUK, Andriy; MASSA, Massimo; YADAV, Vijay. Family ownership, country governance, and foreign portfolio investment. **Journal of Empirical Finance**, v. 41, p. 96-115, Março 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2017.01.002>.
- CAMERON, Colin; TRIVEDI, Pravin. **Microeconomics Using Stata**. Stata Press, 2009. 688 p.
- CAMPOS, Taiane. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração (São Paulo)**, v. 41, n. 4, p. 369-380, Out/Nov/Dez, 2006
- CHUNG, Kee; PRUITT , Stephen. A Simple Approximation of Tobin's q. **Financial Management**, v. 23, p. 70-74, Autumn 1994. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/3665623>
- CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; FAN, Joseph; LANG, Larry. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**, v. LVII, p. 2471-2771, Dezembro 2002. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>

CLAESSENS, Stijn; YURTOGLU, Burcin. Corporate governance in emerging markets: A survey. **Emerging Markets Review**, v. 15, p. 1-33, Junho 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>.

CLIFFORD, Christopher; LINDSEY, Laura. Blockholder Heterogeneity, CEO Compensation, and Firm Performance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 51, p. 1491-1520, Outubro 2016. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/44157829>.

COFFEE, John. Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor. **Columbia Law Review**, v. 91, p. 1277-1368, Outubro 1991. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/1123064>.

CORE, John E. ; GUAY , Wayne R. ; LARCKER, David F. . Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey. **SSRN**, p. 28-50, Julho 2001. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.276425>.

CRISÓSTOMO, Vicente Lima; BRANDÃO, Isac de Freitas; LÓPEZ-ITURRIAGA, Félix Javier . Large shareholders' power and the quality of corporate governance: An analysis of Brazilian firms. **Research in International Business and Finance**, v. 51, Janeiro 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101076>.

CRONQVIST, Henrik; FAHLENBRACH , Rüdiger. Large Shareholders and Corporate Policies . **The Review of Financial Studies**, v. 22, p. 3941-3976, Outubro 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn093>.

DA SILVA, Guilherme Amorim Campos. O impacto da proteção aos acionistas minoritários: O caso Petrobras. **Revista Jurídica**, Curitiba, v. 3, p. 270-293, 2019. Disponível em: [10.6084/m9.figshare.9794990](https://doi.org/10.6084/m9.figshare.9794990).

DAILY, Catherine; DALTON, Dan; CANNELLA, Albert. Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data. **Academy of Management Review**, v. 28, p. 371-382, 2003. Disponível em: <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196703>.

DANCEY, Christine P.; REIDY, John. **Statistics Without Maths for Psychology**. Pearson Education, f. 310, 2006. 619 p.

DUCASSY, Isabelle; GUYOTB, Alexis. Complex ownership structures, corporate governance and firm performance: The French context. **Research in International Business and Finance**, v. 39, p. 291-306, Janeiro 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.019>.

EDMANS, Alex. Blockholders and Corporate Governance. **Annual Review of Financial Economics**, v. 26, p. 23-53, Setembro 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034455>.

EDMANS, Alex; HOLDERNESS, Clifford. **Blockholders**: A Survey of Theory and Evidence, v. 1. 2017, p. 541-636. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/bs.hecg.2017.11.002>.

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

FÁVERO, Luiz Paulo Lopes. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **Brazilian Business Review**, v. 10, p. 131-156, Março 2013. Disponível em: <https://www.redalyc.org/pdf/1230/123025719006>.

GELAUFF, G. M. M.; BROEDER, C. den. **Governance of Stakeholder Relationships**: The German and Dutch Experience, f. 62. 1995. 123 p.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C.. **Econometria Básica - 5.Ed.**. AMGH Editora, v. 1, f. 460, 2011. 920 p.

HAIR, Joseph F; BLACK, William. C.; BABIN, Barry J.; ANDERSON, Rolph E.; TATHAM, Ronald L. **Análise multivariada de dados - 6ed.** Bookman Editora, f. 344, 2008. 688 p.

HART, Oliver. Corporate Governance: Some Theory and Implications. **The Economic Journal**, v. 105, p. 678-689, Maio 1995. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2235027>.

HSIAO, Cheng. **Analysis of Panel Data**. Cambridge University Press, f. 281, 2014. 562 p.

JENSEN, Michael ; MURPHY, Kevin. Performance Pay and Top-Management Incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, Abril 1990. Disponível em: <https://doi.org/10.1086/261677>.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H.. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, Outubro 1976. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).

KAHN, Charles ; WINTON, Andrew. Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention. **The Journal of Finance**, v. LIII, p. 99-129, Fevereiro 1998. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.45483>.

KHANDKER, Shahidur R.; KOOLWAL, Gayatri B.; SAMAD, Hussain A.. **Handbook on Impact Evaluation**: Quantitative Methods and Practices. World Bank Publications, v. 3, f. 130, 2009. 260 p.

KLAPPER, Leora F.; LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, p. 703-728, Novembro 2004. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4).

KONIJN, Sander J. J.; KRÄUSSL, Roman; LUCAS, Andre. Blockholder dispersion and firm value. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, p. 1330-1339, Dezembro 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.06.005>.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SINALES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W., Legal Determinants of External Finance. **The Journal of Finance**, v. 52,

p. 1131-1150, Julho 1997. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SINALES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership Around the World. **The Journal of Finance**, v. LIV, p. 471-517, Abril 1999. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SINALES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, 2000. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9).

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; DA SILVA, André Luiz Carvalhal; VALADARES, Silvia Mourthé. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, p. 7-18, Janeiro - Abril 2002. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1415-65552002000100002>.

LIM, Ungki; KIM, Chang-Soo. Determinants of ownership structure: An empirical study of the Korean conglomerates. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 13, p. 1-28, Janeiro 2005. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2003.11.001>.

MARGARIDO, Mario Antonio; MEDEIROS JUNIOR, Helcio. Teste para mais de uma raiz unitária: este para mais de uma raiz unitária uso do software SAS na elaboração de uma rotina para o teste Dickey-Pantula. **Pesquisa & Debate**, v. 17, p. 149-170, 2006.

MARKOWITZ, Harry. Portfolio Selection. **The Journal of Finance**, v. 7, n. 1, p. 77-91, Março, 1952

MAUG, Ernst. Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off between Liquidity and Control?. **The Journal of Finance**, v. LIII, p. 65-98, Fevereiro 1998. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.35053>.

MAURY, Benjamin; PAJUSTE, Anete. Multiple large shareholders and firm value. **Journal of Banking & Finance**, v. 29, p. 1813-1834. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.07.002>.

NORLI, Øyvind; OSTERGAARD, Charlotte; SCHINDELE, Ibolya. Liquidity and Shareholder Activism. **The Review of Financial Studies**, v. 28, p. 486-520, Fevereiro 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu070>.

NORTH, Douglass C.; THOMAS, Robert Paul. **The Rise of the Western World: A New Economic History**. Cambridge University Press, v. 3, f. 90, 1976. 179 p.

PAEGLIS, Nilanjan ; RAHNAMAELI, Mohammad. Multiple blockholders, power, and firm value. **Journal of Banking & Finance**, v. 66, p. 66-78, Maio 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.01.001>.

PENG, Mike; YOUNG, Michael; AHLSTROM, David; BRUTON, Garry; JIANG, Yi. Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, p. 196-

220, Janeiro 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x>.

ROSENBAUM, Paul; RUBIN, Donald. The central role of the propensity score in observational studies for causal effects. **Biometrika**, v. 70, p. 41-55, Abril 1983. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/biomet/70.1.41>.

SAONA, Paolo; SAN-MARTIN, Pablo; LÓPEZ-ITURRIAGA, Félix; JARA, Maurício. Corporate governance in Latin American firms: Contestability of control and firm value. **Business Research Quarterly**, v. 22, p. 257-274, Outubro-Dezembro 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.brq.2018.10.005>.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, Abril 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>.

SORGE, Luiz . A Perspectiva da Indústria de Fundos de Investimento no Brasil. **Anuário 2016 - Indústria de Fundos de Investimento**, p. 7-13, 2016. Disponível em: [https://cef.fgv.br/sites/cef.fgv.br/files/anuario\\_fgv\\_2016\\_internet.pdf](https://cef.fgv.br/sites/cef.fgv.br/files/anuario_fgv_2016_internet.pdf).

TITMAN, Sheridan; SAFIEDDINE, Assem ; ATWI, Leila. Investor Protection and Governance in the Valuation of Emerging Markets Investments. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 29, p. 89-100, Summer 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/jacf.12253>

VOLKOVA, Ekaterina . Blockholders Diversity: Effect of Polyphony on the Power of Monitoring. **SSRN**, p. 1-53, Abril 2018. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3047469>

WELCH, Paul R.. A Generalized Distributed Lag Model for Predicting Quarterly Earnings. **Journal of Accounting Research Journal of Accounting Research**, v. 22, p. 744-757, Autumn 1984. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/2490675>

WINTON, Andrew; KAHN, Charles. Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention. **The Journal of Finance**, v. 53, p. 99-129, Fevereiro 1998. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.45483>.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M.. **Introdução à econometria**: uma abordagem moderna. 1ª. ed. Thomson Pioneira, f. 342, 2005. 684 p.

YURTOGLU, Burcin; KIM, Woochan; KHANNA, Vikramaditya; CARVALHO, Antonio; BLACK, Bernard. Which Aspects of Corporate Governance Do and Do Not Matter in Emerging Markets. **Journal of Law, Finance, and Accounting**, Novembro 2019. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2601107>