

Conflito entre acionistas, governança corporativa e valor da empresa: uma análise em empresas brasileiras

Shareholder conflict, corporate governance and company value: an analysis in Brazilian companies

Conflicto entre accionistas, gobierno corporativo y valor de la empresa: un análisis en empresas brasileñas

Laura Edith Taboada Pinheiro

Doutora em Contabilidad y Finanzas na Universidad de Zaragoza (UNIZAR)
Professora do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)
Endereço: Av. Pres. Antônio Carlos, nº 6627, Pampulha
CEP: 31270-901 - Belo Horizonte/MG - Brasil
E-mail: ltaboada@face.ufmg.br
Telefone: (31) 3409-7271

Patrícia Antonacci Neves

Mestre em Ciências Contábeis na Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)
Professora da Broward University Brasil
Endereço: Rua Costa Rica nº 67, Apto. 403, Sion
CEP: 30320-030 - Belo Horizonte/MG - Brasil
E-mail: patricia.ufmg@yahoo.com
Telefone: (31) 99813-0311

Rafael Morais de Souza

Doutor em Engenharia Elétrica na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RIO)
Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal de Juiz de Fora (UFJF)
Endereço: Faculdade de Economia. Rua José Lourenço Kelmer, São Pedro
CEP: 36036-330 - Juiz de Fora/MG - Brasil
E-mail: rafael.morais.souza@gmail.com
Telefone: (32) 99986-0401

María Luz Casabianca

Mestre em Contabilidad Internacional na Universidad de Zaragoza (UNIZAR) e Universidad Nacional del Litoral (UNL)
Professora Titular da Facultad de Ciencias Económicas da Universidad Nacional del Litoral (UNL)
Endereço: Moreno, 2557
CP: 3000 – Santa Fe/Argentina
E-mail: lucycasabianca@yahoo.com.ar

Artigo recebido em 21/10/2017. Revisado por pares em 06/01/2020. Reformulado em 15/04/2020. Recomendado para publicação em 15/04/2020 por Carlos Eduardo Facin Lavarda (Editor-Chefe). Publicado em 24/04/2020.

Resumo

Os objetivos desta pesquisa consistiram em analisar a relação de concentração acionária e governança corporativa com as variáveis conflito de acionistas e valor de empresa; e explorar a associação entre conflito de acionistas e valor da empresa. Para a criação dos indicadores para conflito entre acionistas, concentração acionária e governança corporativa utilizou-se a análise de componentes principais. Através da análise de regressão com dados em painel foi verificada uma relação significativa e positiva de concentração acionária e conflito e uma relação significativa e negativa de governança corporativa e conflito. Adicionalmente, por meio da análise de agrupamento foi observado que a amostra utilizada apresenta relação inversa entre conflito e valor da empresa. Conclui-se que a melhora na qualidade da governança corporativa tende a diminuir a possibilidade de conflito entre acionistas. O estudo contribui com a literatura de governança no ambiente brasileiro e suas evidências podem contribuir para mudanças no ambiente regulatório.

Palavras-Chave: Conflito entre acionistas; Concentração acionária; Governança corporativa; Valor da empresa

Abstract

The objectives of this research were to analyze the relationship of shareholding concentration and corporate governance with the variable's shareholder conflict and company value; and exploring the association between shareholder conflict and company value. For the creation of indicators for conflict between shareholders, share concentration and corporate governance, the analysis of main components was used. Through regression analysis with panel data, a significant and positive relationship of ownership concentration and conflict and a significant and negative relationship of corporate governance and conflict were verified. Additionally, through cluster analysis, it was observed that the sample used has an inverse relationship between conflict and company value. It is concluded that the improvement in the quality of corporate governance tends to reduce the possibility of conflict between shareholders. The study contributes to the governance literature in the Brazilian environment and its evidence can contribute to changes in the regulatory environment.

Keywords: Shareholder conflict; Stockholder concentration; Corporate governance; Company value

Resumen

Los objetivos de esta investigación fueron analizar la relación de la concentración accionaria y el gobierno corporativo con las variables conflicto de accionistas y valor de la empresa; y explorar la asociación entre el conflicto de accionistas y el valor de la empresa. Para la creación de indicadores de conflicto entre accionistas, concentración accionaria y gobierno corporativo, se utilizó el análisis de componentes principales. A través del análisis de regresión con datos de panel, se verificó una relación significativa y positiva de concentración de propiedad y conflicto y una relación significativa y negativa de gobierno corporativo y conflicto. Además, a través del análisis de conglomerados, se observó que la muestra utilizada tiene una relación inversa entre el conflicto y el valor de la empresa. Se concluye que la mejora en la calidad del gobierno corporativo tiende a reducir la posibilidad de conflicto entre los accionistas. El estudio contribuye a la literatura de gobernanza en el entorno brasileño y su evidencia puede contribuir a los cambios en el entorno regulatorio.

Palabras clave: Conflictos entre accionistas; Concentración accionaria; Gobierno corporativo; Valor de la empresa

1 Introdução

De acordo com Peng e Sauerwald (2012), os conflitos entre acionistas trazem consequências negativas para as empresas, podendo, em nível de país, afetar o desenvolvimento

do mercado de capitais e, no nível da própria empresa, afetar diretamente sua performance.

No Brasil, a estrutura de propriedade e controle das companhias é marcada por sua elevada concentração, alcançada por meio de pirâmides societárias, participações cruzadas, acordos de acionistas e emissão de ações sem direito a voto (GORGA, 2008). Nesta situação, os custos de agência surgem, principalmente, do conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários, que pode culminar na expropriação da riqueza dos segundos pelos primeiros (CLAESSENS; DJANKOV; LANG, 2000; LINS, 2003).

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

Da tentativa de mitigar conflitos emerge o conceito de governança corporativa, pois presume-se que, quanto melhores as práticas de governança corporativa, maior o grau de proteção aos acionistas e menores as chances de haver conflitos entre eles. De acordo com Dey (2008) e Renders e Gaeremynck (2012), a existência e eficiência dos mecanismos de governança corporativa em uma empresa se dão em função do nível de conflitos entre seus acionistas e, para Renders e Gaeremynck (2012), os conflitos entre principais impactam também no valor da empresa.

Desta forma, quanto mais severos os níveis de conflitos, maiores seriam os custos para implantar uma boa estrutura de governança, o que se reflete no valor da empresa, já que uma empresa sem um bom sistema de governança corporativa tende a ter seu valor de mercado diminuído.

Os objetivos principais desta pesquisa consistiram em: i) analisar a relação de concentração acionária e governança corporativa com o conflito de acionistas; ii) analisar a relação de concentração acionária e governança corporativa com o valor das empresas; e iii) explorar a associação entre conflito de acionistas e valor da empresa.

Foi utilizada uma *proxy* mais abrangente para mensurar o conflito entre acionistas, por meio de um conjunto de variáveis vinculadas a potenciais conflitos, incluindo a existência de acordos de acionistas, a adoção de medidas de proteção e a adesão à Câmara de Arbitragem do mercado, além da dualidade de classes de ações e dividendos por ação.

Além disso, entre as contribuições trazidas por este estudo, destaca-se a análise da relação do conflito entre acionistas e a governança corporativa. Renders e Gaeremynck (2012) analisaram esta relação para o mercado europeu e Brandão e Crisóstomo (2015) e Crisóstomo, Brandão e López-Iturriaga (2020) para o mercado brasileiro, mas utilizando como *proxy* de conflito a concentração dos direitos de voto e o efeito da dualidade de classes de ações no excesso de direitos de controle sobre os direitos de fluxo de caixa.

Outra contribuição do estudo foi a análise exploratória da relação entre conflito de acionistas e valor da empresa. Esta relação também foi estudada por Renders e Gaeremynck (2012) e em nível nacional foram realizados estudos como os de Silveira et al. (2004), Leal e Silva (2008) e Caixe e Krauter (2013), entretanto, estes últimos trabalhos analisaram somente a composição acionária como *proxy* de conflito entre acionistas.

Assim, o trabalho amplia pesquisas anteriores no Brasil sobre conflito entre principais, que foi pouco explorado no país, avaliando sua relação com a governança corporativa, que é fortemente influenciada pelo ambiente institucional onde a empresa está inserida.

Do ponto de vista do mercado, o estudo contribui para ampliar a discussão das práticas societárias a fim de melhorar as relações entre os acionistas, o que pode beneficiar o desenvolvimento do mercado de capitais e uma maior geração de riqueza por parte das empresas brasileiras.

2 Referencial Teórico

A clássica teoria de agência de Jensen e Meckling (1976) trata de um tipo específico de conflito que ocorre dentro das empresas, que é o conflito que se dá entre principal e agente. Segundo La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (1999), em países em que se verifica a alta concentração de poder nas mãos de um único acionista e onde não há um ambiente institucional e um sistema de governança bem desenvolvidos, o tipo de conflito mais comum é o que se dá entre principais. Ainda de acordo com os mesmos autores, a concentração acionária nas mãos de um acionista controlador é considerada a maior causa de conflitos entre principais, mas não é a única.

Silveira, Barros e Famá (2008) também argumentam que a concentração de poder tem sido apontada como a principal causa de conflitos entre grupos de acionistas, sobretudo entre controladores e não controladores, uma vez que está diretamente relacionada com o controle e com a propriedade das empresas.

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

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

Leal et al. (2002) apontam a emissão de ações preferenciais (sem direito a voto) como o principal mecanismo de separação entre propriedade e controle nas companhias. A dualidade de classes de ações é vista por Silveira et al. (2004) e Balassiano e Branco (2014) como um grande causador dos conflitos entre acionistas. Isso porque os acionistas possuem direitos de votos, representados por suas ações ordinárias e direitos sobre o fluxo de caixa, que são os direitos de propriedade, representados pelo total de ações possuídas.

Acrescenta-se ainda, além da emissão de ações preferenciais, a utilização de pirâmides, como os principais mecanismos de separação entre propriedade e controle, já que faz com que muitos acionistas controladores não sejam os acionistas majoritários, por não deterem a maioria do capital, o que dá margem à existência de conflitos entre os acionistas (SILVEIRA et al. (2004).

Para Branco e Balassiano (2013), no Brasil predominam empresas com um controlador que detém a maioria das ações que dão direito a voto e dualidade de classes de ações o que gera uma combinação de muito poder com baixa alocação de recursos próprios na empresa, reforçando o entendimento de La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (1999), de que o principal tipo de conflito se dá entre os acionistas e não entre os gestores e os acionistas.

Peng e Sauerwald (2012) também entendem que o desrespeito à regra “uma ação, um voto” provoca o excesso de direitos de voto do controlador em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa, o que aponta para um cenário de fraca proteção institucional aos minoritários. Para estes autores, os conflitos entre principais se manifestam em múltiplos níveis de análises. Considerando o país como um todo, são capazes de afetar negativamente o desenvolvimento do mercado de capitais e, considerando a perspectiva da empresa como um fim em si mesma, podem afetar diretamente a *performance* e o valor de mercado.

Para Peng e Sauerwald (2012) os conflitos entre principais tendem a surgir quando estiverem presentes as seguintes hipóteses: i) presença de um acionista controlador ou de blocos controladores; ii) fraca proteção legal aos direitos dos acionistas minoritários; e iii) divergência entre os direitos de voto e de propriedade do controlador; e acrescentam que graves consequências

podem emergir dos conflitos, como, por exemplo, a perda de talento gerencial pelo emprego de membros desqualificados na gestão, a diluição da participação acionária por fusões e aquisições hostis, o excesso de remuneração aos executivos e condutas como o *tunneling* (transferência de recursos entre empresas por preços abaixo do mercado) e o *self-dealing* (transações suspeitas com partes relacionadas).

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

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

Silveira (2002) afirma que empresas com estruturas de governança corporativa mais desenvolvidas tendem a obter melhores resultados e são mais bem avaliadas pelo mercado em relação ao preço de suas ações, levando à conclusão de que a governança corporativa de uma empresa afeta seu valor de mercado. Para Renders e Gaeremynck (2012), um bom sistema de governança corporativa minimiza custos decorrentes de problemas de agência e minimiza a perda do valor de mercado oriunda de conflitos de interesses entre investidores e tomadores de decisão. Também para La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (2000), em países com melhor governança e maior proteção legal, há maior capitalização de mercado das empresas, maior quantidade de empresas de capital aberto, maiores dividendos e maior valor de mercado.

Por outro lado, Silveira et al. (2004) e Caixe e Krauter (2013) destacam que a presença de grandes acionistas controladores em uma empresa pode produzir efeitos tanto positivos quanto negativos. Os efeitos positivos são chamados de efeito-incentivo, enquanto os negativos de efeito-entrenchamento. Caixe e Krauter (2013) complementam que tais efeitos, incentivo e entrenchamento, apresentam um paradoxo, o que torna a expressão “quanto maior a concentração acionária, maior o valor da firma” controversa.

Dado que a concentração dos direitos de voto é um dos principais meios para adquirir poder em uma empresa e os controladores podem não fortalecer o sistema de governança corporativa para usufruir dos benefícios do controle, e considerando a existência da possibilidade de emissão de ações preferenciais no Brasil e a baixa proteção aos acionistas e o impacto que essas situações podem causar no valor da empresa, elaboraram-se as seguintes hipóteses:

- Hipótese 1a: Empresas com maior concentração acionária têm maior tendência a conflitos entre acionistas.
- Hipótese 1b: Empresas com menos mecanismos de governança corporativa têm maior tendência a conflito entre acionistas.
- Hipótese 2a: Empresas com maior concentração acionária têm menor valor da empresa.
- Hipótese 2b: Empresas com menos mecanismos de governança corporativa têm menor valor da empresa.
- Hipótese 3: Empresas com maior tendência a conflito entre acionistas têm menor valor da empresa.

3 Procedimentos Metodológicos

A pesquisa caracteriza-se como descritiva, quantitativa e documental. A população do estudo é composta pelas empresas brasileiras listadas nos segmentos Novo Mercado, Nível 2, Nível 1, Bovespa Mais e Tradicional da BM&FBovespa, atual B3. Em decorrência de suas

particularidades, as empresas do setor financeiro não foram consideradas para a análise. Além disso, para a estimação proposta, foi necessário usar um painel balanceado. Desta forma, as empresas que não possuíam dados disponíveis em um ou mais anos de análise também foram excluídas. Assim, a amostra foi composta de 250 empresas com observações para os anos de 2012 a 2014. As informações necessárias foram obtidas junto ao banco de dados Economatica e formulários de referência acessados no site da B3 e as análises estatísticas foram feitas com auxílio do *software* R.

Na sequência deste capítulo, as variáveis dependentes e independentes são apresentadas. Em seguida, há a operacionalização das variáveis e a apresentação dos seguintes procedimentos metodológicos: i) análise de componentes principais visando a redução de dimensões para a criação de indicadores para os construtos: conflito, concentração acionária e governança corporativa; ii) construção dos modelos de dados em painel, cujas variáveis dependentes são conflito e valor da empresa; iii) por fim, uma análise de agrupamento para segregar os resultados de acordo com as duas variáveis dependentes analisadas.

3.1 Variáveis Dependentes

As duas variáveis dependentes utilizadas nos modelos de dados em painel foram conflito e valor da empresa. Renders e Gaeremynck (2012) apontam para o fato de não existir uma única *proxy* confiável para conflito de acionistas, mas sim um conjunto de variáveis, tanto de natureza qualitativa como quantitativa. Assim, o conflito de acionistas foi elaborado a partir das variáveis apresentadas no quadro 1.

Quadro 1 - Variáveis do construto conflito

Variável	Justificativa	Autores
CLASSES: A empresa emite ações ordinárias e preferenciais	A emissão de outras classes de ações além das ordinárias constitui o principal mecanismo para separação entre direito de controle e direito sobre o fluxo de caixa, desviando-se da regra “uma ação, um voto”.	Silveira et al. (2004), Renders e Gaeremynck (2012)
PROP: $\frac{ON}{PN}$ Razão entre ações ON e PN na empresa	Representa a proporção de ações ON de uma empresa em relação a outras classes de ações. Para encontrar a razão, foi feita a divisão do número total de ações ON pelo número total das demais classes de ações.	Gonzaga e Costa (2009)
DIV: Dividendos pagos por ação	Os dividendos influenciam os benefícios privados de controle pois sua distribuição afeta a riqueza corporativa. Quanto maior o pagamento de dividendos, menores as chances de conflitos, porque os acionistas estão tendo o retorno esperado pelo investimento.	Silveira et al. (2008), Gonzaga e Costa (2009), Renders e Gaeremynck (2012)
AC_AC: Não existem acordos com acionistas	Espera-se maior severidade do conflito entre acionistas em empresas com múltiplos blocos controladores, pela maior probabilidade de expropriação dos minoritários.	Silveira (2002), Renders e Gaeremynck (2012)
PROT: A empresa não adota medidas de proteção ao acionista	A ocorrência de conflitos muitas vezes está relacionada ao grau de proteção conferido aos acionistas. Por isso, são desejáveis algumas medidas de proteção ao acionista, das quais se destacam: 1) existência somente de ações que conferem direito a voto; 2) <i>tag along</i> para 100% das ações; 3) obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro da empresa ou saída de segmento; 4) obrigatoriedade de adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado; e 5) mínimo de 25% de ações em circulação.	La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (2000) Lacker, Richardson e Tuna (2007)
CAM: A empresa não participa da Câmara de Arbitragem	Empresas que se utilizam da cláusula compromissória (obriga a solução de conflitos por meio da Câmara de Arbitragem do Mercado) podem estar mais comprometidas com transparência e com melhores práticas de governança corporativa.	Proposta dos autores

Fonte: Elaboração própria.

O foco deste estudo vai além da análise de concentração acionária, como nos estudos de La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (1999), Bortolon (2013), Caixe e Krauter (2013), motivo pelo qual, variáveis ligadas apenas à concentração de propriedade foram consideradas como variáveis independentes do construto concentração acionária. Assim, buscou-se nesta pesquisa identificar outras possíveis variáveis que possam indicar a presença de conflitos entre acionistas.

Para a variável dependente valor da empresa, assim como em Silveira (2002), Silveira et al. (2004), Silveira, Barros e Famá (2008), Dey (2008), Leal e Silva (2008), Renders e Gaeremynck (2012) e Caixe e Krauter (2013), optou-se pela utilização do Q de Tobin, que pode ser representado pela equação (1):

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

3.2 Variáveis independentes

Como variáveis independentes do estudo foram, inicialmente, propostos dois construtos: concentração acionária e governança corporativa. É importante destacar a criação de um construto para concentração acionária separado do construto conflito entre acionistas, que foi realizada em função de suas variáveis estarem bem delimitadas na literatura. Nesta pesquisa, assim como na de Silveira et al. (2004) e Caixe e Krauter (2013), a participação acionária do acionista controlador foi analisada de forma direta, ou seja, não foi considerada a estrutura de propriedade e o controle indireto por meio de pirâmides societárias. As variáveis para concentração acionária e governança corporativa podem ser vistas nos quadros 2 e 3.

Quadro 2 - Variáveis do construto concentração acionária

Variável	Justificativa	Autores
AC_MAJ: Percentual de ações detidas pelo acionista majoritário	Quanto maior o percentual do acionista controlador, maiores suas chances de extrair riqueza para si e maiores as chances de ocorrer conflitos. Em relação ao valor da empresa, a maior concentração acionária aponta para um melhor gerenciamento da empresa.	La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (1999), Silveira (2002), Renders e Gaeremynck (2012), Caixe e Krauter (2013)
2AC: Percentual de ações detidas pelo segundo maior acionista	No caso da presença de um segundo acionista majoritário, supõe-se que o risco de expropriação aos minoritários seria menor, em decorrência do monitoramento da gestão também ser realizado por parte do segundo acionista. Em relação ao valor da empresa, espera-se que este percentual reflita positivamente na performance.	Renders e Gaeremynck (2012)
FREE_FLOAT: Percentual de ações em circulação no mercado	Presume-se que, quanto mais pulverizado o capital, menores seriam as chances de conflitos decorrentes da expropriação aos minoritários. Em relação ao valor da empresa, a pulverização do capital implicaria em menor valor da empresa, já que não há um acionista majoritário responsável pelo gerenciamento eficaz.	Silveira, Barros e Famá (2008) Renders e Gaeremynck (2012)

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 3 - Variáveis do construto governança corporativa

Variável	Justificativa	Autores
EXT: Há presença de membros externos no Conselho de Administração	A presença de membros externos à empresa no conselho traz mais transparência à gestão e menores possibilidades de conflito, além de presumir que a empresa estaria mais comprometida com a estrutura de governança corporativa. Espera-se um aumento no valor de mercado.	Silveira (2002)
TOT: Conselho de administração composto por até 5 membros	Em relação ao tamanho do conselho de administração, uma faixa ótima para os conselhos seria de 5 a 9 membros. Empresas com conselhos menores apresentam melhores índices financeiros e melhor desempenho, pois um conselho com muitos membros poderia dificultar a tomada de decisão, provocando conflitos e prejudicando a qualidade de uma boa governança.	Silveira (2002), Dey (2008)

Variável	Justificativa	Autores
INDEP: Grau de independência do conselho é superior à média do ano	Assume-se que, quanto maior a independência do Conselho, maior o valor da empresa, melhor o seu desempenho e menores as chances de haver conflitos.	Silveira (2002), Dey (2008)
SEG_CEO: Segregação entre diretor presidente e presidente do conselho	O fato do diretor executivo poder ocupar a posição de presidente do conselho depõe contra as boas práticas de governança, aumentando as chances de conflito e fazendo com que seja menor o valor da empresa.	Silveira (2002)
REM_VAR: A diretoria executiva recebe remuneração variável	A remuneração variável pode ser entendida como o valor fixo ou percentual sobre o salário do empregado que atinge determinadas metas, como forma de motivar empregados a atingir melhores desempenhos. Sua presença nas empresas minimizaria possíveis conflitos de agência, além de ser indicativa de melhor governança e, conseqüentemente, melhor valor da empresa.	Silveira (2002)
REM_ACOES: A empresa possui algum tipo de plano de remuneração baseado na compra de ações	A lógica deste benefício é a expectativa que o preço das ações subirá e os empregados poderão comprá-las a um preço mais baixo e, posteriormente, vendê-las pelo preço corrente do mercado. A utilização deste tipo de remuneração melhora a estrutura de governança e minimiza os conflitos de agência, fazendo aumentar o valor da empresa.	Silveira (2002)
SEG_DIF: Empresas participantes do Novo Mercado ou Nível 2	O fato da empresa participar de um segmento diferenciado de governança corporativa, como é o caso das empresas que participam do Novo Mercado e Nível 2 de governança corporativa, já é suficiente para menores possibilidades de ocorrência de conflitos de agência. Sendo assim, maior o valor da empresa.	Silveira (2002)

Fonte: Elaboração própria.

As demais variáveis independentes utilizadas foram: idade da empresa (RENDERS; GAEREMYNCK, 2012), número de funcionários (SILVEIRA, 2002; RENDERS; GAEREMYNCK, 2012), total de ativos (SILVEIRA, 2002; SILVEIRA; LANZANA; BARROS; FAMÁ, 2004; CAIXE; KRAUTER, 2013), total do lucro líquido (SILVEIRA, 2002; RENDERS; GAEREMYNCK, 2012), número de bolsas em que a empresa está listada (RENDERS; GAEREMYNCK, 2012).

Além disso, como variáveis *dummies* foram utilizadas: i) o tipo de acionista controlador. O tipo pode influenciar a estrutura de propriedade e controle da organização. Por exemplo, uma companhia sob controle estatal pode ser obrigada por lei a manter certa concentração de propriedade mínima, conforme aponta Silveira et al. (2008). Assim, foram utilizadas *dummies* para os seguintes tipos de controles acionários: propriedade estrangeira, propriedade privada nacional, propriedade estatal, propriedade familiar ou único investidor, propriedade por fundos de pensão, e propriedade por instituição financeira; e ii) o setor de atuação (SILVEIRA, 2002; SILVEIRA; LANZANA; BARROS; FAMÁ, 2004; RENDERS; GAEREMYNCK, 2012); CAIXE; KRAUTER, 2013).

3.3 Definição teórica e operacional das variáveis

A tabela 1 apresenta uma síntese dos construtos, das variáveis quantitativas e qualitativas e suas respectivas categorizações. Para as variáveis *dummies*, foram destacadas as respostas em Não e Sim, para as quais, respectivamente, atribuiu-se os números zero e um. As demais variáveis são numéricas.

Inicialmente, foi realizada uma análise de componentes principais com o objetivo de reduzir o número de variáveis e formar os construtos conflito, concentração acionária e governança corporativa. Para isso, adotou-se a metodologia de Nagar e Basu (2002), que consiste em obter uma média ponderada dos componentes obtidos na análise de componentes principais, em que os pesos decorrem de suas variâncias.

No construto conflito, o zero aponta para menor conflito enquanto o um para maior

conflito. Dessa forma, a redação das variáveis *dummies* de conflito foram elaboradas para apontar “1: Sim” (maior conflito) quando a frase estiver correta para a empresa. O construto concentração acionária foi feito somente a partir de variáveis quantitativas. Já no construto governança corporativa, o zero aponta para pior governança enquanto o um aponta para melhor governança.

Com relação às demais variáveis independentes utilizadas neste trabalho, valor da empresa, idade da empresa, número de funcionários, total de ativos, total do lucro líquido e número de bolsas em que a empresa está listada são variáveis quantitativas. Setor de atuação divide as áreas de atuação em 18 setores, sendo “outros setores” o valor de referência. E no tipo de acionista controlador, o zero indica a não existência de determinado tipo de controlador enquanto o um indica sua existência.

Tabela 1 - Síntese com siglas e apresentação das variáveis

Variáveis Dependentes	Sigla	Descrição	Categorias
Conflito	CLASSES	A empresa emite ações ordinárias e preferenciais	0: Não; 1: Sim
	PROP	Proporção entre ações ON e PN da empresa	-
	DIV	Dividendos pagos por ação	-
	AC_AC	Existem acordos de acionistas que modifiquem os direitos de votos	0: Não; 1: Sim
	PROT	A empresa não adota algumas medidas selecionadas de proteção aos acionistas	0: Não; 1: Sim
	CAM	A empresa não participa da Câmara de Arbitragem do Mercado	0: Não; 1: Sim
Valor da empresa	VALOR	Q de Tobin	-
Variáveis Independentes	Sigla	Descrição	Categorias
Concentração acionária	AC_MAJ	Percentual de ações detidas pelo acionista majoritário	-
Variáveis Independentes	Sigla	Descrição	Categorias
Governança corporativa	2AC	Percentual de ações detidas pelo segundo maior acionista	-
	FREE_FLOAT	Percentual de ações em circulação no mercado – <i>Free float</i>	-
	EXT	Há presença de membros externos no Conselho de Administração	0: Não; 1: Sim.
	TOT	O Conselho de Administração é composto por até 5 membros	0: Não; 1: Sim.
	INDEP	Grau de independência do conselho é superior à média do ano	0: Não; 1: Sim.
	SEG_CEO	Há segregação entre os ocupantes dos cargos de Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração	0: Não; 1: Sim.
	REM_VAR	A diretoria executiva recebe remuneração variável	0: Não; 1: Sim.
	REM_ACOES	A empresa possui algum tipo de plano de remuneração baseado na compra de ações	0: Não; 1: Sim.
	SEG_DIF	Empresas são participantes do Novo Mercado ou Nível 2 de Governança Corporativa	0: Não; 1: Sim.
	Idade da empresa	IDADE	Idade da empresa
Número de funcionários	FUNC	Nº de funcionários que a empresa possui /1000	-
Total de ativos	AT_TOT	Valor total dos ativos detidos pela entidade/1.000.000	-

Total do lucro líquido	L_LÍQUIDO	Valor total do lucro líquido que a empresa obteve ao final do ano/100.000	-
Número de bolsas em que a empresa está listada	BOLSAS	Número de bolsas em que a empresa está listada	-
Setor de atuação	Agro e Pesca	-	0: Não; 1: Sim.
	Alimentos e Bebidas	-	0: Não; 1: Sim.
	Comércio	-	0: Não; 1: Sim.
	Construção	-	0: Não; 1: Sim.
	Eletroeletrônicos	-	0: Não; 1: Sim.
	Energia Elétrica	-	0: Não; 1: Sim.
	Finanças e Seguros	-	0: Não; 1: Sim.
	Máquinas Industriais	-	0: Não; 1: Sim.
	Mineração	-	0: Não; 1: Sim.
	Outros	-	categoria de referência: <i>dummy</i> = 0
	Papel e Celulose	-	0: Não; 1: Sim.
	Petróleo e Gás	-	0: Não; 1: Sim.
	Química	-	0: Não; 1: Sim.
	Siderurgia e Metalurgia	-	0: Não; 1: Sim.
	Software e Dados	-	0: Não; 1: Sim.
Telecomunicações	-	0: Não; 1: Sim.	
Têxtil	-	0: Não; 1: Sim.	
Transporte Serviço	-	0: Não; 1: Sim.	
Veículos e peças	-	0: Não; 1: Sim.	
Tipo de acionista controlador	PE	O controlador da empresa é empresa estrangeira	0: Não; 1: Sim. Para valor da empresa: 0: Não; 1: Sim.
	PN	O controlador da empresa é empresa nacional	Para conflito: categoria de referência: <i>dummy</i> = 0 Para conflito: 0: Não; 1: Sim.
	EST	O controlador da empresa é um ente estatal (União, Estados ou Municípios)	Para valor da empresa: categoria de referência: <i>dummy</i> = 0
	FAM	O controlador da empresa é uma família fundadora ou um único investidor	0: Não; 1: Sim.
	FUNDP	O controlador da empresa é um fundo de pensão nacional	0: Não; 1: Sim.
	IFIN	O controlador da empresa é uma instituição financeira nacional	0: Não; 1: Sim.

Fonte: Elaboração própria.

Para verificar o impacto das variáveis independentes sobre conflito e valor da empresa, foram utilizadas regressões para dados em painel, utilizando-se ora conflito, ora valor da empresa como variável dependente. A opção pelas regressões com dados em painel se deu para evitar possíveis efeitos individuais e variados não explicáveis para cada ano em estudo. Para Gujarati e Porter (2011), a opção pelos dados em painel permite agrupar variáveis no tempo e no espaço, além de permitir o controle da heterogeneidade individual, a utilização de dados com maior poder de informação e a construção de modelos mais complexos. Logo, os modelos de dados em painel possibilitam uma análise mais completa das variáveis escolhidas.

No presente estudo, optou-se pela abordagem das Equações de Estimação Generalizadas

(*Generalized Estimating Equations* – GEE), por não ser necessário assumir o pressuposto de normalidade e pela facilidade de interpretação, os quais podem ser utilizados para modelagem de dados longitudinais, de acordo com Fitzmaurice, Laird e Ware (2011). Para Liang e Zeger (1986) é um caminho para contabilizar a correlação existente entre as medidas das mesmas empresas ao longo do tempo.

Assim, para conflito e valor da empresa, têm-se os seguintes modelos:

$$ICON_Pad_{it} = \beta_{0i} + \beta_1(ICA_Pad_{it}) + \beta_2(IGC_Pad_{it}) + \beta_3(IDADE_{it}) + \beta_4(FUNC_{it}) + \beta_5(AT_TOT_{it}) + \beta_6(L_LIQUIDO_{it}) + \beta_7(BOLSAS_{it}) + \beta_8(dSETOR_{it}) + \beta_9(dTIPOAC_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$VE_{it} = \beta_{0i} + \beta_1(ICA_Pad_{it}) + \beta_2(IGC_Pad_{it}) + \beta_3(IDADE_{it}) + \beta_4(FUNC_{it}) + \beta_5(AT_TOT_{it}) + \beta_6(L_LIQUIDO_{it}) + \beta_7(BOLSAS_{it}) + \beta_8(dSETOR_{it}) + \beta_9(dTIPOAC_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em que: i corresponde à i -ésima empresa da amostra – de 1 a 250; t : corresponde ao ano em análise – de 2012 a 2014; $\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_9$ são os coeficientes do modelo; ε é o termo de erro; $ICON_Pad$ é o indicador de conflito entre acionistas; VE é o valor da empresa de acordo com o Q de Tobin; ICA_Pad é o indicador de concentração acionária; IGC_Pad é o indicador de governança corporativa; $IDADE$ é a idade da empresa; $FUNC$ o número de funcionários; AT_TOT é o ativo total; $L_LIQUIDO$ é o lucro líquido; $BOLSAS$ o número de bolsas a que a empresa pertence; $dSETOR$ é a *dummy* para setor; e $dTIPOAC$ corresponde à *dummy* de tipo de acionista controlador. Os indicadores padronizados correspondem aos construtos obtidos a partir da análise de componentes principais.

Por fim, com o objetivo de agrupar as empresas que apresentaram comportamentos semelhantes referentes aos indicadores das variáveis dependentes conflito e valor da empresa, foi utilizada uma análise hierárquica de agrupamento, com base no método de Ward (1963), que forma grupos heterogêneos com elementos homogêneos e variância mínima, também utilizado por Dey (2008). Segundo Gujarati e Porter (2011), a análise de agrupamento é uma análise exploratória, que tem como objetivo a simplificação estrutural do objeto em estudo a partir da divisão dos elementos da amostra em grupos.

Como limitações metodológicas do estudo, é possível citar: i) a dificuldade em se estabelecer uma *proxy* para “conflito”, pois não existe uma única variável que possa representá-lo; ii) em relação à governança corporativa, foram selecionados os principais atributos característicos de uma boa governança, mas não todos eles, limitando-se o estudo aos atributos selecionados; iii) o fato de não se poder fazer generalizações para a relação entre as variáveis conflito e valor da empresa somente pela análise de agrupamento da amostra estudada.

4 Análise e Discussão dos Resultados

Primeiramente, neste capítulo, foi realizada uma análise descritiva das variáveis, seguida de uma análise de componentes principais com o intuito de reduzir dimensões e criar indicadores para os construtos: conflito, concentração acionária e governança corporativa. Posteriormente, foram feitas regressões utilizando-se dados em painel e, por fim, uma análise de agrupamento para segregar os resultados de acordo com as duas variáveis dependentes analisadas: conflito e valor da empresa.

A evolução das variáveis ao longo dos anos estudados está representada na tabela 2. Para as variáveis qualitativas, apresenta-se a frequência absoluta e a frequência relativa (entre parênteses), em cada ano de análise. Já para as variáveis quantitativas, apresenta-se a média e o desvio-padrão (entre parênteses).

O percentual de empresas que emitem ações ordinárias e preferenciais se manteve estável

ao longo dos anos em estudo em 40,8%. Logo, a maioria das empresas da amostra emite apenas ações ordinárias, sendo tal conduta preferível, uma vez que se presume menor conflito, já que todos os acionistas possuem direito de voto e participam da tomada de decisões;

Em relação às medidas de proteção aos acionistas, o percentual de empresas que não adotavam medidas selecionadas de proteção ao acionista, de acordo com na tabela 2 diminuiu ao longo dos anos, passando de 46% em 2012, 40% em 2013 e 39,6% em 2014. Este resultado indica que as empresas vêm se preocupando, cada vez mais, em proteger seus acionistas.

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis ao longo do tempo

	Variável	Ano		
		2012	2013	2014
Conflito	Empresas que emitem ações ordinárias e preferenciais	102 (40,8%)	102 (40,8%)	102 (40,8%)
	Proporção entre ações ON e PN da empresa	1,3 (6,5)	1,6 (7,2)	1,5 (6,7)
	Dividendos pagos por ação	1,1 (4,9)	0,8 (2,9)	0,8 (2,3)
	Empresas que não possuem acordos de acionistas	144 (57,6%)	144 (57,6%)	144 (57,6%)
	Empresas que não adotam algumas medidas de proteção	115 (46,0%)	100 (40,0%)	99 (39,6%)
	Empresas que não participam da Câmara de Arbitragem do Mercado	106 (42,4%)	99 (39,6%)	99 (39,6%)
Valor da empresa	Q de Tobin	0,9 (2,1)	0,6 (1,2)	0,6 (1,0)
Concentração acionária	Percentual de ações detidas pelo acionista majoritário	40,1 (22,6)	40,2 (22,7)	40,9 (22,9)
	Percentual de ações detidas pelo segundo maior acionista	12,8 (8,9)	12,3 (8,6)	12,6 (8,7)
	Percentual de ações em circulação no mercado – <i>Free float</i>	32,6 (19,9)	47,3 (25,9)	45,4 (26,9)
Governança corporativa	Há presença de membros externos no Conselho de Administração	165 (66,0%)	174 (69,6%)	184 (73,6%)
	O Conselho de Administração é composto por até 5 membros	43 (17,2%)	41 (16,4%)	34 (13,6%)
	Grau de independência do conselho é superior à média do ano	104 (41,6%)	102 (40,8%)	128 (51,2%)
	Há segregação entre os ocupantes dos cargos de Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração	208 (83,2%)	223 (89,2%)	220 (88,0%)
	A diretoria executiva recebe remuneração variável	190 (76,0%)	196 (78,4%)	206 (82,4%)
	A empresa possui algum tipo de plano de remuneração baseado na compra de ações	135 (54,0%)	141 (56,4%)	146 (58,4%)
	Empresas participantes do Novo Mercado e Nível 2 de Governança Corporativa	118 (47,2%)	130 (52,0%)	130 (52,0%)
Variáveis independentes*	Idade da empresa	27,8 (17,1)	28,8 (17,1)	29,8 (17,1)
	Nº de funcionários que a empresa possui /1000	9,4 (21,8)	9,7 (23,1)	9,7 (23,1)
	Valor total dos ativos detidos pela entidade/1.000.000	26,2 (146,4)	21,1 (109,0)	23,6 (122,0)
	Lucro Líquido/100.000	5,11 (2,2)	4,37 (2,5)	4,16 (2,6)
	Bolsas	1,2 (0,6)	1,2 (0,6)	1,2 (0,6)

Fonte: Resultados da pesquisa.

* As variáveis independentes binárias, tipo de acionista e setor de atuação da empresa, não foram apresentadas, mas se encontram à disposição com os autores.

O percentual de ações detidas pelo acionista majoritário e pelo segundo maior acionista se manteve estável ao longo dos anos, em torno de 40% e 12%, respectivamente. No que se refere ao

acionista majoritário, o percentual encontrado é menor do que o percentual encontrado por Silveira (2002) e Silveira et al. (2004), mas ainda assim é considerado alto, comprovando que no Brasil ainda predomina a alta concentração de capital nas mãos de um único acionista.

Para Caixe e Krauter (2013), que também verificaram alta concentração nas mãos do acionista majoritário no mercado brasileiro, este resultado não é ruim, uma vez que a concentração de poder pode ter um impacto positivo no valor de mercado da empresa em virtude do monitoramento eficiente por parte do controlador. Nesse sentido, a pesquisa de Leal e Silva (2008) evidenciou que a presença de um único controlador não é vista como negativa.

Renders e Gaeremynck (2012) também encontram alta concentração no mercado europeu, o que representa para as autoras um forte indicador de conflito, pela possibilidade de expropriação da riqueza dos acionistas não controladores por parte do controlador.

A evolução da variável que representa o percentual de ações em circulação no mercado, que aumentou de 32,6% em 2012 para 45,4% em 2014, aponta para uma tendência de pulverização do capital, fenômeno já presente em economias mais desenvolvidas, como nos Estados Unidos e Reino Unido. Já o percentual de empresas que emitem apenas ações ordinárias se manteve constante ao longo dos anos.

Ainda na tabela 2, é possível observar que as empresas vêm melhorando, de um modo geral, a qualidade e as práticas de governança corporativa. O percentual de empresas que possuem membros externos no Conselho de Administração passou de 66% em 2012 para 73,6% em 2014. Além disso, diminuiu o percentual de empresas que possuem até 5 membros no Conselho de Administração e aumentou o percentual de empresas que utilizam de incentivos como remuneração variável para a diretoria executiva e remuneração baseado na compra de ações.

Visando reduzir o número de dimensões dos construtos, realizou-se a análise de componentes principais, com base na metodologia proposta por Nagar e Basu (2002). Nas tabelas 3, 4 e 5 apresentam-se os resultados da aplicação da metodologia para os construtos conflito, concentração acionária e governança corporativa, aos quais foram atribuídos pesos para cada uma de suas variáveis de acordo com a correlação verificada.

É possível observar, por meio da tabela 3, que a primeira componente (PC-1) foi capaz de explicar 54,8% da variabilidade dos dados, tendo apresentado pesos negativos para as variáveis DIV e AC_AC e positivo para as demais. Já a segunda componente foi capaz de explicar 25% da variabilidade dos dados. As quatro últimas componentes foram capazes de explicar pouco mais de 20% da variabilidade dos dados.

Das variáveis do construto conflito (ICON_Pad), as duas que mais impactaram no indicador foram dividendos e proporção entre ações ordinárias e preferenciais, com aproximadamente 45% de importância relativa. Ou seja, observando o sinal das variáveis, é possível afirmar que, quanto menor os dividendos e maior a proporção entre ações ordinárias e preferenciais, mais conflitos.

Tabela 3 - Análise de componentes principais para conflito

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

Fonte: Resultados da pesquisa.

Em relação aos dividendos, o resultado corrobora com o estudo de Gonzaga e Costa (2009), que entendem que a política de distribuição de dividendos é um dos focos principais de conflitos entre acionistas. Em relação à proporção de ações ordinárias e preferenciais, o resultado encontra-se em sintonia com o posicionamento de Silveira (2002), Gonzaga e Costa (2009), Renders e Gaeremynck (2012), Caixe e Krauter (2013) e Balassiano e Branco (2014), haja vista que essa proporção é justamente a mensuração da separação entre direitos de voto e direitos ao fluxo de caixa, tido como um dos principais focos de conflitos entre os acionistas.

De acordo com os pesos finais da penúltima coluna e considerando os pesos de todas as componentes ponderados pelas suas respectivas variâncias, na tabela 4, o indicador criado para concentração acionária (ICA_Pad) tem a seguinte interpretação: Quanto maior o percentual de ações detidas pelo acionista majoritário (AC_MAJ) e pelo segundo acionista majoritário (2AC) e quanto menor o percentual de ações em circulação no mercado (FREE_FLOAT), maior a concentração acionária.

Tabela 4 - Análise de componentes principais para concentração acionária

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

Fonte: Resultados da pesquisa.

Por meio da tabela 5, é possível observar que o indicador criado para governança corporativa (IGC_Pad) mostra a seguinte relação: quanto menor a variável TOT e quanto maior as variáveis EXT, INDEP, SEG_CEO, REM_VAR, REM_ACOES e SEG_DIF (em razão do sinal positivo em PC-1) melhor a governança corporativa.

Tabela 5 - Análise de componentes principais para governança corporativa

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

Fonte: Resultados da pesquisa.

Em seguida, a partir dos indicadores calculados para conflito, concentração acionária e governança corporativa e das demais variáveis apresentadas, foram estimados os modelos (ver equações 2 e 3), utilizando-se as funções do pacote *geepack* (HALEKOH, HOJSGAARD e YAN, 2006) do *software* R. Os resultados podem ser visualizados na tabela 6. As variáveis independentes foram capazes de explicar 51,9% da variável conflito (ICON_Pad), de acordo com o R² calculado a partir da estatística de Wald GEE proposta por Natarajan et al. (2007). Da mesma forma, as variáveis independentes explicam 33,7% do valor da empresa.

Ao avaliar os coeficientes da regressão e suas respectivas significâncias para conflito na tabela 6, é possível verificar que existe uma influência significativa (p-valor = 0,040) e positiva

(coeficiente de 0,022) da concentração acionária sobre o conflito; existe uma influência significativa (p-valor menor que 0,001) e negativa (coeficiente de -0,065) da governança corporativa sobre o conflito; não houve diferença significativa entre os tipos de acionista controlador, não sendo possível afirmar que os tipos de acionista controlador exerçam influência sobre os conflitos entre acionistas.

Ao avaliar os coeficientes da regressão e suas respectivas significâncias para valor da empresa na tabela 6, não foi possível comprovar que existe relação significativa (p-valor = 0,954) entre concentração acionária e valor da empresa. Também não foi possível comprovar que existe relação significativa (p-valor = 0,627) entre governança corporativa e valor da empresa. Somente as variáveis idade e lucro líquido, além de algumas *dummies* de setor foram significativas a 5% para explicar o valor da empresa.

Tabela 6 – Resultados das estimações dos modelos para conflito e valor da empresa

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

Fonte: Resultados da pesquisa.

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

A influência positiva do indicador de concentração acionária sobre o indicador de conflito entre principais confirma a “Hipótese 1a” e corrobora os achados de Renders e Gaeremynck (2012). Segundo as autoras, em estruturas de propriedade concentradas, o principal conflito de agências que surge é o que ocorre entre acionistas controladores e não controladores.

A influência negativa do indicador de governança corporativa sobre o conflito confirma a “Hipótese 1b”. Estes resultados encontram-se alinhados aos obtidos por Brandão e Crisóstomo (2015) – que apuraram que a concentração de propriedade, utilizada como proxy de conflito entre principais, tem um efeito adverso sobre a qualidade da governança corporativa, Renders e Gaeremynck (2012) – que confirmaram que a severidade do conflito de agência principal-principal está associado negativamente com a boa governança corporativa, e Crisóstomo, Brandão e López-Iturriaga (2020) – que observaram que a concentração acionária, como proxy de conflito entre acionistas, é prejudicial à qualidade do sistema de governança corporativa e que os acionistas não dominantes, não são capazes de desafiar o poder do principal detentor do bloco.

A “Hipótese 2a”, que presume que empresas com maior concentração acionária possuem menor valor da empresa não foi confirmada. Este achado é contrário aos resultados de Leal e Silva (2008), já que verificaram que as empresas que têm menor conflito, como por exemplo, medido pelo maior *payout* de dividendos, são valorizadas pelo mercado. Também Caixe e Krauter (2013) verificaram a existência de relação entre concentração de direitos sobre o fluxo de caixa do acionista controlador e o valor de mercado das firmas. Enquanto Silveira *et al.* (2004) identificaram uma relação negativa, mas não significativa.

Como destacado na tabela 2, a maioria das variáveis utilizadas do construto governança corporativa apresentou um aumento nos percentuais ao longo do tempo, o que indica que as empresas estão cada vez mais preocupadas em adotar boas práticas de governança. Porém, a não significância do indicador de governança corporativa sobre o valor da empresa rejeita a “Hipótese 2b” que previa uma relação positiva entre a governança corporativa e o valor da empresa. Assim, este achado diverge do estudo de Silveira (2002), que apurou que quanto melhores as práticas de governança corporativa, maior tende a ser o valor da empresa. Renders e Gaeremynck (2012) também verificaram que a boa governança corporativa associada a um ambiente mais transparente aumenta o valor da empresa, mesmo em firmas que possuam conflitos internos, o que denota que a boa governança é capaz de mitigar efeitos negativos dos conflitos entre principais.

Com o objetivo de agrupar as empresas que apresentaram comportamentos semelhantes referentes a conflito e valor da empresa, foi utilizada a análise hierárquica de agrupamento baseada no método de Ward (1963). Esta forma de análise exploratória foi adotada como um complemento à análise, dado que as variáveis conflito e valor da empresa foram empregadas em modelos distintos.

Para a realização do agrupamento, foram consideradas as médias anuais de conflito e valor da empresa de cada empresa. O número de grupos foi definido por meio da realização de cortes nas zonas onde as separações entre as classes correspondiam a grandes distâncias, tendo sido a amostra dividida em 4 grupos.

A tabela 7 mostra que os grupos 1 e 2 contêm a maior parte das empresas da amostra (193 observações) e se caracterizam por apresentar, respectivamente, as menores médias dos indicadores valor da empresa (-0,094 e 0,566) e as maiores médias de conflito (0,607 e 0,601). Já os grupos 3 e 4 se caracterizam por apresentar, respectivamente, as maiores médias do indicador valor da empresa (1,378 e 3,780) e as menores médias de conflito (0,563 e 0,564), contemplando o restante das empresas da amostra (57 observações).

Assim, com a análise de agrupamento encontraram-se resultados similares ao estudo de Renders e Gaeremynck (2012) para o mercado europeu, que entendem que quanto maiores forem as probabilidades e o grau dos conflitos entre acionistas, menor o valor da empresa e que a ocorrência de conflitos está inversamente relacionada com o valor da empresa.

Tabela 7 - Apresentação dos perfis dos grupos

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

Fonte: Resultados da pesquisa.

A metodologia empregada não permite realizar generalizações e inferências sobre os resultados encontrados. Entretanto, permite constatar que a “Hipótese 3” é suportada para a amostra composta das 250 empresas brasileiras do estudo.

5 Conclusão

Os objetivos principais desta pesquisa consistiram em: i) analisar a relação de concentração acionária e governança corporativa com o conflito de acionistas; ii) analisar a relação de concentração acionária e governança corporativa com o valor das empresas; e iii) explorar a associação entre conflito de acionistas e valor da empresa. Utilizou-se um conjunto de variáveis que demonstraram estar vinculadas à gravidade dos conflitos entre acionistas, por meio do aumento da capacidade dos acionistas controladores de extraírem benefícios privados e da expropriação de acionistas não controladores. Dessa forma, foi possível construir uma *proxy* para a conflito entre principais.

Este estudo amplia pesquisas anteriores no Brasil, que utilizam, em sua maioria, como *proxy* para conflito, a concentração acionária e a dualidade de classes de ações, e sugere uma nova variável referente à participação das empresas na Câmara de Arbitragem do mercado. A partir das variáveis propostas foram construídos índices para conflito, concentração acionária e governança corporativa utilizando-se da análise de componentes principais.

Por meio da análise de regressão com dados em painel foi verificada uma relação significativa e positiva de concentração acionária e conflito e uma relação significativa e negativa de governança corporativa e conflito. Os resultados indicam que a concentração acionária agrava o conflito e a melhora na qualidade da governança corporativa tende a diminuir os conflitos entre acionistas, confirmando ambas hipóteses. Já as hipóteses que avaliavam a relação da concentração acionária e a governança corporativa sobre o valor da empresa não foram verificadas.

Adicionalmente, através da análise de agrupamento das empresas da amostra, foi possível verificar que os grupos de empresas que apresentam as maiores médias para conflito são os mesmos que possuem menores médias para valor da empresa, o que sugere que os conflitos entre acionistas, ao estarem associados à menor qualidade de governança podem afetar negativamente no valor da empresa. Este resultado é semelhante ao observado por Renders e Gaeremynck (2012) em empresas europeias, podendo-se encontrar um paralelo entre ambos mercados pela predominância do sistema jurídico *code law*, onde a proteção legal, no sentido de proteger os não controladores, não é forte.

Os conflitos entre acionistas podem trazer reflexos econômicos negativos, tanto para os acionistas não controladores, como para a empresa e a sociedade. Para evitar que os conflitos tomem proporções maiores, prejudicando a empresa, surge a necessidade de um cenário de maior transparência na administração da companhia a fim de proporcionar o equilíbrio nas relações, conferindo mais segurança e proteção às partes.

Dada a relevância do desenvolvimento do mercado de capitais para a economia brasileira, os resultados da pesquisa são importantes do ponto de vista regulatório, porque evidenciam os aspectos da governança corporativa que precisam ser melhorados para permitir uma maior proteção aos acionistas não controladores e assim aumentar a confiança do investidor em divulgações corporativas. Este estudo contribui para a literatura de governança no ambiente brasileiro onde o conflito de agência principal é entre os acionistas controladores e não controladores. Para futuras pesquisas, sugere-se a ampliação do período estudado e a extensão do estudo a outros países latino-americanos, onde também prevalece a alta concentração acionária.

Referências

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

BRANCO, Luiza Szczerbacki Castello; BALASSIANO, Marcel Grillo. Principal versus principal conflicts in the Brazilian context. **Investment Management and Financial Innovations**, v. 10, n. 4, p. 80–87, 2013. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10438/25054>

BRANDÃO, Isac de Freitas; CRISÓSTOMO, Vicente Lima. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 3, p. 438-469. 2015. <http://dx.doi.org/10.12660/rbfin.v13n3.2015.45739>

CAIXE, Daniel Ferreira; KRAUTER, Elizabeth. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 24, n. 62, p. 142-153, mai./ago. 2013. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772013000200005>

CARNEY, Michael; GEDAJLOVIC, Eric; SUR, Sujit. Corporate governance and stakeholder conflict. **Journal of Management and Government**. v.15, p. 483-507, 2011. <https://doi.org/10.1007/s10997-010-9135-4>

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; LANG, H. P. The separation of ownership and control in East Asian. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 81-112, 2000. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)

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

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

DEY, Aiyasha. Corporate governance and agency conflicts. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 5, dez. 2008. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00301.x>

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

GONZAGA, Rosimeire Pimentel; COSTA, Fábio Moraes. A relação entre o conservadorismo

contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 95-109, mai./ago. 2009. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000200007>

GORGA, Erica. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. **Cornell Law Faculty Working Papers**, Paper 42, 2008. https://scholarship.law.cornell.edu/clsops_papers/42

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

KALEKOH, Ulrich; HOJSGAARD, Soren; YAN, Jun. The R Package geePack for Generalized Estimating Equations. **Journal of Statistical Software**. v. 15, n. 2, Jan. 2006. <https://doi.org/10.18637/jss.v015.i02>

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

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, 1999. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, fev. 2000. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>

LARCKER, David; RICHARDSON, Scott; TUNA, Irem. Corporate Governance, Accounting Outcomes and Organizational Performance. **The Accounting Review**, v. 82, n. 4, p. 963-1008. 2007. <https://aaapubs.org/doi/pdf/10.2308/accr.2007.82.4.963>

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, Andre Luiz Carvalhal da. Controle compartilhado e o valor das empresas brasileiras. **RAC-Eletrônica**, v. 2, n. 2, p. 296-310, 2008.

LEAL, Ricardo; FERREIRA, Vicente; SILVA, André Carvalhal; VALADARES, Silvia. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **RAC -Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, p. 7-18, jan./abr. 2002. <https://doi.org/10.1590/S1415-6552002000100002>

LIANG, Kung-Yee; ZEGER, Scott. Longitudinal Data Analysis using generalized linear models, **Biometrika**, v. 73, n. 1, p. 13-22, abr. 1986. <https://doi.org/10.1093/biomet/73.1.13>

LINS, Karl V. Equity ownership and firm value in emerging market. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 1, p. 159-184, mar. 2003. <https://doi.org/10.2307/4126768>

NAGAR, A. L.; BASU, S. R. Weighting sócio-economic indicators of human development: a latent variable approach. In: ULLAH et al. (Org.). **Handbook of applied econometrics and statistical inference**. New York: Marcel Dekker, 2002.

NATARAJAN, Sundar; LIPSITZ, Stuart; PARZEN, Michael; LIPSHULTZ, Stephen. A measure

of partial association for generalized estimating equations. **Statistical Modelling**, v.7, n. 2, p. 175-190, 2007. <https://doi.org/10.1177%2F1471082X0700700204>

PENG, Mike; SAUERWALD, Steve. Corporate Governance and Principal-Principal Conflicts. In: **The Oxford Handbook of Corporate Governance**. Oxford: Oxford University Press. 2012. pp.658-672.

RENDERS, Annelies; GAEREMYNCK, Ann. Corporate governance, principal-principal agency conflicts, and firm value in european listed companies. **Corporate Governance: An International Review**. v. 20, n. 2, p. 125-143, mar. 2012. <https://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00900.x>

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no brasil**. 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Atributos Corporativos e Concentração Acionária no Brasil. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 51-66, abr./jun. 2008. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902008000200005>

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

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Governança Corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**. V. 12, n. 3, p. 763-788, 2008. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552008000300008>

WARD, Joe. Hierarchical Grouping to Optimize an Objective Function, **Journal of the American Statistical Association**, v. 58, n. 301, p. 236-244, mar. 1963. <https://doi.org/10.1080/01621459.1963.10500845>

* Versão preprint do artigo foi apresentada no X Congresso da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Ribeirão Preto, SP, Brasil, junho de 2016.