

ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E ACORDO DE ACIONISTAS: UM ESTUDO COM EMPRESAS BRASILEIRAS

ANDRÉ LEONARDO PRUNER DA SILVA

Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI
andrepruner@gmail.com

JEFERSON LANA

Fundação Getúlio Vargas
jeff@rovian.com.br

GIOVANA BUENO

Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI
giovanabueno@univali.br

CARIN KOETZ DINIZ DA COSTA

Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI
carink06@gmail.com

ROSILENE MARCON

Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI
rmarcon@univali.br

ÁREA TEMÁTICA

ESTRATÉGIA EM ORGANIZAÇÕES - GOVERNANÇA CORPORATIVA

TÍTULO DO TRABALHO

ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E ACORDO DE ACIONISTAS: UM ESTUDO COM EMPRESAS BRASILEIRAS

RESUMO

Os conflitos decorrentes das divergências de interesses entre acionistas e seus administradores têm sido objeto de estudo nas organizações. A fim de alinhar interesses e minimizar os problemas de agência existentes, as organizações utilizam-se de mecanismos de incentivo e controle da governança corporativa, dentre os quais se encontram a estrutura de propriedade e os acordos de acionistas. O objetivo deste trabalho consiste em analisar o nível de concentração da estrutura de propriedade de empresas e sua relação com a presença de acordo de acionistas, em suas tipologias. O método utilizado foi um estudo descritivo, com abordagem quantitativa, em uma análise de dados de uma amostra de 551 empresas brasileiras de capital aberto, no período de 1999 a 2013. Os resultados apontam que empresas com propriedade mais concentrada tendem a não ter acordos de acionistas, explicado pelo fato delas já apresentarem poder de voto suficiente para garantir seus interesses. Entretanto, foi observado que a concentração de propriedade entre os três maiores sócios influencia positivamente a presença de acordo dos acionistas, uma vez que o objetivo seja garantir seus interesses, tanto por meio das cláusulas nos acordos, como pela garantia da elegibilidade de membros no conselho de administração e bloqueio de ações.

Palavras-chaves: Estrutura de Propriedade. Acordo de Acionistas. Governança Corporativa.

ABSTRACT

The conflicts arising from the differences of interest between shareholders and managers have been the object of study in organizations. To align interests and minimize agency problems, organizations make use of incentive and control mechanisms of corporate governance, which include the ownership structure and shareholder agreements. The objective of this paper is to analyze the level of ownership structure concentration of companies and their relationship with the presence of a shareholders' agreement in their typologies. The method used was a descriptive study with a quantitative approach in an analysis of data from a sample of 551 Brazilian listed companies in the period of 1999-2013. The results showed that the firms with more concentrated ownership tend not to have shareholder agreements, explained by the fact that they have presented sufficient market power to ensure their interests vote. However, it was observed that the concentration of ownership among the three largest shareholders positively influences the probability of presence of shareholders' agreement, since the objective is to guarantee their interests, both through the clauses in the agreements, such as ensuring the eligibility of members on the board and locking actions.

Key-words: Ownership Structure. Shareholders Agreement. Corporate Governance.

1- INTRODUÇÃO

Os conflitos decorrentes das divergências de interesses entre os acionistas e os seus administradores têm sido objeto de estudo nas organizações. A preocupação em alinhar estes interesses e minimizar os conflitos, direcionando os esforços para ir ao encontro dos objetivos da firma, tornou-se primordial nesta relação de agência. A teoria da agência tem aplicações na área de estudos da economia financeira, cuja premissa fundamental consiste na crença de que os atores definem de forma racional as suas escolhas, baseando-se na abordagem de que, existindo um leque de opções para o indivíduo, ele escolherá aquela que irá maximizar seus interesses próprios (ARROW, 1985; EISENHARDT, 1989; JENSEN; MECKLING, 1976). A teoria da agência está amparada na separação entre a propriedade e o controle, tendo como lógica subjacente à questão dos conflitos. Dessa forma, a fim de alinhar os interesses entre o acionista e o administrador, as organizações utilizam-se da governança corporativa como um conjunto de mecanismos de incentivo e de controle. Estes mecanismos, internos e externos, buscam minimizar os conflitos existentes entre os gestores e os acionistas, assim como, entre os próprios acionistas majoritários e minoritários, incentivando os gestores a tomarem decisões em prol da maximização do valor da firma e de uma melhor alocação dos recursos, mitigando os custos decorrentes desta relação de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Dentre estes mecanismos de governança corporativa encontram-se a estrutura de propriedade (interno) e os acordos de acionistas como sistema legal de regulação (externo) (DENIS; McCONNELL, 2003).

Os estudos relativos à estrutura de propriedade e as consequências da concentração e dispersão do controle de uma companhia têm sido foco de diversos autores que buscam averiguar as vantagens e desvantagens destas estruturas (CLAESSENS; DJANKOV; FAN; LANG, 2002; DENIS; McCONNELL, 2003; SHLEIFER; VISHNY, 1986, 1997). Uma estrutura de propriedade concentrada poderá limitar os problemas de agência, uma vez que terá um monitoramento mais eficiente, pois uma maior concentração nas mãos de um só acionista gerará incentivos e poder para monitorar melhor os negócios a um menor custo, da mesma forma, o conflito de interesses entre acionistas majoritários e minoritários, em uma estrutura de propriedade dispersa, poderá gerar mais problemas de agência, uma vez que, os que detêm menor parcela do capital podem ter suas riquezas expropriadas pelo controlador de diversas maneiras (JENSEN; MECKLING, 1976). Nesse contexto, com o intuito de estabelecer um aporte jurídico e assegurar ao acionista minoritário o cumprimento das regras definidas, os acordos de acionistas podem ser estabelecidos nas organizações como um sistema legal de regulação, classificando-se em acordo de voto e controle; e acordo de ações, buscando evitar possíveis abusos (CARVALHOSA, 2003) e disciplinar a divisão do poder de controle entre os acionistas na condução da companhia (RIBEIRO, 2001).

A contribuição que se espera dar aos estudos organizacionais encontra-se na discussão teórica dessas diferentes abordagens, estabelecendo a questão do nível de concentração da estrutura de propriedade das empresas e a sua relação nos acordos de acionistas, em suas tipologias, como ponto chave no sentido de minimizar os conflitos de agência, promover o alinhamento de interesses e obter excelência na relação entre estas duas variáveis. O tema apresenta sua importância para a prática da estratégia na abordagem dos mecanismos de governança corporativa, cujo objetivo consiste em minimizar os problemas decorrentes da existência de interesses distintos entre o acionista e o administrador das companhias.

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

O trabalho está estruturado da seguinte forma: na seção 2 será apresentada a fundamentação teórica, a qual aborda a teoria da agência, a governança corporativa, a estrutura de propriedade e os acordos de acionistas. A seguir, na seção 3 será descrita a metodologia de pesquisa utilizada, a qual é seguida pela análise dos resultados, na seção 4. Posteriormente, na seção 5, serão tecidas as considerações finais do trabalho.

2- PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVO

Pesquisadores têm se preocupado em investigar as características da estrutura de propriedade das empresas (CABLE, 1978; CHO, 1998; CLAESSENS; DJANKOV; LANG, 2000; CLAESSENS *et al* 2002, DEMSETZ; LEHN, 1985; MONSEN; CHIU; COOLEY, 1968; KAMERSCHEN, 1968; RADICE, 1971; STEER; HIMMELBERG; HUBBARD; PALLIA, 1999; THOMSEN; PEDERSEN, 2000), sendo que no Brasil alguns trabalhos se destacam como de Valadares e Leal (2000), Silveira, Barros e Silveira (2004), Leal (2004), Leal e Silva (2008) que analisaram a composição da estrutura de propriedade em empresas brasileiras de capital aberto. Em todos esses trabalhos os resultados encontrados são muito semelhantes, onde evidencia a estrutura de propriedade concentrada nas firmas brasileiras. Embora, esses autores tenham analisado a presença de acordos de acionistas, e afirmarem que tais mecanismos podem ser utilizados a fim de garantir algum interesse sobre outros acionistas, não houve um detalhamento da natureza desses acordos, bem como, se a presença deles foi influenciada pela concentração na estrutura de propriedade.

O objetivo geral do presente estudo consiste em analisar o nível de concentração da estrutura de propriedade de empresas e sua relação com a presença de acordo de acionistas, em suas tipologias, conforme apresentadas por Carvalhosa (2003). Sob a perspectiva do conceito de mecanismos de governança definido por Denis e McConnell (2003) o foco deste estudo recai na estrutura de propriedade (interno) como variável independente, e no acordo de acionistas como sistema legal e de regulação (externo) como variável dependente. Para atingir este objetivo foram necessários desdobramentos nos seguintes objetivos específicos: a) determinar a situação da concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto; b) medir o nível de influência da concentração de propriedade na presença de acordo de acionistas e, c) verificar a interação entre os tipos de acordos.

3- REFERENCIAL TEÓRICO

3.1 Teoria da Agência

As relações de conflitos de interesses dentro das firmas, advindas da separação entre a propriedade e o controle, há muito tempo vem sendo o foco de diversos pesquisadores. Um dos trabalhos seminais nesse sentido foi realizado por Berle e Means (1932), o artigo nominado *The Modern Corporation and Private Property* é considerado seminal à governança corporativa, pois versa a respeito da dispersão da propriedade, de modo que, segundo os autores, quanto mais acentuada aumentaria a propensão dos agentes agirem de acordo com seus interesses. No entanto, apesar das contribuições teóricas apontadas por Berle e Means foi a teoria da agência de Jensen e Meckling (1976) que abordou, de maneira mais eficaz, essa relação. A teoria da agência tem como pressuposto teórico de que os seres humanos têm um limite de racionalidade, são interesseiros e propensos ao oportunismo (EISENHARDT, 1989; JENSEN; MECKLING, 1976). Dessa maneira, ela busca resolver os problemas de agência advindos da relação entre o principal e o agente.

A relação de agência pode ser caracterizada como um contrato sob o qual uma pessoa (principal) contrata outra pessoa (agente), para prestar algum serviço que envolva a delegação

de autoridade para a tomada de decisão do agente (JENSEN; MECKLING, 1976). Assim, a delegação de autoridade na tomada de decisão torna-se problemática devido à divergência de interesses entre o principal e o agente e a dificuldade em monitorar perfeitamente e sem custos suas ações (ARROW, 1985). Os custos de agência envolvem todos os gastos feitos pelo principal a fim de atenuar as divergências de interesses na atuação do agente. Esses custos compreendem a definição de incentivos para que o agente seja estimulado a agir de acordo com os interesses do principal, os custos de monitoração e controle do trabalho do agente, bem como, as perdas residuais que envolvem a redução do valor da empresa devido às relações de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Os problemas de agência decorrem, em parte, de informações incompletas e da aversão ao risco. Dessa maneira, os custos de agência podem ser reduzidos melhorando-se o fluxo de informações e minimizando-se o risco por meio de contratos ótimos de compensação (GRINBLATT; TITMAN, 2005).

Para Barney e Hesterly (2004) os problemas de agência são minimizados por meio do monitoramento do comportamento e/ou desempenho do agente e dos vínculos relativos a acordos que ora penalizam os agentes ao agirem de maneira que não atendam aos interesses do principal, ora os gratificam por alcançar as metas estabelecidas por eles. Assim, o contrato passa a ser central na teoria da agência, pois será o mecanismo que tornará possível esta relação delegando a autoridade, definindo as trocas e mitigando o comportamento oportunista. Contudo, devido à racionalidade limitada, que envolve a incapacidade de prever todas as possíveis contingências, e a assimetria informacional, em que uma parte dispõe de mais informações do que a outra, os contratos tornam-se incompletos (BARON; KREPS, 1999; ROBERTS, 2005). Para Jensen e Meckling (1976) não há contrato que possa eliminar todas as incertezas ou que possa resolver todos os conflitos de interesses, tornando-se necessário, por meio da governança corporativa, estabelecer um conjunto de mecanismos internos e externos de incentivo e controle, que possibilitará minimizar os custos decorrentes do problema de agência.

3.2 Governança Corporativa

Visto que há necessidade de alinhar os interesses entre o principal e o agente (FAMA; JENSEN, 1983; JENSEN; MECKLING, 1967), um sistema efetivo de decisões precisa ser implantado, de tal modo que separaria o controle - ratificação e monitoramento - da administração - implementação e execução (FAMA; JENSEN, 1983). Nesse sentido, Shleifer e Vishny (1997) apontam que a governança corporativa é formada por uma série de restrições que os agentes impõem a si mesmos, ou os investidores (aqueles que detêm o capital) impõem sobre eles, a fim de deduzir a má alocação de recursos. Portanto, pode-se definir governança corporativa como um conjunto de mecanismos que incentivam o agente(s) a tomar decisões de modo que maximize o valor da firma para o principal(s) (DENIS; McCONNELL, 2003).

Jensen (1993) aponta quatro forças de controle (mecanismos) que assumem esse papel, são elas: o mercado de capitais; sistema político, regulatório e legal; o mercado competitivo; e por fim os mecanismos internos. Denis e McConnell, (2003) utilizam uma classificação e nomeação diferente, no entanto, elas não divergem totalmente, complementam-se. São elas agrupadas em dois grupos: mecanismos internos e externos. Estes são formados pelo Mercado de Aquisições Hostis e o Sistema Legal e de Regulação. Aqueles, subdivididos em: Conselho de Administração e Estrutura de Propriedade. Sob a perspectiva do conceito de mecanismos de governança definido por Denis e McConnell (2003) o foco deste estudo recai na estrutura de propriedade (interno), bem como no sistema legal e de regulação (externo).

3.3 Estrutura de Propriedade

Com relação aos estudos da estrutura de propriedade a literatura reconhece a existência de vantagens e desvantagens relacionadas entre o nível de concentração da propriedade. A presença de um acionista controlador pode, algumas vezes, acarretar em benefícios à firma, pois como o principal dispõe de um grande percentual de controle, os problemas de agência – *free-rider* - gerados através da dispersão não existiriam. Além disso, esse acionista tem muito capital alocado na firma, portanto, um elevado interesse em maximizar o seu valor (CLAESSENS; DJANKOV; FAN; LANG, 2002; DENIS; McCONNELL, 2003; SHLEIFER; VISHNY, 1986, 1997). Esses benefícios são denominados pela literatura como *efeito alinhamento*. Por outro lado, embora, o controle excessivo seja ideal para mitigar os problemas de agência – principal/agente - grandes acionistas possuem seus próprios interesses. Nem sempre essas motivações coincidem com os objetivos de outros acionistas (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Dessa maneira, os conflitos de agência estão associados entre o acionista controlador e os minoritários (DENIS; McCONNELL, 2003; LA PORTA; LOPES-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999, 2002). Estes, que detêm menor parcela do capital podem ter suas riquezas expropriados pelo controlador de várias maneiras, por meio da auto nomeação em cargos de diretoria e conselho, pagamento de salários excessivos, bem como através de práticas comerciais com empresas do próprio grupo controlador - *efeito entrenchamento*.

Questões legais também apresentam um importante papel sob os mecanismos de governança corporativa (DENIS; McCONNELL, 2003; LA PORTA *et al*, 2000) especificamente, La Porta *et al* (1997, 1998) encontraram evidências empíricas de diferentes graus de proteção ao investidor em diversos países. Onde há baixa proteção legal a estrutura de propriedade tende a ser mais concentrada, bem como o mercado de capitais menos desenvolvido. Além disso, o papel da lei na limitação da expropriação, por parte do acionista controlador, está associado ao valor da firma. Quanto maior a proteção legal, maior o valor da firma (LA PORTA *et al*, 2002).

Com base no trabalho de Berle e Means (1932) muitos estudos dedicaram-se a investigar as relações existentes entre a separação e o controle da estrutura de propriedade – efeito *free-riding* -, sobretudo relacionado ao desempenho das firmas. Os primeiros trabalhos, assim como o de Berle e Means, trataram a variável estrutura de propriedade como sendo exógena, portanto, não afetada por variáveis de desempenho da própria firma (MONSEN; CHIU; COOLEY, 1968; KAMERSCHEN, 1968; RADICE, 1971; STEER, CABLE, 1978). Contudo, como aponta Okimura (2003) essa perspectiva é facilmente contestada, pois investidores podem escolher alocar capital em determinada firma devido ao desempenho dessa empresa. Nesse sentido Demsetz e Lehn (1985) elaboraram um trabalho empírico partindo-se do pressuposto que a estrutura de propriedade é uma variável endógena. Com base nesse trabalho, muitos pesquisadores investigaram o efeito da posse de propriedade pelos agentes no desempenho das firmas (CHO, 1998; HIMMELBERG; HUBBARD; PALLIA, 1999). Com uma amostra de 435 empresas europeias Thomsen e Pedersen (2000) formularam e suportaram a hipótese de que além do nível de concentração, a identidade do acionista controlador também oferece grandes implicações a estratégia e o desempenho da firma. Claessens, Djankov e Lang (2000) investigaram a separação entre propriedade e controle em 2.980 empresas distribuídas em 9 países asiáticos. Mais de dois terços de sua amostra são controladas por um único investidor, bem como, aproximadamente metade das firmas são controladas por famílias. Nesses casos, em 60% das firmas, os agentes possuem fortes ligações com a família controladora. Posteriormente, Claessens *et al* (2002), desta vez com uma amostra de 1301 empresas de 8 países do leste asiático, realizaram e encontraram resultados empíricos significativos. Segundo os autores o valor de mercado da firma aumenta

quando o direito sobre o fluxo de caixa está nas mãos de um grande acionista. Contudo, o valor é negativo quando há concentração de direito de voto - *efeito entrenchamento*.

No Brasil alguns trabalhos destacam-se, o primeiro deles, Valadares e Leal (2000), analisaram a composição da estrutura de propriedade referente ao ano de 1996 de 325 empresas de capital aberto negociadas na Bovespa. Em média o maior acionista detém cerca de 41% do controle, enquanto que os cinco maiores 61%. Do total da amostra 62% apresentam um acionista com mais de 50% do controle. Os autores destacaram também que apenas 11% das empresas não detinham ações sem direito de voto (PN). Também foram analisadas empresas que apresentavam controle indireto por meio de pirâmides, inicialmente os autores perceberam que quando existia um grande acionista, indiretamente o controle era diluído. No entanto, quando não há um grande controlador o poder de voto aumenta através do controle indireto. Em outros trabalhos os resultados encontrados são muito semelhantes, destacando a estrutura de propriedade concentrada nas firmas brasileiras (LEAL, 2004; LEAL; SILVA, 2008; LEAL; SILVA; VALADARES, 2002; SILVEIRA; BARROS; SILVEIRA, 2004).

Testando a relação de quatro variáveis da estrutura de propriedade no valor e desempenho de firmas brasileiras Okimura (2003), bem como Okimura, Silveira e Rocha, (2004) obtiveram resultados de dependência das variáveis de valor indicando um nível ótimo de concentração de propriedade entre 60% e 70%, embora a relação encontrada seja fraca, há significância estatística de 10%. Em se tratando do excesso de voto, houve uma relação negativa com as variáveis de valor, portanto, segundo o autor, o valor da empresa diminui à medida que o excesso de controle aumenta. Por outro lado, a variável lucro operacional apresentou relação positiva com significância de 5%. Esses resultados indicam que o mercado observa o excesso de votos de forma negativa, no entanto, como há grande quantidade de ações preferenciais o controlador preocupa-se em garantir o pagamento de dividendos, pois não ocorrendo o pagamento destes por três exercícios consecutivos os preferencialistas adquirem o direito de voto (OKIMURA, 2003).

Silva (2004) tentou identificar o efeito da estrutura de controle no valor da firma, a maioria das variáveis analisadas não obtiveram dados conclusivos. Todavia, alguns dos resultados tiveram significância. Diferente de Okimura (2003) os autores analisaram também esse efeito levando em conta a existência de estruturas indiretas de controle. Leal (2004), quanto a variável controle de votos obteve resultado semelhante ao encontrado por Okimura (2003), logo, o excesso sobre o direito de voto está associado ao menor valor da firma. Bem como, quanto maior a concentração sobre os direitos do fluxo de caixa nas mãos do controlador, maior o valor da firma. Silva (2004) e Leal e Silva (2008) contribuíram às investigações que envolvem estrutura de propriedade, os autores analisaram a presença de acordos de acionistas nas empresas estudadas. O primeiro, com base em dados referentes ao ano 2000, identificou que 23% das empresas com um acionista controlador possuem esse mecanismo, 86% detém algum tipo de controle indireto por meio de pirâmides, dentre essas empresas o tipo de acionista controlador predominante foi o familiar. O segundo, com uma amostra referente ao ano de 2002, apresentaram 75% das empresas com estruturas indiretas de controle, sendo que 22% do total tinham algum tipo de acordo de acionista. Embora, esses autores tenham analisado a presença de acordos de acionistas, e afirmarem que tais mecanismos podem ser utilizados a fim de garantir algum interesse sobre outros acionistas, nenhum deles se preocupou em avaliar a natureza desses acordos, bem como, se a presença deles tem alguma relação com a estrutura de propriedade.

3.4 Acordo de Acionistas

O acordo de acionistas foi regulamentado no Brasil, com a Lei nº 6.404 no ano de 1976 das Sociedades Anônimas. Tendo como objetivo da respectiva lei, designar uma

estrutura jurídica necessária para o fortalecimento do mercado de capitais de risco no país com o intuito de assegurar ao acionista minoritário o respeito às regras definidas. Visando desta maneira, oferecer aos investidores, atrativos suficientes de segurança e rentabilidade. E especificamente para o acordo de acionistas, o artigo 118 desta Lei, propôs regular essa modalidade de prática intensa, porém até então ignorada. Portanto, com a disciplina legal desse contrato pretende-se evitar os abusos praticados, conforme definido por Carvalhosa (2003). Entretanto, na década de noventa, com o surgimento de uma nova realidade econômica no Brasil, com a abertura dos mercados, a globalização e o aumento do fluxo de capitais ingressando no país, esta Lei é modificada e complementada em 5 de maio de 1997, pela Lei nº 9.457. E mais recentemente, em 2001, novas alterações foram acrescentadas pela Lei nº 10.303.

No que tange ao acordo de acionistas, fica consolidado o seguinte parecer, conforme o Artigo 118 que determina o acordo de acionistas, referente a compra e venda de suas ações, determinando a preferência para sua aquisição e o exercício do direito a voto, ou do poder de controle que deverão ser observados pela companhia e arquivados na sua sede. Para Barreto (1982), o acordo de acionistas trata-se de uma forma de contrato prevista em lei que apresenta designação e regulamentação peculiar. Ribeiro (2001) reconhece o acordo de acionista como uma forma de disciplinar a divisão do poder de controle entre os acionistas em função da condução da companhia, permitindo a associação sem necessariamente intervir no aumento de quantidade de ações com direito a voto de sua posse direta. Com a Lei 10.303, ficou instituindo desta forma, o acordo de controle, porém antes disso era considerado somente os acordos de bloqueio e de voto. Para Carvalhosa (2003), o exercício de poder de controle já se encontrava associado como efeito do acordo dos acionistas. Com esta inclusão, os acordos de acionistas adquirem semelhança aos acordos de voto em bloco, *pooling agreements*, do direito americano, se ocorrer dos acionistas detentores de poder de controle estabelecerem em reuniões prévias, o modo pelo qual será exercido o direito de voto nas assembleias gerais. Considerando que, o conselho de administração, a diretoria e a companhia deverão observar e validar o que foi decidido nessas reuniões.

Desta forma Carvalhosa (2003) classifica os acordos em duas categorias: acordo de voto e controle e; acordo de bloqueio (ou ações). O acordo de voto e controle acontece quando os acionistas de uma mesma companhia se unem com um objetivo comum. Se juntos compõe a maioria absoluta das ações votantes poderá ter por finalidade o controle da companhia, esse também classificado como acordo de controle (comando). Essa associação também pode ocorrer entre acionistas minoritários, que unidos não abrangem o número suficiente para o controle, porém atingem o percentual mínimo necessário para o objetivo de fiscalizar ou se opor aos controladores, visando desta maneira a proteção da minoria, caracterizando como acordo de voto (defesa), nesse caso pode realizar a eleição de membros do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal. Para o acordo de bloqueio (ações) o objetivo é determinar que a comercialização, preferência e transferência das ações não sejam efetuadas sem o consentimento das partes envolvidas no presente acordo.

Assim confirma a validade na afirmação de Ribeiro (2001) que a prática do acordo de bloqueio visa estipular não a venda de ações, contudo a promessa de fazê-la mediante condições determinadas. O mesmo ocorre com o exercício do direito de voto e do poder de controle, onde o que se compactua são os critérios a serem observados no exercício destes, abrangendo as assembleias e nas situações que envolvam decisões administrativas. Para Borba (2003), o poder de controle é um dado de fato, resultante do voto, o qual se encontra acoplado à condição de acionista. Desse modo não há como ocorrer a associação sobre o poder de controle sem pactuar sobre o direito de voto, portanto o controle encontra o seu alicerce na titularidade dos direitos de sócio, que asseguram a maioria dos votos. Outra

maneira de ajustamento entre os acionistas é o que se chama de acordo de veto, para Barbi Filho (2000) esse mecanismo ocorre em âmbito interno, entre acionistas onde uma das partes poderá vetar qualquer mudança na sociedade. Entretanto para todo acordo deverá ser respeitado o que determina o artigo 115 da lei nº 10.303 onde o acionista deve observar o exercício do seu direito a voto, visando o interesse da companhia, sem a finalidade de obter alguma forma de vantagem para si a que não faz jus e de que resulte em prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

4- Hipótese

Considerando a teoria de que os conflitos de agência estão associados entre o acionista controlador e os minoritários (DENIS; McCONNELL, 2003; LA PORTA; LOPES-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; 2002). Ribeiro (2001) reconhece o acordo de acionista como uma forma de disciplinar a divisão do poder de controle entre os acionistas em função da direção da companhia. Em outras palavras, esses pactos são capazes de alterar indiretamente a relação de controle entre os acionistas (VILLALONGA; AMIT, 2007). Assim, quando o principal detém grande participação acionária diminuiria a ocorrência de acordos, pois o controlador não necessita deles para obter algum benefício, bem como não tem interesse de abrir mão do controle que possui. Por outro lado, quando o poder está concentrado em um grupo de acionistas o acordo atuaria no sentido de alinhar os interesses entre eles, uma vez que cada um deles possui grau de controle distinto. Portanto, duas hipóteses de pesquisa são formuladas:

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

H2a: Estruturas de propriedade concentradas em mais de um sócio estão positivamente relacionadas com a existência de Acordo de Acionistas.

5- ASPECTOS METODOLÓGICOS

Nosso estudo apresenta aspectos quantitativos, quanto à abordagem do problema, uma vez que esse tipo de abordagem utiliza de objetividade para testar teorias e estudar a relação entre as variáveis, na forma de que os dados numéricos sejam submetidos a análises estatísticas (CRESWELL, 2010). Quanto aos objetivos da pesquisa, o estudo se caracteriza com uma abordagem descritiva, porque sua preocupação está na descrição na forma de observação, identificação, comparação, registro e interpretação dos dados sem a manipulação por parte do pesquisador. (ANDRADE, 2002; RAUPP; BEUREN, 2003). Portanto como os critérios aplicados são estatísticos, o julgamento do pesquisador não interfere no teste da hipótese (HAIR; BABIN; MONEY; SAMOUEL, 2005).

A amostra foi composta por empresas listadas na bolsa de valores brasileira BMF&Bovespa, no total de 551 empresas, no período de 1999 a 2013. Esses dados foram obtidos de fontes secundárias, coletados da seguinte forma, primeiramente coletamos os dados referentes à estrutura de propriedade das empresas de capital aberto negociadas na BMF&Bovespa no período de 1999 a 2013. Iniciou-se a coleta de dados em 1999 devido a ausência de dados antes desse período. A coleta das informações foi feita através de três bases de dados distintas, isso foi motivado pela ausência de dados em determinados anos. A primeira delas foi o Sistema de Divulgação Externa (DIVEX), desenvolvido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), disponível no sítio eletrônico BMF&Bovespa. Foram baixados os respectivos arquivos IAN (Informações anuais) correspondentes a cada empresa pesquisada no período de 1999 a 2009. Em seguida, os dados referentes aos anos de 2009 a

2013 foram extraídos da base de dados Economatica. Era muito comum encontrarmos ausências de dados em alguns anos em ambas as bases, quando isso acontecia buscávamos os dados faltantes no sítio eletrônico da BMF&Bovespa. Quando não foi possível encontrar em nenhuma base de dados, adotamos o critério de repetir o ano anterior. Foram analisadas as características da composição direta da estrutura de propriedade das empresas. No Brasil as empresas de capital aberto tem a obrigação de divulgar os acionistas que detém no mínimo 5% capital, portanto, ao final da coleta de dados obteve-se uma amostra total de 551 empresas. Os dados coletados foram: a participação de direito de voto do maior acionista, bem como, dos três maiores, para tanto adotamos a definição de medida da concentração de propriedade proposta por Pedersen e Thomsen (1997): propriedade do tipo majoritária, quando o maior acionista possui mais de 50% do controle; propriedade dominante, quando o maior acionista detém entre 20% e 50% do controle; e propriedade dispersa, quando o maior acionista possui menos de 20% do controle.

Quanto à coleta dos acordos de acionistas, primeiramente buscou-se os sítio eletrônico de cada empresa, no entanto, a tarefa de encontrar os acordos mostrou-se árdua, desgastante, se não impossível. Portanto, optamos por utilizar o sítio eletrônico da CVM, esse método mostrou-se mais efetivo. O procedimento de coleta é o seguinte: clica-se na aba “Participantes do Mercado”, em seguida “Consulta ao Cadastro Geral”, digita-se o nome da respectiva empresa. Após esse procedimento os dados cadastrais da empresa são acessados, no entanto, pare se chegar aos acordos deve-se entrar em um link logo abaixo do nome da empresa. Caso a respectiva empresa disponha de um respectivo acordo o link “acordo de acionistas” estará disponível. Ao clicar nele todos os acordos existentes estão disponíveis para serem baixados.

Após a coleta de todos os acordos de acionistas, eles foram categorizados e tabulados, seguindo a classificação de Carvalhosa (2003): acordo de voto e controle e; acordo de ações. Porém optamos por separar em três colunas distintas, sem dano a sua interpretação, sendo uma para voto e uma para controle, além do bloqueio, uma vez que até 2001 não havia a designação pela lei, para voto de controle, e na coleta, observamos que em alguns acordos existe a separação dessas duas modalidades (voto e controle), embora para Carvalhosa (2003) são uma só, conforme já explicitado.

Variável	Descrição
MajON	Percentual de propriedade do maior acionista.
Top3ON	Percentual de propriedade dos três maiores acionistas.
d.agreement	Dummy da presença (1) ou ausência (0) de acordos de acionistas.
d.control	Dummy da presença (1) ou ausência (0) da característica “controle” no acordo de acionistas.
d.voto	Dummy da presença (1) ou ausência (0) da característica “voto” no acordo de acionistas.
d.stock	Dummy da presença (1) ou ausência (0) da característica “ações” no acordo de acionistas.

Figura 1: descrição das variáveis utilizadas, seus significados e métricas.

Para análise dos dados, optamos por técnicas exploratórias, dado a ausência de antecedentes teóricos que demonstrem modelos e escolhas mais usuais para o tema. Assim, a análise de *cluster* serviu para criar categorias de concentração da propriedade; a análise de variância *ANOVA* contribuiu para apontar diferenças entre as médias a partir das variáveis utilizadas; e a regressão logística foi utilizada com o intuito de medir a influência da concentração da propriedade na probabilidade da presença de acordos entre os acionistas. Os dados em painel com efeitos não observáveis contribuem para a aproximação de um modelo

causal, embora ainda aceitemos a possibilidade de características de endogeneidade nas variáveis dependentes utilizadas.

6- ANÁLISE DOS RESULTADOS

As análises iniciais da amostra buscaram verificar os dados a partir do critério de ajustes à normalidade e distribuição. As variáveis dependentes, por serem classificadas a partir de variáveis *dummies*, não exigiram qualquer tipo de tratamentos estatísticos. O mesmo aconteceu para as variáveis independentes, por terem como limite a concentração da propriedade que vai de zero a cem por cento. Os modelos e testes realizados buscaram: a) determinar a situação da concentração da propriedade nas empresas brasileiras; b) relacionar a presença de acordos de acionistas com a concentração de propriedade; c) medir a o nível de influência da concentração de propriedade na presença de acordo de acionistas e, por fim, d) verificar a interação entre os tipos de acordo.

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

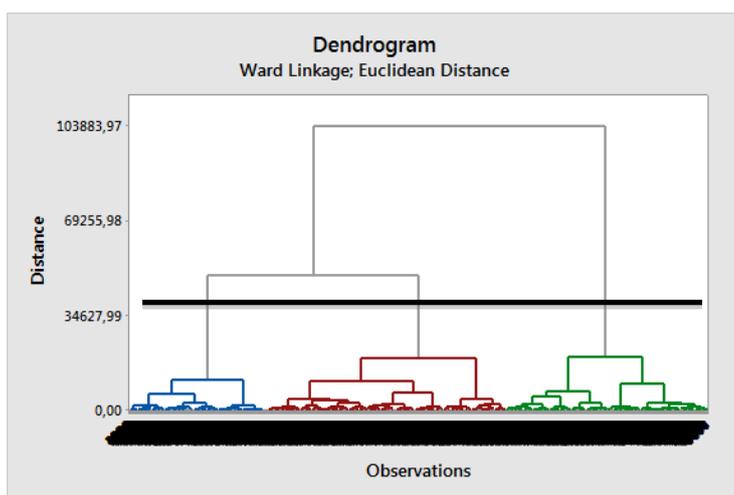


Figura 2: Análise de *Cluster*

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

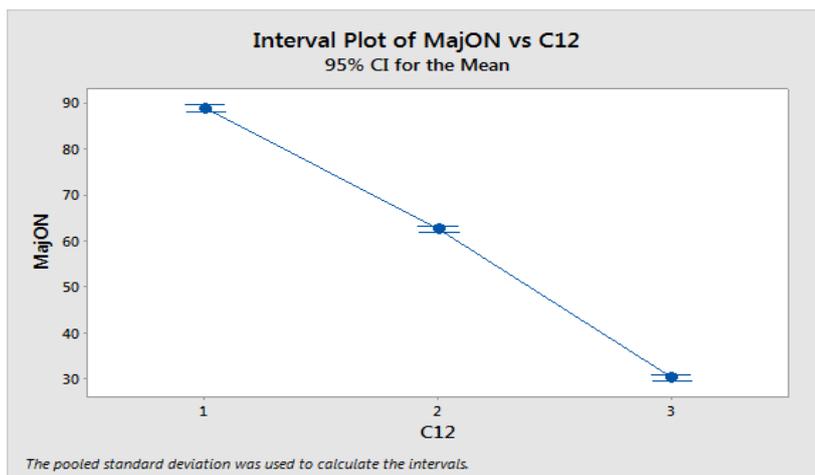


Figura 3: Média da estrutura de Propriedade por *Cluster*

Essa evidência de diferenças entre os grupos ($p\text{-value} < 5\%$) evidencia que são poucas as empresas que podem ser classificadas como dispersas. Um teste semelhante ao anterior foi desenvolvido com a concentração acumulada dos três maiores acionistas e os resultados foram os mesmos, com concentrações médias de 58%, 83% e 95% respectivamente.

Conhecida a estrutura média de concentração de propriedade das empresas da amostra, tem-se o conteúdo necessário para avançar nos testes. Ao relacionar a presença de acordo de acionistas com a concentração de propriedade do sócio majoritário, encontramos evidências que mostram que empresas menos concentradas estão relacionadas com maior presença de acordos. Tal constatação pode ser verificada no gráfico a seguir, fruto de ANOVA elaborada com as variáveis “presença de acordo de acionista” *versus* “concentração de ações ON do majoritário”.

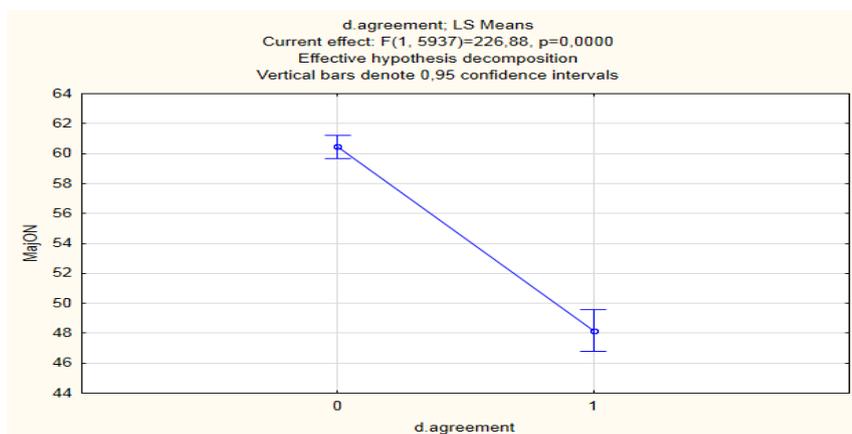


Figura 4: Presença de Acordos de Acionistas e a Concentração de Ações ON

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

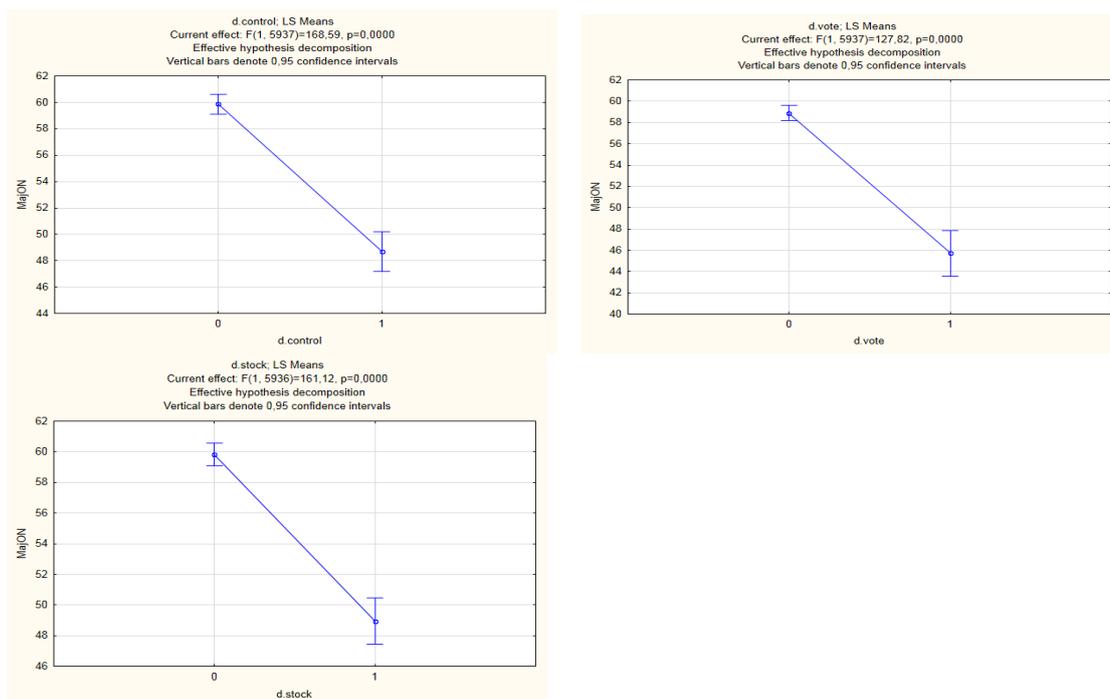


Figura 5: Tipologia de Acordos de Acionistas e a Concentração de Ações ON

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

```

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

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

Log likelihood = -2969.798                  Wald chi2(2)    =   193.01
                                                Prob > chi2     =   0.0000

```

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

Likelihood-ratio test of rho=0: $\text{chibar2}(01) = 260.78$ Prob >= $\text{chibar2} = 0.000$

Figura 6: Regressão Logística com Dados em Painel

No modelo acima, com um total de 5.939 casos, observa-se que a variável da concentração do sócio majoritário (majon) influencia negativamente a probabilidade de existência de acordo de acionistas ($\beta = -0,234$, $p\text{-value} < .1$). Dado um coeficiente da ordem de $\beta = -0,234$, tem-se uma razão de probabilidade de aproximadamente 0,9768 (função exponencial com base de número de Neper elevado ao coeficiente beta encontrado). Com isso, o modelo aponta que um aumento de uma unidade na concentração de propriedade diminui em aproximadamente 2,34 a probabilidade da existência do evento de acordo de acionistas ($0,9768 * 100 - 100$). Portanto, confirmando a hipótese 1a, ou seja, a concentração de propriedade do sócio majoritário é negativamente relacionada com a existência de acordo de acionistas. Em contrapartida, a concentração de propriedade entre os três maiores sócios (top3on) influencia de forma positiva a probabilidade de presença de acordo dos acionistas ($\beta = 0,0098$, $p\text{-value} < .1$) – hipótese 1b. Dado o coeficiente de “top3on”, tem-se uma razão de probabilidade da ordem de 1,009896. Isso traz um aumento de 0,98% na probabilidade de existência do acordo de acionistas para cada unidade de concentração aumentada entre os três maiores sócios. Esses resultados são estatisticamente significativos, bem como o modelo ($\text{Prob} > \chi^2 = 0,0000$). Além disso, comprovam que a estrutura de propriedade está relacionada com a presença de acordo de acionistas. Os resultados mantiveram-se constantes mesmo após a adoção de controles para efeitos fixos e adição de coeficientes de robustez, o que sugere a ainda maior significância do modelo. Esses resultados apontam que empresas mais concentradas tendem a não ter acordos de acionistas. Dado que a propriedade parece influenciar a presença de acordo de acionistas, optamos por testar se o tipo de acordo pode também estar relacionado com a concentração e se há significância para a interação entre os tipos de acordos, já que estes não são mutuamente excludentes. Embora esse não seja o intuito do trabalho, que busca explicar justamente o contrário, esse modelo nos permitiu analisar como se dá a interação entre os tipos de acordo dos acionistas. Os resultados podem ser vistos a seguir, em um modelo de regressão linear múltipla com dados em painel e efeitos aleatórios.

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	5938
Group variable: id	Number of groups	=	15
R-sq: within = 0.0338	Obs per group: min =		346
between = 0.7380	avg =		395.9
overall = 0.0388	max =		447
	Wald chi2(8)	=	239.41
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	Prob > chi2	=	0.0000

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
majon						
dagreement	-3.985276	2.443132	-1.63	0.103	-8.773727	.803176
dcontrol#dvote#dstock						
0 0 1	-15.53852	6.875316	-2.26	0.024	-29.0139	-2.063152
0 1 0	-21.49335	5.836475	-3.68	0.000	-32.93263	-10.05407
0 1 1	-8.222581	3.543893	-2.32	0.020	-15.16848	-1.276679
1 0 0	-8.663019	4.058755	-2.13	0.033	-16.61803	-.708044
1 0 1	-5.678271	2.644861	-2.15	0.032	-10.8621	-.4944392
1 1 0	-17.52689	4.684748	-3.74	0.000	-26.70883	-8.344954
1 1 1	-9.947347	2.781939	-3.58	0.000	-15.39985	-4.494846
_cons	60.38262	.391673	154.17	0.000	59.61496	61.15029
sigma_u	0					
sigma_e	26.458464					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

Figura 7: Regressão Linear Múltipla com Dados em Painel 2

Os coeficientes se mostraram significativos para todas as interações propostas. Tal evidência sugere que quanto mais completo é o acordo de acionistas, acumulando diferentes classificações, menor deve ser a concentração de propriedade do sócio majoritário (verificar a interação “1 x 1 x 1”, com coeficientes negativo e significativo para um *p-value* menor que 1%).

7- CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esse estudo buscou analisar a relação existente entre o nível de concentração de estrutura de propriedade e a presença de acordo de acionistas nas empresas brasileiras listadas. Portanto, foi investigada a situação da concentração da propriedade, sendo que os resultados encontrados na amostra destacam que existem diferenças de concentração e evidencia que são poucas as empresas que podem ser classificadas como dispersas, no que diz respeito a sua propriedade, corroborando com outros trabalhos (LEAL, 2004; LEAL E SILVA, 2008; OKIMURA, 2003; SILVEIRA; BARROS; SILVEIRA, 2004; VALADARES; LEAL, 2000). Visando relacionar a presença de acordos de acionistas com a estrutura de propriedade foi possível identificar que empresas menos concentradas estão relacionadas com maior presença de acordos. Com o intuito de analisar o nível de concentração de propriedade na presença de acordo de acionistas observou-se que em empresas com acordo, a propriedade do majoritário com ações ordinárias é menor em relação às empresas sem acordos de acionistas, ou seja, as empresas mais concentradas tendem a não ter acordos de acionistas, isso pode ser explicado pelo fato delas já apresentam poder de voto suficiente para garantir seus interesses. Entretanto observou-se que a concentração de propriedade entre os três maiores sócios influencia de forma positiva a probabilidade de presença de acordo dos acionistas, sobretudo aqueles detentores da segunda e terceira maior parcela do capital utilizam os acordos com o objetivo de garantir seus interesses. Seja pelas cláusulas nos acordos, como pela garantia da elegibilidade de membros no conselho de administração. Esse resultado evidencia que as empresas podem utilizar esses acordos com o objetivo de aumentar sua participação acionária por meio de blocos de controle, conforme pregado por Carvalhosa (2003).

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

Como limitações do estudo e sugestões para pesquisas futuras, sugere-se analisar a estrutura de propriedade formada por meio das ações vinculadas ao acordo, bem como analisar os conteúdos abordados nesse pacto entre acionistas, dessa maneira identificando o efeito de cada mecanismo no desempenho organizacional.

8- REFERÊNCIAS

- ANDRADE, M.M. **Como preparar trabalhos para cursos de pós graduação: noções práticas**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- ARROW, K. J. **The Economics of Agency**. In: Principals and Agents: The Structure of American Business. Boston: Harvard Business School Press, 1985.
- BARBI FILHO, C. **Acordo de Acionistas: Panorama atual do Instituto no direito Brasileiro e Propostas para a Reforma de sua Disciplina Legal**. Revista do Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem. N.8, São Paulo: abr. jun. 2000.

BARNEY, J. B.; HESTERLY, W. **Economia das organizações**: entendendo a relação entre as organizações e a análise econômica. In: CLEGG, S.; HARDY, C.; NORD, D. (Org.) *Handbook de Estudos Organizacionais*, São Paulo: Atlas, Vol.3, p. 131-179, 2004.

BARON, J. N.; KREPS, D. M. **Strategic human resource**. Frameworks for general managers. New York: John Wiley and Sons, 1999.

BARRETO, C. A. **Acordo de Acionistas**. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1982.

BERLE, A; MEANS, G. **The modern Corporation and private property**. New York: Macmillan. 1932.

BORBA, J. E. T. **Direito Societário**. Rio de Janeiro: Ed. Renovar, 2003.

BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis n.9.457, de 5 de maio de 1997, e n. 10.303, de 31 de outubro de 2003**. Diário oficial da União. Brasília: Distrito Federal < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm > acesso em 18 abril 2014.

CARVALHOSA, M. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Vol. 2. 3ª Ed. Revisada e Atualizada. São Paulo: Ed. Saraiva, 2003.

CHO, M. Ownership structure, investment, and the corporate value an Empirical Analyses. **Journal of Financial Economics**, v. 47, p. 103-121, 1998.

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

CLAESSENS, S; DJANKOV, S; JOSEPH, P. H.; FAN, L. H. P.; LANG, L. H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, dez, 2002.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. (2014) **Anteprojeto da Reformulação da Lei 6.404, Exposição de Motivos Lei 9.457** <http://www.cvm.gov.br/> acesso em 18 abril 2014.

CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa**. Artmed, Porto Alegre. 3ª Edição, 2010.

DEMSTEZ, H.; LEHN, K. The Scruture of Corporate Ownership: Causes and Consequences. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 93, n.6, p. 1155-1177, 1985.

DENIS, D. K.; MCCONNEL, J. J. International corporate governance. **Contemporary Corporate Governance**, n. 5, p. 5-56, jan. 2003.

EISENHARDT, K. M. Agency Theory: an assessment and review. *The Academy of Management Review*, v.14, n.1, p.57-74, January, 1989.

FAMA, E. F.; JENSEN; M. C. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**, 26, 301-325, 1983.

GRINBLATT, M; TITMAN, S. **Mercados financeiros e estratégia corporativa**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HAIR, JR J.F; BABIN, B; MONEY, A.H; SAMOUEL, P. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HIMMELBERG, C. P. R.; HUBBARD, G; PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics**, v. 53, p. 355-384, 1999.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Boston, v. 3, n. 4, p. 305-306, jul. 1976.

JENSEN, M. C. The Modern Industrial Revolution. Exit, and the Failure of Internal Control Systems. **Journal of Finance**, p. 831-880, jul. 1993.

KAMERSCHEN, D. R. The influence of ownership and control on profit rates. **The American Economic Review**, v. 58, n. 3, p. 432-447, jun, 1968.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A; VISHNY, R. W. Legal Determinants of External Finance. **The Journal of Finance**. v. 52, n. 3, p. 1131-1150, 1997.

LA PORTA, R; LOPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A. Corporate Ownership around the World. **The Journal of Finance**. v. 54 n. 2, p. 471-517, 1999.

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

- _____. Investor Protection and Corporate Valuation. **The Journal of Finance**, v. 52, n.3, p. 1147-1170, 2002.
- _____. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.
- LEAL, R. P. C. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 327-337, 2004.
- LEAL, R. P. C.; SILVA, A. C. Controle compartilhado e o valor das empresas brasileiras. **RAC-Eletrônica**, v. 2, n. 2, art. 8, p. 296-310, 2008.
- MONSEN, J.R.; CHIU, J. S.; COOLEY, D. E. The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 82, n. 3, p. 435-451, 1968.
- OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.
- OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M.; ROCHA, K. C.. Efeitos da concentração de propriedade e controle no desempenho das empresas no mercado de capitais brasileiro. In: IV Encontro Brasileiro de Finanças, 4, 2004, Rio de Janeiro. **Anais IV Encontro Brasileiro de Finanças. São Paulo: SEMEAD**.
- RADICE, H. K. Control Type, Profitability and Growth in Large Firms: An Empirical Study. **The Economic Journal**, v. 81, n. 323, p. 547-562, 1971.
- RAUPP, F.M.; BEUREN, I.M. **Metodologia da pesquisa aplicável às Ciências Sociais**. In Contabilidade: teoria e Prática. SP, 2003.
- RIBEIRO, M. C. P. Acordo de Acionistas: um Breve Estudo acerca das Modalidades. **Revista Faculdade de Direito**. UFPR. Vol. 36. pp 61-72, 2001.
- ROBERTS, J. **Teoria das organizações: redesenho organizacional para o crescimento e desempenho máximos**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- SHLEIFER, A; VISHNY, R. W. Large Shareholders and Corporate Control. **Journal of Political Economy**, v. 94, p. 461-488, 1986.
- _____. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 2, n. 2, p. 737-83, jun. 1997.
- SILVA, A. L. C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração - RAUSP**, v.39, n.4,, p. 348-361. 2004.
- SILVA, M. B; GRIGOLO, T. M. **Metodologia para iniciação científica a pratica da pesquisa e da extensão**. Caderno Pedagógico. Florianópolis: Udesc, 2002.
- SILVEIRA, A. D. M.; LANZANA, A. P.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração - RAUSP**, v.39, n.4, p.362-372, 2004.
- _____. Determinantes da concentração do direito de controle nas companhias abertas brasileiras. In: IV Encontro Brasileiro de Finanças, 4, 2004, Rio de Janeiro. **Anais IV Encontro Brasileiro de Finanças. São Paulo: SEMEAD**.
- STEER, P; CABLE, J. Internal Organization and Profit: An Empirical Analysis of Large U.K. Companies. **The Journal of Industrial Economics**, v. 27, n. 1, p. 13-30, set.1978.
- THOMSEN, S; PEDERSEN, T. Ownership structure and economic performance in the largest European Companies. **Strategic Management Journal**, v. 21, p. 689-70. 2000.
- VALADARES, S. M.; LEAL, R. P. C. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Abante, Santiago**, v.3, n.1, p.25-54, 2000.
- VILLALONGA, B.; AMIT , R. H. How are U.S.family firms controlled? **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 8, p. 3047-3091, 2009.