

## **Pactuando e Impactando: O efeito dos acordos de acionistas no valor de mercado da firma**

**ANDRÉ LEONARDO PRUNER DA SILVA**  
Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI  
andrepruner@gmail.com

**JEFERSON LANA**  
Fundação Getúlio vargas  
jeff@rovian.com.br

**ROSILENE MARCON**  
Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI  
rmarcon@univali.br

### **Pactuando e Impactando: O efeito dos acordos de acionistas no valor de mercado da firma**

Alguns países admitem a convenção de pactos capazes de alterar indiretamente as relações e o equilíbrio do poder de controle exercido pelos acionistas. Denominados de acordos de acionistas, tratam-se de contratos celebrados entre dois ou mais sócios cujo objetivo é convencionar a direção do relacionamento entre seus membros. Resultados empíricos sugerem que desempenham um papel importante em mercados de baixa proteção legal, pois inibiriam a capacidade do maior acionista de extrair benefícios privados em função dos minoritários. Portanto, esse trabalho propõe analisar o efeito dos acordos de acionistas no valor de mercado das firmas brasileiras de capital aberto no período de 1999 até 2013. A composição da amostra é de 472 companhias, sendo 86 de empresas com acordos. A estratégia empírica compreende o método de efeitos fixos. Os resultados encontrados apontam que o efeito no valor da firma é positivo à medida que o grau de proteção aos acionistas minoritários é maior. No entanto, as regressões efetuadas com a estrutura de propriedade indireta não foram capazes de prover indícios nesse sentido. Logo, pode-se inferir que a reorganização do poder obtida por meio do bloco de acionistas signatários não apresentou evidências de estar associada com o aumento do valor da firma.

Palavras chave: Acordos de acionistas, governança corporativa e estrutura de propriedade.

Some countries admit the presence of pacts that allow to indirectly change the relations and balance of power control exercised by the shareholders. Known as shareholder agreements, these pacts are contracts between two or more partners whose goal is to agree on the direction of the relationship between its members. Empirical results suggest that shareholder' agreements play an important role in low legal protection markets because inhibit the ability of the majority shareholder to extract private benefits in terms of minority. Therefore, this paper aims to analyze the effect of shareholders' agreements in the market value of Brazilian public companies from 1999 to 2013. The sample is composed by 472 companies, including 86 companies with shareholder' agreements. The empirical strategy comprises the fixed effects method on a panel data model. The results show that the effect on firm value is positive as the degree of protection of minority shareholders is higher. However, the regressions tested with the indirect ownership structure have not been able to provide evidence to that effect. Therefore, it can be inferred that the reorganization of power obtained through the signatory shareholders block did not show evidence of being associated with increasing firm value.

Keywords: Shareholders' Agreement, Corporate Governance and Ownership Structure.

## 1. INTRODUÇÃO

Formalizado por meio da Lei das Sociedades Anônimas em 1976 e amplamente utilizado por companhias brasileiras, os acordos de acionistas (ACs) são pactos celebrados entre dois ou mais acionistas cujo objetivo é convencionar a direção do relacionamento entre seus membros. Pode, dessa maneira, atuar de maneira a fortalecer os mecanismos de governança corporativa, mitigando a expropriação dos minoritários, protegendo o interesse daqueles que detêm menor parcela do capital, mas podem também intensificar os problemas de agência.

Os ACs estão ancorados sob dois pilares: o primeiro deles regulamenta a transferência de ações entre os sócios conveniados e visam preservar a maneira como o poder é distribuído. O segundo é o comprometimento, a convenção antecipada e direcionada do posicionamento de um grupo de acionistas dentro da companhia. Busca-se, assim, a manutenção ou obtenção do controle da firma, ou até mesmo a aglutinação de votos em defesa de participações acionárias minoritárias (CARVALHOSA, 2003).

Sob a perspectiva clássica da governança corporativa (GC) – *principal/agente* (P/A) – a solução para os problemas oriundos da estrutura de propriedade seria o emprego de incentivos contratuais e o monitoramento dos agentes que participam da gestão da firma. Entretanto, o modelo de GC inicialmente proposto com base na conjuntura de países anglo saxões, cujo contexto institucional mais desenvolvido garante maior aplicabilidade legal, por si só é inadequado para retratar diferentes estruturas institucionais (LA PORTA *et al*, 1997). Em outras palavras, países com baixa proteção legal são caracterizados por estruturas de propriedade (EP) altamente concentradas (LA PORTA *et al*, 1997).

Essa mudança de paradigma, cujo foco dos conflitos está associado aos diferentes acionistas que compõem a EP – *principal/principal* (P/P), geralmente está associada com a possibilidade do controlador expropriar valor dos minoritários, por meio da retenção dos resultados da firma em benefício próprio (JOHNSON *et al*, 2000). Assim, participações majoritárias na EP tendem a gerar benefícios não compartilhados com os demais sócios (CLAESSENS; DJANKOV; LANG, 2000; LA PORTA *et al*, 2002).

Nesse contexto estão inseridos os ACs. Pesquisas empíricas sugerem que esse instrumento pode atuar como reorganizador do poder entre os acionistas que compõem a EP. De maneira a corrigir situações extremas, ou seja, quando o grau de concentração é elevado pode ser usado para limitar o poder de voto, por outro lado, pode fortalecer acionistas com participações minoritárias (BAGLIONI, 2011). Em consonância com esse argumento, Volpin (2002) obteve resultados empíricos indicando que a destituição de gestores cujos desempenhos foram insatisfatórios é mais frequente quando há um bloco de acionistas, formado por meio das ações desses acionistas vinculadas, capaz de contestar o controle.

Por outro lado, os resultados estatísticos encontrados por Carvalhal (2012) sugerem que essa reorganização do poder apontada por Baglioni (2011), estaria associada à presença de cláusulas garantidoras de direitos aos acionistas minoritários, ou seja, que mitigam a capacidade dos detentores do controle de expropriá-los em benefício próprio. Assim, quanto maior a eficácia do acordo em coibir conflitos, maior o impacto positivo sobre o valor da firma.

Em mercados emergentes como o brasileiro, cujo impacto institucional não é estável e facilmente mensurado, os mecanismos de governança corporativa não dispõem de um sistema legal efetivo e confiável, criando-se um ambiente desfavorável para os acionistas que não detêm o controle (YOUNG *et al*, 2008). Nesse ambiente de baixa proteção legal tendo em vista a intensa frequência com que empresas dispõem do uso de acordos de acionistas, o Brasil é um celeiro natural capaz de propiciar a oportunidade para o entendimento das possíveis consequências desse mecanismo no valor da firma. Ainda que algumas pesquisas tenham destacado a existência desses pactos em muitas empresas brasileiras (SILVA, 2004;

LEAL, SILVA, 2008), pouco de fato foi analisado sobre suas possíveis implicações quando o ponto central das investigações era a EP.

A teoria aponta dois pontos de vistas sobre os acordos de acionistas, porém essas perceptivas não apresentam um caráter estritamente contraditório. O primeiro está associado a resultados empíricos que atribuem o seu efeito positivo no valor da firma a redistribuição do poder, ou melhor, ao equilíbrio dele por meio das ações vinculadas (VOLPIN, 2002; ROOSENBOOM; SCHRAMADE, 2006; BELOT, 2008; VILLALONGA; AMIT, 2009; BAGLIONI, 2011). O segundo atribuí esse efeito as características desses acordos. Especificamente, quando está associado a cláusulas que buscam mitigar a retenção de resultados da firma em benefício do acionista controlador (CARVALHAL, 2012).

Dessa maneira, este artigo tem como objetivo analisar o efeito dos acordos de acionistas no valor de mercado das firmas brasileiras de capital aberto negociadas na BMF&Bovespa no período de 1999 até 2013. O aprimoramento dessas investigações contribuirá ao desenvolvimento do mercado de ações e da governança corporativa sob o ponto de vista prático. Os acordos de acionistas são vistos de maneira negativa pelos investidores (GIANFRATE, 2007), ainda que a presença deles quando associada a mecanismos que fortalecem a GC possa gerar benefícios aos acionistas. Logo, esses resultados auxiliariam a desmistificar a associação negativa existente, bem como incentivar a incorporação de mecanismos que de fato alinhem os interesses entre acionistas majoritários e minoritários.

Além disso, a partir dessas evidências empíricas destacadas, esta pesquisa pode contribuir teoricamente analisando o efeito desses acordos levando em consideração sua capacidade de mitigar a expropriação, bem como, de reorganizar as relações entre os diversos acionistas por meio das ações vinculadas na formação de blocos de controle. Portanto, utilizar-se-á para mensurar esse efeito, o índice de qualidade dos ACs denominado de *shareholder agreement index* (SAI) desenvolvido por Carvalhal (2012). Bem como, variáveis diretas e indiretas (ações vinculadas) de estrutura de propriedade. Ou seja, busca-se investigar se a mitigação da expropriação dos minoritários dar-se-á por meio da reorganização do poder entre os acionistas ou pelo conteúdo abordado nesses acordos.

Para esse fim, utiliza-se uma amostra de 472 empresas listadas, não pertencentes ao setor financeiro e de fundos. Sendo que 86 dessas empresas detinham acordo de acionistas dentro do período analisado. A estratégia empírica compreende o método de efeitos fixos para dados em painel.

Além dessa breve introdução este artigo está organizado em 5 partes. O próximo capítulo busca contextualizar, de maneira geral, os fundamentos teóricos que servirão de alicerce para o desenvolvimento da investigação. Em seguida, é destacada as hipóteses de pesquisa propostas. Posteriormente, destacam-se os aspectos metodológicos. Na próxima seção os resultados, bem como as discussões dos modelos são apresentados e, por fim, as referências utilizadas são destacadas.

## **2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **Governança Corporativa**

A discussão acadêmica relacionada à separação entre a propriedade e o controle foi inicialmente abordada pelo economista Adam Smith em 1776. No entanto, empiricamente o tema só foi testado mais de um século depois. O artigo nominado *The Modern Corporation and Private Property* é considerado seminal à governança corporativa. Em sua obra, Berle e Means (1932) discorrem empiricamente a respeito da dispersão da propriedade de empresas norte-americanas, de modo que essa característica aumentaria a propensão dos gestores agirem de acordo com seus interesses.

Esses resultados serviram de base para o desenvolvimento da teoria da agência de Jensen e Meckling (1976). Sob essa perspectiva a firma seria formada por ficções legais, especificamente, por relações contratuais implícitas e explícitas firmadas entre os indivíduos

(FAMA; JENSEN, 1983). Essa é a essência da teoria da agência. Esses contratos mútuos entre os agentes, caracterizando as relações de mercado, são fundamentados dentro das firmas por sistemas contratuais que definem a “regra do jogo” organizacional (JENSEN, 1983).

Portanto, a relação de agência é definida por Jensen e Meckling como um contrato, cujo principal delega a outra pessoa, o agente, a função de administrar a firma em seu lugar (JENSEN; MECKLING, 1976). Essa definição está baseada na existência de interesses conflitantes entre eles. A solução para o problema de agência seria o emprego de incentivos contratuais, bem como do monitoramento do agente. Dessa maneira, desenvolveu-se a governança corporativa (GC).

Fundamentada no problema da separação entre a propriedade e o controle a GC é formada por uma série de “restrições” que os agentes impõem a si mesmos, ou os investidores impõem sobre eles a fim de reduzir a má alocação de recursos (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Essas “restrições” apontadas por Shleifer e Vishny (1997) foram descritas por Denis e McConnell (2003) como um conjunto de mecanismos que incentivam o agente a tomar decisões de modo que maximize o valor da firma para o principal. Esse trabalho, portanto, assume essa definição, de maneira que os mecanismos de GC são agrupados 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. Sobretudo, o foco deste trabalho recai, especificamente, sobre a estrutura de propriedade e o sistema legal e de regulação.

### **Estrutura de Propriedade**

Com base nas constatações de Berle e Means (1932) muitos estudos se dedicaram em investigar esse tema. Especialmente, o artigo desenvolvido por Jensen e Meckling (1976) formulava as incipientes proposições que versavam a respeito do relacionamento de agência entre gestores e os proprietários da firma. Por meio de sua análise os autores buscaram identificar o nível máximo e o mínimo dos custos de agência associados com os benefícios supérfluos desfrutados pelo agente. Essas proposições estão baseadas no pressuposto de que uma maior posse de ações pelos gestores estaria associada ao aumento de valor da firma. Pois os interesses entre o agente/acionista e os acionistas que não participam diretamente da gestão da firma estariam alinhados, diminuindo assim, os custos de agência. Por outro lado, a solução para esse problema seria, também, o aumento do grau de participação dos acionistas externos (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988). No entanto, esse argumento, sobretudo com relação ao desempenho, permanece inconclusivo.

De modo que a literatura reconhece a existência de vantagens e desvantagens relacionadas com o grau de concentração de propriedade das firmas. A presença de um acionista controlador pode algumas vezes acarretar em benefícios, pois como o principal dispõe de um grande percentual de controle, os problemas de agência decorridos a partir do efeito *freerider* não existiriam (SHLEIFER; VISHNY, 1986; SHLEIFER; VISHNY, 1997; CLAESSENS; FAN, 2002; DENIS; McCONNELL, 2003). Esses benefícios são denominados pela literatura como *efeito incentivo*.

Por outro lado, embora o controle excessivo seja eficiente, no sentido de mitigar os problemas de agência entre o principal e o agente, grandes acionistas possuem seus próprios interesses. Nem sempre essas motivações coincidem com os objetivos de outros acionistas (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Sob essa ótica, os conflitos de agência estão associados, principalmente, entre o acionista controlador e os minoritários (LA PORTA; LOPES-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; 2002; DENIS; McCONNELL, 2003). Esse efeito negativo é denominado pela literatura *efeito entrincheiramento*.

Além disso, grandes acionistas, bem como outras características da EP estão associadas à eficiência dos mecanismos externos de GC. Entende-se que esse conjunto de mecanismos internos e externos são elementos essenciais à formação de sistemas de governança

corporativa que efetivamente atinjam seus objetivos (SHLEIFER, VISHNY, 1997). Se a proteção legal não é capaz de garantir que os interesses do principal(s) sejam levados em consideração nas decisões tomadas pelo agente, os acionistas compensam essa ausência por meio, sobretudo, da EP (LA PORTA; LOPES-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999). Assim, os mecanismos internos e externos funcionam de maneira integrada, ou seja, um afeta e é afetado pelo outro.

### **Sistema Legal e de Regulação**

O modelo de governança corporativa desenvolvido por Jensen e Meckling (1976), sob a perspectiva de contextos institucionais mais desenvolvidos que garantem maior aplicabilidade legal, por si só, não é capaz de retratar GC em diferentes conjunturas institucionais (LA PORTA *et al*, 1997). Em outras palavras, os mecanismos de GC são afetados pelo grau de proteção legal, bem como, pela garantia da aplicabilidade das leis em defesa dos acionistas e credores (SHLEIFER, VISHNY, 1997).

Evidências empíricas apontam uma relação inversa entre o grau de proteção legal e o nível de concentração da EP. Em outras palavras, países com baixa proteção legal são caracterizados por estruturas de propriedade altamente concentradas, bem como por mercados de ações menos desenvolvidos (LA PORTA *et al*, 2000). Essa concentração visa equilibrar a ausência da proteção legal (LA PORTA *et al*, 1997). Segundo Shleifer e Vishny (1997) grandes acionistas são fundamentais para garantir que os gestores tomem decisões que vão ao encontro dos objetivos do principal. No entanto, a proteção legal é necessária para que, desta vez, os acionistas minoritários não sejam expropriados tanto pelo agente, quanto pelos majoritários.

Além do grau elevado de concentração, muitas vezes esse controle é garantido através de estruturas indiretas como: participações cruzadas, pirâmides, formação de blocos através de ACs e a emissão de dois tipos de ações que separam o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa (LA PORTA; LOPES-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; CLAESSENS, DJANKOV; LANG, 2000; CLAESSENS *et al*, 2002).

Nesse sentido, os acordos de acionistas são pactos firmados entre dois ou mais sócios cujo objetivo é formalizar a relação entre eles. Pode, portanto, atuar de maneira a fortalecer os mecanismos de governança, mitigando a expropriação dos minoritários, protegendo o interesse daqueles que detêm menor parcela do capital. Como também, por outro lado, majorando os problemas de agência.

### **Acordos de Acionistas**

No Brasil, a Lei das sociedades anônimas 6.404/76, entendendo a ocorrência contumaz da celebração dos ACs, foi uma das primeiras leis que tratou diretamente a respeito dessa matéria. Seu principal objetivo era o de evitar excessos praticados por meio desse contrato (FILHO, 2001; CARVALHOSA, 2003). Além disso, com a alteração conferida através da lei 10.303/01, que incluiu expressamente o termo “poder de controle”, estabeleceu-se a prerrogativa de formação do voto em bloco, ou seja, da vinculação das ações possuídas por diversos acionistas. Essa característica é semelhante ao *pooling agreements*, do mercado norte americano. Por meio dessa prerrogativa, um ou mais acionistas assumem o compromisso de realizar uma reunião prévia, onde convencionam entre si, pela decisão da maioria absoluta, a direção dos votos que serão realizados em assembleia geral.

Assim, esses pactos estão ancorados sob dois objetivos principais. O primeiro deles, denominado de acordo de bloqueio, busca regulamentar a compra e a venda de ações, ou a prioridade de adquiri-las entre aqueles que estão conveniados sob esse instrumento. Geralmente essas prerrogativas impõem restrições na venda das ações pactuadas a terceiros, sem o consentimento das outras partes, ou até mesmo o direito de preferência na compra (CARVALHOSA, 2003).

O segundo, o acordo de voto, objetiva disciplinar (SILVA, 2005) ou comprometer o voto de maneira antecipada (CARVALHOSA, 2003), garantindo a manutenção ou obtenção do controle da firma, ou ainda em defesa dos acionistas minoritários. Dessa maneira, caracterizam-se por acordos de voto quando visam à vinculação de um grupo de acionista a fim de garantir que o poder seja mantido. Ou com o intuito de formar um grupo que isoladamente não detém o controle, mas quando unificados possuam a maioria dos votos (CARVALHOSA, 2003).

Finalmente, são denominados de acordos de defesa aqueles que congregam um número de minoritários, cuja participação total não é capaz de garantir o controle da firma, assegurando, porém, a oposição ao grupo controlador, a fiscalização adequada, ou ainda que determinados direitos garantidos por lei sejam exercidos, como: eleger representantes no conselho de administração (FILHO, 2001; CARVALHOSA, 2003).

Dessa maneira, os acordos de acionistas são capazes de alterar indiretamente a relação entre o controle de propriedade e o controle sobre o fluxo de caixa, independentemente da emissão de dois tipos de ações, bem como do uso de pirâmides que visam à manutenção ou obtenção do controle (VILLALONGA; AMIT, 2008), alterando, assim, a proporcionalidade uma ação (ON), um voto (BAGLIONI, 2011). Logo, acompanhada pelo embasamento teórico pelo qual ela foi derivada, em seguida, ser-se-ão apresentadas as hipóteses de pesquisa cujo trabalho propõe responder.

### **3. HIPÓTESE DE PESQUISA**

Visto que os mecanismos de governança corporativa, sobretudo, a estrutura de propriedade, são impactados pelo nível de proteção institucional do país (LA PORTA *et al*, 1997) os conflitos de interesses apontados pela teoria da agência em mercados de baixa proteção legal ocorrem sob a perspectiva dos acionistas majoritários e minoritários (SHLEIFER, VISHNY, 1997; LA PORTA *et al*, 2000).

Essa influência do contexto institucional sobre os mecanismos internos de GC realça a necessidade de se explorar ainda mais esse tema. Sobretudo, o impacto da convenção de contratos capazes de alterar indiretamente as relações, bem como o equilíbrio do poder de controle exercido pelos acionistas na EP por meio do vínculo de ações na formação de blocos de acionistas (VILLALONGA; AMIT, 2008). De modo que os resultados empíricos obtidos por Volpin (2002) sugerem maior sensibilidade à demissão de executivos com desempenho insatisfatório quando há um bloco de acionistas, formado por meio dos acordos, capaz de contestar o controle. Roosenboom e Schramade (2006) investigaram o efeito provocado por eles com uma amostra de firmas francesas que realizaram IPO, de maneira que a presença desses pactos têm relação positiva com o valor de mercado da firma após a subscrição.

Outro autor também confirma essa relação. Belot (2008) aponta que o efeito negativo do controle exercido por grandes acionistas impactado no valor da firma tende a desaparecer quando há um bloco de controle formado através dos acordos. Villalonga e Amit (2009) perceberam que as empresas cujo controle é familiar são aquelas que mais se utilizam do controle indireto por meio de pirâmides societárias, emissão de ações sem direito a voto e acordos de acionistas. De maneira que esse último apresenta relação positiva com o valor da firma, ou seja, diminui o efeito entrenchamento. Esses resultados estão em consonância com o argumento de que os acordos podem atuar como reorganizador do poder entre os acionistas que compõem a EP da firma. De maneira a corrigir situações extremas, ou seja, quando o grau de concentração é elevado pode ser usado para limitar o poder de voto, por outro lado, pode fortalecer acionistas com participações acionárias inexpressivas (BAGLIONI, 2011). Com base nisso a primeira hipótese de pesquisa é desenvolvida da seguinte forma:

**H1 – Quando considerada a estrutura de propriedade indireta formada por meio das ações vinculadas os acordos e acionistas impactam positivamente no valor de mercado das firmas.**

Por outro lado, desenvolvendo uma análise mais robusta sobre os ACs, por meio do índice de qualidade denominado de *SAI*, os resultados encontrados por Carvalhal (2012) sugerem que quanto maior a presença de cláusulas garantidoras de direitos aos acionistas minoritários, ou seja, que mitigam a capacidade dos detentores do controle de expropriá-los em benefício próprio, maior o valor de mercado da firma. Esse ponto de vista é consistente com o argumento de Chemla *et al* (2007) cujos acordos de acionistas desempenham um papel ainda mais importante em mercados de baixa proteção legal com EP concentrada, pois inibiriam a capacidade do maior acionista de extrair benefícios privados em função dos minoritários. Deriva-se desses resultados empíricos, portanto, a seguinte hipótese de pesquisa:

**H2 - A proteção garantida aos acionistas minoritários nos acordos de acionistas impacta positivamente no valor de mercado das firmas.**

Assim, este trabalho tem o objetivo de ampliar o entendimento a respeito da capacidade de realocação do poder através dos acordos à medida que a estrutura de propriedade é alterada, bem como, busca compreender se a qualidade deles, no sentido de reduzir a expropriação, é capaz de causar o aumento do valor da firma.

#### **4. ASPECTOS METODOLÓGICOS**

##### **Amostra e Coleta de Dados**

Os dados utilizados no presente trabalho são de natureza secundária. A amostra compreende as empresas brasileiras de capital aberto negociadas na BMF&Bovespa. Além disso, devido às particularidades da estrutura de capital e de seus indicadores, foram excluídas as empresas do setor financeiro e de fundos, bem como, observações cuja firma apresentava patrimônio líquido negativo no respectivo período. Tais medidas visam padronizar os dados em busca de resultados mais consistentes.

O corte longitudinal compreende o período de 1999 a 2013. Dessa maneira, a amostra final é compreendida por um total de 472 empresas que não necessariamente estão presente em todo período analisado.

Devido à ausência de informação em uma única base, a coleta de dados referente à estrutura de propriedade foi realizada por meio de três bases de dados distintas. A primeira delas foi o Sistema de Divulgação Externa (*DIVEX*) de onde foram baixados os respectivos arquivos correspondentes a cada empresa pesquisada no período de 1999 a 2008. Quanto aos dados referentes ao período de 2009 a 2013, foram extraídos da base de dados *Econômica* e do sítio eletrônico da BMF&Bovespa. No que diz respeito à coleta dos acordos de acionistas, optou-se por utilizar o *website* da CVM. Os dados econômico-financeiros das empresas foram extraídos da base de dados *Econômica* em valores dolarizados (*Ptax* de venda).

##### **Variáveis**

Foi selecionada como variável dependente o *Market-to-book*. Trata-se de uma medida utilizada em alguns trabalhos que buscaram identificar o afeito das características da EP e dos ACs no valor da firma (THOMSEN; PEDERSEN, 2000; CLAESSENS *et al*, 2002; DOUMA *et al*, 2006; CARVALHAL, 2012). A operacionalização da variável é apresentada pelo Quadro 1.

Quadro 1 - Variável Dependente

Variável	Código	Fórmula e Descrição
<i>Market-to-book</i>	<i>mkbook</i>	$\text{Market to book} = \frac{\text{Preço da Ação}}{\text{PVP}}$ <p>Onde: PVP – Refere-se ao valor patrimonial por ação (é a razão entre o valor do patrimônio líquido e o número de ações emitidas).</p>

Fonte: Elaborado pelo autor.

Quanto às variáveis predictoras, a presença de acordos de acionistas foi representada por uma variável *dummy*. Além disso, para se verificar o efeito da qualidade deles no valor de mercado da firma, levando em consideração a complexidade dos contratos, o *shareholder agreement index* (SAI) desenvolvido por Carvalho (2012) foi utilizado. O SAI é mensurado por meio da presença de cláusulas capazes de beneficiar os acionistas minoritários, prevenindo a ocorrência do efeito entrenchamento. É composto por 24 perguntas, cada uma delas pode ser respondida através de ‘sim’ ou ‘não’ (O questionário utilizado para a construção do índice está em anexo). De modo que a cada ‘sim’ o indicador computaria ‘1’ ponto e ‘0’ para cada ‘não’, portanto, esse índice pode variar de 0 até 24 pontos. Além disso, cada uma das cinco dimensões que formam o SAI serão testadas de maneira independente como variáveis predictoras. O Quadro 2 oferece um resumo contendo uma breve descrição.

Quadro 2 – Variáveis Predictoras

Variável	Código	Descrição
Agree	<i>agree</i>	Variável do tipo dummy, (1) quando a firma possui acordo de acionistas e (0) quando não possui.
Shareholder Agreement Index	<i>sai</i>	O indicador que mensura a qualidade total dos acordos de acionistas.
Transferência de ações	<i>act</i>	A primeira dimensão é formada por cláusulas que impõem restrições quanto à transferência de ações.
Dividendo	<i>acd</i>	Diz respeito à cláusula que impede a diminuição injustificável dos dividendos pagos aos minoritários.
Investimento	<i>aci</i>	A dimensão investimento está associada a restrições quanto à realização de investimentos que vão de encontro com os objetivos da firma.
Financiamento	<i>acf</i>	É formada por cláusulas que restringem o endividamento excessivo.
Governança Corporativa	<i>acgc</i>	A última dimensão é formada por cláusulas que fortalecem diretamente os mecanismos de governança corporativa, bem como por disposições associadas a aspectos negativos.

Fonte: Elaborado pelo autor.

No que diz respeito às variáveis de controle da estrutura de propriedade, a participação direta dos acionistas é representada pelas ações com direito a voto (ações ordinárias) e total (direitos sobre o fluxo de caixa) detido pelo maior acionista. As participações indiretas formadas através do bloco de ações vinculadas também foram consideradas quando representam um percentual maior do que a participação direta. Assim, o Quadro 3 descreve resumidamente essas variáveis.

Quadro 3 - Variáveis de Estrutura de Propriedade

Variável	Código	Descrição
Participação com Direito a Voto do Maior Acionista.	<i>vot</i>	Representa a participação direta com direito a voto do maior acionista.
Participação Total do Maior Acionista.	<i>tot</i>	Trata-se do percentual total detido pelo acionista controlador.
Participação indireta com Direito a Voto dos Membros do Acordo de Acionista	<i>avot</i>	Representa da participação indireta com direito a voto do grupo formado por meio das ações vinculadas.
Participação Indireta Total dos Membros do Acordo de Acionista.	<i>atot</i>	Trata-se da participação indireta total do grupo formado por meio das ações vinculadas.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para controlar as interferências de outras variáveis no modelo, uma série de variáveis de controle adicionais foram selecionadas com base na literatura citada. Um resumo delas são apresentadas no Quadro 4.

Quadro 4 - Variáveis de Controle

Variável	Código	Descrição
Tamanho	Ltotassets	Corresponde ao logaritmo do ativo total medido em milhares de dólares.
Rentabilidade sobre o Ativo Total - ROA	ROA	Indicada a rentabilidade da firma em função do ativo total. $ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$

Endividamento	Leverage	Refletem quanto às empresas tomaram de capital de terceiro em função do capital próprio. $\text{LEVERAGE} = \frac{\text{Passivo Total}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
Emissão de ADRs	ADR	Variável do tipo dummy, se a empresa tem dupla listagem no mercado norte americano a variável recebe o valor 1, caso contrário 0.

Fonte: Elaborado pelo autor.

### Modelos propostos

Tendo em vista os desafios inerentes ao problema de pesquisa proposto por esse trabalho, quanto à estratégia empírica, optou-se pelo método de Efeitos Fixos (EF) não observados para dados em painel.

O primeiro modelo busca verificar, inicialmente, o efeito da presença de acordos de acionistas (*agree*) e posteriormente a qualidade dos acordos (*SAI*) no valor de mercado (*mkbook*) das firmas que compõem a amostra. Cada variável de estrutura de propriedade (*vot*, *avot*, *tot*, *atot*) foi testada separadamente em virtude da multicolinearidade apresentada quando rodadas conjuntamente.

Quanto ao segundo modelo duas características o difere do anterior. Primeiramente, cada uma das cinco dimensões (*act*, *acd*, *aci*, *acfe* e *acgc*) são testadas de maneira independente e depois conjuntamente, ou seja, um teste para cada uma delas e as cinco dimensões de uma vez só. Busca-se, dessa maneira apresentar um modelo empírico alternativo que visa dar mais robustez as análises efetuadas.

## 5. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Inicialmente, foram verificados se os pressupostos da análise de regressão são atendidos. Dessa maneira, buscou-se testar a normalidade *univariada* e *multivariada* da variável dependente. Em todos os casos as hipóteses nulas de normalidade foram rejeitadas. Esse resultado pode ser gerado devido a uma série de observações atípicas denominadas de *outliers* (HAIR et al, 2009) e pela característica dos dados (*dummies* e variáveis somatórias). Optou-se, quando oportuno, pela *winsorização* dessas variáveis a um nível de 10%.

A base de dados inicial continha 551 empresas (5.862 observações), das quais 95 (17,24%) detinham acordos de acionistas. Após a exclusão do setor de Finanças e Seguros e das empresas com patrimônio líquido negativo, a composição final da amostra foi formada por 472 companhias (4.303 observações), das quais 86 (18,22%) com acordos.

Ao longo de todo o período analisado a média geral do controle exercido pelo maior acionista é de 56,9%, contudo, quando se considera o percentual de controle indireto formado através das ações vinculadas há um aumento de 8% atingindo a marca de 61,2%. Evidenciando ainda mais a característica de propriedade concentrada do mercado brasileiro.

Em geral, de maneira direta 61% da amostra possui um acionista controlador. Contudo, quando levado em consideração ações vinculadas, há um aumento de 11%, compreendendo 68% da amostra. Esse resultado indica que a pulverização do capital no mercado brasileiro, pode, em parte, estar associada com a manutenção do controle indireto através do uso desses contratos. É o caso, por exemplo, da empresa Positivo Informática cujo acordo de acionista (a partir do ano de 2007) é formado pelos 4 maiores sócios. A Positivo tem sua estrutura de propriedade categorizada como pulverizada, pois o maior acionista tem apenas 14% das ações ordinárias. Entretanto, quando levado em consideração o acordo de acionista o grupo formado detém 70,5% das ações. Portanto, indiretamente a empresa possui um grupo controlador.

No que se trata da frequência com que os acordos proporcionavam a um grupo de acionistas a obtenção do controle da companhia em todo período analisado foram 386 ocorrências (52%). A manutenção esteve frequente em 45,8% das observações. É o caso da Ambev empresa do setor de alimentos e bebidas cujo acionista controlador mesmo possuindo uma participação de

aproximadamente 53% faz parte do grupo de ações vinculadas aumentado seu controle para 71,5%.

Quanto aos acordos de defesa ainda são raros no Brasil. Eles aparecem em apenas 2,2% das observações. Um exemplo é o da companhia Saraiva Livreiros. O acordo de defesa é composto por um grupo de quatro acionistas membros da família fundadora da empresa. O percentual de controle formado pelo grupo é de 20,05%, de modo que já é possível eleger membros no conselho de administração, garantindo que alguns interesses sejam levados em consideração nas decisões estratégicas da firma.

Quanto ao SAI, o resultado médio encontrado foi de 9,07 pontos com um desvio padrão de aproximadamente 3 pontos. No que diz respeito à avaliação mais baixa encontrada, de 1 ponto, foi obtida pela empresa Linx do setor de Software e Dados apenas no ano de 2013. Empresas reconhecidas no mercado de capitais como BR Foods e Natura obtiveram respectivamente 5,6 e 7 pontos em pelo menos um período analisado. Por outro lado, a pontuação máxima, de 16, foi atingida pela empresa Braskem. Outras companhias como: Ambev, Vale, Cielo e JBS Friboi tiveram pontuações elevadas acima de 12 pontos.

Para obtenção de uma percepção mais precisa de como as empresas brasileiras utilizam-se dos acordos de acionistas a Tabela 1 fornece a média de cada uma das cinco dimensões investigadas. Quanto a primeira o resultado médio foi de 3,76 o mais alto encontrado. A segunda dimensão, cujo objetivo é a restrição da diminuição do pagamento de dividendos obteve um resultado médio de 0,32 (destaca-se que ela é composta por apenas uma questão, portanto, podendo variar de 0 até 1). A terceira, a dimensão que diz respeito às cláusulas de investimento e a quarta, de financiamento, apresentaram uma pontuação de, respectivamente, 1,55 e 0,86. Quanto à governança corporativa, cujas cláusulas que incentivam a expropriação dos minoritários foram as mais frequentes na maioria dos acordos, apresentou o resultado médio de 2,56 pontos.

Tabela 1 - Média das Cinco Dimensões do SAI

Dimensão	Pontuação Obtida	(Escala da Pontuação)
SAI	9.07	0 - 24
1. Transferência de ações	3.76	0 - 6
2. Dividendo	0.32	0 - 1
3. Investimento	1.55	0 - 5
4. Financiamento	0.86	0 - 3
5. Governança Corporativa	2.56	0 - 9

Fonte: Dados da Pesquisa

### Resultados dos Modelos

O Modelo 1 tem o objetivo de testar o efeito dos acordos de acionistas sobre o valor de mercado das firmas. A Modelo 1.4).

Tabela 1 apresenta os resultados levando em consideração a participação com direito a voto direta (Modelo 1.1) e indireta (Modelo 1.2). Bem como, da participação total direta (Modelo 1.3) e indireta (Modelo 1.4).

Tabela 1 - Resultados do Modelo 1 e a Participação com Direito a Voto

	Participação Direta				Participação Indireta			
	Modelo 1.1		Modelo 1.2		Modelo 1.3		Modelo 1.4	
agree	<b>0.171**</b>	-	0.089	-	<b>0.173**</b>	-	0.088	-
sai	-	<b>0.018**</b>	-	0.01	-	<b>0.018**</b>	-	0.01
vot	<u>0.003</u>	<u>0.003</u>	-	-	-	-	-	-
avot	-	-	<b>0.004***</b>	<b>0.004***</b>	-	-	-	-
tot	-	-	-	-	<b>0.005***</b>	<b>0.005***</b>	-	-
atot	-	-	-	-	-	-	<b>0.004***</b>	<b>0.004***</b>
leverage	<b>0.006***</b>	<b>0.006***</b>	<b>0.006***</b>	<b>0.006***</b>	<b>0.006***</b>	<b>0.006***</b>	<b>0.006***</b>	<b>0.006***</b>
roa	<b>0.012***</b>	<b>0.012***</b>	<b>0.012***</b>	<b>0.012***</b>	<b>0.012***</b>	<b>0.012***</b>	<b>0.012***</b>	<b>0.012***</b>
Ltotassets	<b>0.260***</b>	<b>0.261***</b>	<b>0.263***</b>	<b>0.264***</b>	<b>0.253***</b>	<b>0.254***</b>	<b>0.255***</b>	<b>0.256***</b>

adr	0.397	0.397	0.403	0.405	0.406	0.407	0.411	0.412
_cons	-2.189***	-2.203***	-2.277***	-2.284***	-2.108***	-2.124***	-2.121***	-2.129***
r2_ within	0.08	0.08	0.081	0.081	0.081	0.081	0.081	0.081
rho	0.655	0.655	0.656	0.656	0.65	0.65		0.649
n observations	3493	3493	3493	3493	3493	3493		3493
n firms	434	434	434	434	434	434		434

\* p<0.1; \*\* p<0.05; \*\*\* p<0.01

Fonte: Dados da Pesquisa

Dessa maneira, quando a variável de EP é a participação direta (Modelo 1.1), a presença de acordos de acionistas (*agree*) apresentou um coeficiente  $\beta$  de 0,171 (*p-value* < 5%), entendese, portanto, que o valor de mercado de empresas com acordo de acionistas é de aproximadamente 17,09% maior. Resultado semelhante aos obtidos por Roosenboom e Schramade (2006). Quando o SAI é introduzido, tem-se em média, para cada aumento de um ponto do SAI um MB de aproximadamente 2% superior, pois os resultados indicam um coeficiente  $\beta$  de 0,018 (*p-value* < 5%). Esse efeito em um primeiro momento parece inexpressivo. Contudo, quando se considera o valor médio do SAI de 9,07 pontos o impacto no valor de mercado da firma é de aproximadamente 16,52%. Resultado condizente com a hipótese de que quanto maior a capacidade dos acordos de acionistas em mitigar a expropriação dos minoritários maior o efeito provocado no valor da firma. Argumento em consonância com Chemla *et al* (2007), Carvalhal (2012) e com a segunda hipótese da pesquisa.

Além disso, o modelo 1.3 apresenta os resultados encontrados levando em consideração a participação total direta como variável de EP. Assim como os resultados já obtidos (utilizando-se *vot*), quando há a presença de acordos de acionistas (*agree*) o efeito é positivo no valor da firma. Bem como, em média, para cada ponto no SAI há um impacto médio de 1,86% no valor. Novamente, o resultado é consistente com Chemla *et al* (2007), Carvalhal (2012) e com a segunda hipótese.

Por outro lado, quando considerada a participação indireta da EP – Modelo 1.2 e 1.4 – os resultados da presença de acordos e da qualidade deles, mostraram-se inconclusivos, ou seja, sem significância estatística. Logo, as regressões efetuadas com a estrutura de propriedade indireta, cujo argumento é que o aumento no valor da firma estaria relacionado com a reorganização do poder, mensurada por meio das ações vinculadas, não foi consistente. Resultados, portanto, que vão de encontro com Volpin (2002), Belot (2008), Villalonga e Amit (2009) e Baglioni (2011). Rejeitando-se, portanto, a hipótese 1. Destaca-se também que esses resultados vão de encontro com a capacidade dos acordos de mitigar a expropriação dos minoritários (*hipótese 2*), pois quando se considera a estrutura indireta de propriedade formada com o vínculo das ações (entre os membros dos acordos) o SAI deixa de ser significativo.

## Modelo 2

Tendo em vista os resultados conflitantes obtidos por meio do Modelo 1, foram realizados testes adicionais decompondo-se cada dimensão do SAI. Busca-se, dessa maneira, verificar qual o efeito que cada uma das dimensões provoca isoladamente no valor da firma (*do Teste 1 até o 5*), bem como em conjunto (*Teste 6*). Desta vez, em virtude da disponibilidade de espaço será apresentada como variável de EP a estrutura de propriedade total.

A Tabela 2 apresenta os testes realizados, considerando-se a EP total direta. Dessa maneira, no que diz respeito às dimensões todas apresentaram coeficientes  $\beta$  positivos, ainda que apenas a de investimento ( $\beta = 0,079$ ; *p-value* < 10%) e a de governança corporativa ( $\beta = 0.071$ ; *p-value* < 5%) foram estatisticamente significantes. Por outro lado, quando analisadas conjuntamente a única dimensão que apresentou consistência foi a (*acgc*), além disso, destaca-se que a intensidade provocada é ainda maior. Dessa maneira, entende-se que 1 ponto na dimensão de governança corporativa tem um efeito médio de 10,02% no valor da firma.

Assim, considerando-se o valor médio obtido pelas empresas nessa dimensão o efeito provocado seria de 25,6%.

Tabela 2 - Resultados do Modelo 2 com a Estrutura de Propriedade Direta

Variáveis	Teste 1	Teste 2	Teste 3	Teste 4	Teste 5	Teste 6
act	0.029					-0.04
acd		0.113				-0.094
aci			0.079*			0.133
acf				0.056		-0.148
acgc					0.071**	0.100**
tot	0.004*	0.004*	0.005*	0.004*	0.005*	0.002*
leverage	0.006***	0.006***	0.006***	0.006***	0.006***	0.005***
roa	0.012***	0.012***	0.012***	0.012***	0.012***	0.012***
Ltotassets	0.256***	0.262***	0.256***	0.260***	0.255***	0.256***
adr	0.34	0.316	0.378	0.315	0.429*	0.409
_cons	-2.126***	-2.180***	-2.126***	-2.154***	-2.143***	-2.143***
r2_w	0.08	0.08	0.081	0.08	0.082	0.084
rho	0.649	0.651	0.651	0.65	0.65	0.65
N	3493	3493	3493	3493	3493	3493
N_g	434	434	434	434	434	434

\* p<0.1; \*\* p<0.05; \*\*\* p<0.01

Fonte: Dados da Pesquisa

Em seguida, a Tabela 3 demonstra os resultados obtidos quando a estrutura de propriedade total indireta formada pelas ações vinculadas é considerada. Dessa maneira, percebe-se que todas as dimensões testadas isoladamente (*Teste 1 até o 5*) não apresentam resultados consistentes, em consonância com a rejeição das hipóteses 1 e, parcialmente, com a 2. No entanto, quando as dimensões que compõem o SAI são testadas em conjunto (*Teste 6*), aquela que diz respeito a governança corporativa (*acgc*) apresenta aderência com a variável dependente. Ou seja, nesse caso o resultado obtido indica que cláusulas de governança corporativa que atuam no sentido de mitigar a expropriação dos acionistas minoritários impactam positivamente no valor da firma, considerando-se o bloco de controle formado pelo acordo de acionistas.

Tabela 3- Resultados do Modelo 2 com a Estrutura de Propriedade Indireta

Variáveis	Teste 1	Teste 2	Teste 3	Teste 4	Teste 5	Teste 6
act	0.01					-0.046
acd		0.027				-0.111
aci			0.046			0.112
acf				0.014		-0.13
acgc					0.046	<b>0.088*</b>
atot	<b>0.004*</b>	<b>0.005**</b>	<b>0.004*</b>	<b>0.005**</b>	<b>0.004*</b>	<b>0.004*</b>
leverage	<b>0.006***</b>	<b>0.006***</b>	<b>0.006***</b>	<b>0.006***</b>	<b>0.006***</b>	<b>0.006***</b>
roa	<b>0.012***</b>	<b>0.012***</b>	<b>0.012***</b>	<b>0.012***</b>	<b>0.012***</b>	<b>0.012***</b>
Ltotassets	<b>0.257***</b>	<b>0.259***</b>	<b>0.256***</b>	<b>0.259***</b>	<b>0.255***</b>	<b>0.257***</b>
adr	0.367	0.354	0.406	0.354	<b>0.445*</b>	0.414
_cons	<b>-2.147***</b>	<b>-2.170***</b>	<b>-2.128***</b>	<b>-2.164***</b>	<b>-2.128***</b>	<b>-2.136***</b>
r2_w	0.081	0.081	0.081	0.081	0.081	0.084
rho	0.648	0.648	0.649	0.648	0.648	0.647
N	3493	3493	3493	3493	3493	3493
N_g	434	434	434	434	434	434

\* p<0.1; \*\* p<0.05; \*\*\* p<0.01

Fonte: Dados da Pesquisa

## 6. CONCLUSÃO

Essa pesquisa está fundamentada sobre a nova perspectiva da governança corporativa cujos problemas de agência estão relacionados entre os acionistas controladores e os minoritários. Nesse contexto, esse trabalho se propôs a investigar o efeito desses acordos no valor de mercado das firmas brasileiras. Considerando-se a estrutura direta de propriedade as

regressões de efeitos fixos fornecem indícios que a utilização de acordos de acionistas está associada ao aumento no valor da firma, em consistência com Roosenboom e Schramade (2006) e Carvalho (2012). No entanto, a presença de acordos de acionistas por si só é insuficiente para entender qual o efeito provido por esses contratos. Logo, introduziu-se o *SAI*, de maneira que os resultados encontrados apontam que o efeito no valor da firma é positivo à medida que aumenta a capacidade do acordo de acionista em mitigar a expropriação do acionista minoritário e, portanto, quando há aumento no valor do *SAI*. Em consonância com Chemla *et al* (2007) e, sobretudo, com Carvalho (2012).

Além disso, os testes adicionais realizados separadamente com cada uma das dimensões que compõem o *SAI* aumentam as evidências de que a redistribuição do poder poderia estar associada a determinadas características das cláusulas que compõem os acordos, pois apenas duas delas obtiveram significância estatística (a dimensão de investimento e a de governança corporativa).

Por outro lado, as regressões efetuadas com a EP indireta não foram capazes de prover indícios nesse sentido. Todos os testes realizados se mostraram inconsistentes quando era introduzida, tanto a participação total como a de controle. Logo, pode-se inferir que a reorganização do poder obtida por meio do bloco de acionistas signatários do acordo não apresentou evidências de estar associada com o aumento do valor da firma. Além disso, destaca-se que nesse caso o *SAI* também deixa de apresentar aderência.

Quanto as principais limitações percebidas ao longo do desenvolvimento desse trabalho têm relação, sobretudo, à base de dados. Primeiramente, não há uma padronização no que diz respeito às informações contidas nos acordos, fato que dificulta a coleta dos dados. De maneira que a interpretação das cláusulas e, posteriormente, sua categorização estão associadas à subjetividade do pesquisador. Além disso, há uma dificuldade na mensuração da EP indireta, pois na maior parte dos acordos não é informado quanto o percentual de ações detido por seus membros representam da EP da firma.

A principal sugestão para pesquisas futuras está relacionada com a inclusão de empresas sob diferentes contextos institucionais. Pois, os resultados obtidos por esse trabalho sugerem que os ACs desempenham um papel ainda mais importante em mercados de baixa proteção legal com grau de EP concentrada. No entanto, essas diferenças institucionais podem resultar em práticas distintas no que diz respeito à utilização desses contratos.

## 7. REFERÊNCIAS

- BAGLIONI, Angelo. Shareholders' agreements and voting power: Evidence from Italian listed firms. **Applied Economics**, v. 43, p. 4043-4052, 2011.
- BELOT, François. Shareholder agreements and firm value: Evidence from French listed firms. **Université de Cergy-Pontoise Working Paper No. 1282144**, October, 2008.
- BERLE, Adolf A.; BERLE, Means, GARDINER C. **Modern Corporations and Private Property**. New York: Macmillian, 1932.
- CARVALHAL, Andre. Do shareholder agreements affect market valuation? Evidence from Brazilian listed firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, p. 919–933, 2012.
- CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2003.
- CHEMLA, Gilles; LJUNGQVIST, Alexander; HABIB, Michel A. An analysis of shareholder agreements. **Journal of the European Economic Association**, v. 5, n. 1, p. 93–121, 2007.
- CLAESSENS, Stijn; FAN, Joseph P. H. Corporate Governance in Asia: A Survey. **International Review of Finance**, v. 3, n. 2, p. 71-103, 2002.
- CLAESSENS, Stijn.; DJANKOV, Simeon.; JOSEPH, Fan, P. H.; LANG, Larry. H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

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

DENIS , Diane K.; MCCONNEL, John J. International corporate governance. **Journal of Financial & Quantitative Analysis**, v. 38, n. 1, p. 1-36, 2003.

DOUMA, Sytse; GEORGE, Rejie; KABIR, Rezaul. Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: evidence from a large emerging market. **Strategic Management Journal**, v. 27, p. 637–657, 2006.

FACCIO, Mara; LANG, Larry H.; YOUNG, Leslie. Dividends and Expropriation. **American Economic Review**, v. 91, n. 1, p. 54-78, 2001.

FAMA, Eugene F; JENSEN, Michael C. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FILATOTCHEV, Igor; KAPELYUSHNIKOV, Rostislav; DYOMINA, Natalya; AUKUTIONEK, Sergey. The effects of ownership concentration on investment and performance in privatized firms in Russia. **Managerial & Decision Economics**, v. 22, n. 6, p. 299-313, 2001.

FILHO, Celso B. Acordo de acionistas : panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina legal. **Revista de Informação Legislativa**, v. 38, n. 152, p. 243-267, 2001.

GIANFRATE, Gianfranco. What do shareholders' coalitions really want? Evidence from Italian voting trusts. **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, n. 2, p. 122–132, 2007.

HAIR, Joseph F. JR; BLACK, William C.; BABIN, Barry; ANDERSON, Rolph E., TATHAM, Ronald L. **Análise Multivariada de Dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

JENSEN, Michael C. Organization Theory and Methodology. **The Accounting Review**, v. 58, n. 2, p. 319-339, 1983.

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

JOHNSON, Simon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Tunnelling. **American Economic Review**, Vol. 90, No. 2, v. 90, n. 2, p. 22-27, 2000.

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio S; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership around the World. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

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

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Investor Protection and Corporate Valuation. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

LEAL, Ricardo P. C.; SILVA, André C. Controle compartilhado e o valor das empresas brasileiras. **RAC-Eletrônica**, v. 2, n. 2, p. 296-310, 2008.

MORCK, Randall; SHLEIFER, Andre; VISHNY, Robert W. Management ownership and market valuation an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 293-315, 1988.

ROOSENBOOM, Peter; SCHRAMADE, Willem. The price of power: Valuing the controlling position of owner-managers in French IPO firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, p. 270-295, 2006.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Large Shareholders and Corporate Control. **Journal of Political Economy**, v. 94, n. 3, p. 461-488, 1986.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-833, 1997.

SILVA, André, L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração - RAUSP**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

VILLALONGA, Belen ; AMIT , Raphael. H. How are U.S.family firms controlled? **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 8, p. 3047-3091, 2009.

VOLPIN, Paolo. Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy. **Journal of Financial Economics**, v. 64, p. 61-90, 2002.

YOUNG, Michael N.; PENG, Mike W; AHLSTROM, David; BRUTON, Garry D.; JIANG, Yi. Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220, 2008.

## 8. ANEXOS

### ANEXO A - QUESTIONÁRIO DE FORMAÇÃO DO SAI

Quadro 5 - Questionário de formação do Índice de Qualidade do Acordo de Acionista - SAI

Dimensão	Código
<b>1. Transferência de ações</b>	<b>ACT</b>
1. O acordo não contém o direito de preferência?	ACT1
2. O acordo não contém opções de venda?	ACT2
3. O acordo não contém opções de compra?	ACT3
4. O acordo não contém o direito de tag-along?	ACT4
5. O acordo não inclui o direito drag-along?	ACT5
6. O acordo não restringe a transferência de ações?	ACT6
<b>2. Dividendo</b>	<b>ACD</b>
7. O acordo restringe a diminuição de pagamento de dividendos?	ACD1
<b>3. Investimento</b>	<b>ACI</b>
8. O acordo proíbe operações que vão além das metas corporativas?	ACI1
9. O acordo restringe determinadas fusões e aquisições?	ACI2
10. O acordo impõe limites e restrições aos investimentos?	ACI3
11. O acordo restringe a venda de ativos?	ACI4
12. O acordo proíbe a concorrência com a própria empresa?	ACI5
<b>4. Financiamento</b>	<b>ACF</b>
13. O acordo restringe o endividamento?	ACF1
14. O acordo restringe a emissão de ações a preços preferenciais?	ACF2
15. O acordo proíbe a vinculação de garantias na obtenção de capital de terceiros?	ACF3
<b>5. Governança Corporativa</b>	<b>ACGC</b>
16. O acordo estabelece o sistema de remuneração dos executivos?	ACGC1
17. O acordo restringe operações com partes relacionadas?	ACGC2
18. O acordo estabelece os critérios à nomeação de auditores independentes?	ACGC3
19. O acordo estabelece a resolução de conflitos por meio de arbitragem?	ACGC4
24. O acordo estabelece outros tipos de mecanismos de governanças?	ACGC5
20. O acordo não restringe a liberdade dos membros do conselho na nomeação do CEO?	ACGC5
21. O acordo não restringe a liberdade dos acionistas em nomear os membros do conselho?	ACGC6
22. O acordo não restringe os votos dos conselheiros em reuniões preliminares?	ACGC7
23. O acordo não restringe os votos dos acionistas em reuniões preliminares?	ACGC8
24. O acordo estabelece outras cláusulas positivas de governança corporativa?	ACGC 9

Fonte: Carvalho, (2012).

## ANEXO B

Tabela 4 - Coeficientes de correlação das variáveis

	Mkbook	Vot	Avot	Tot	Atot	Agree	Sai	Act	Acd	Aci	Acgc	Acf	Lev.	Roa
Mkbook	1													
Vot	<b>-0.1220</b>	1												
Avot	<b>-0.0723</b>	<b>0.8886</b>	1											
Tot	0.0028	<b>0.8020</b>	<b>0.7120</b>	1										
Atot	<b>0.0501</b>	<b>0.6723</b>	<b>0.7884</b>	<b>0.8936</b>	1									
Agree	<b>0.0751</b>	<b>-0.2431</b>	<b>0.1195</b>	<b>-0.2276</b>	<b>0.1227</b>	1								
Sai	<b>0.0815</b>	<b>-0.2219</b>	<b>0.1226</b>	<b>-0.2068</b>	<b>0.1333</b>	<b>0.9415</b>	1							
Act	<b>0.0582</b>	<b>-0.2403</b>	<b>0.1105</b>	<b>-0.2183</b>	<b>0.1201</b>	<b>0.9363</b>	<b>0.9058</b>	1						
Acd	<b>-0.0035</b>	<b>-0.0733</b>	<b>0.0962</b>	<b>-0.0760</b>	<b>0.0873</b>	<b>0.5346</b>	<b>0.6267</b>	<b>0.4644</b>	1					
Aci	<b>0.0834</b>	<b>-0.1601</b>	<b>0.1013</b>	<b>-0.1641</b>	<b>0.0974</b>	<b>0.7188</b>	<b>0.8437</b>	<b>0.6116</b>	<b>0.6303</b>	1				
Acgc	<b>0.1012</b>	<b>-0.2086</b>	<b>0.1051</b>	<b>-0.1830</b>	<b>0.1343</b>	<b>0.8552</b>	<b>0.9109</b>	<b>0.7843</b>	<b>0.4676</b>	<b>0.6878</b>	1			
Acf	<b>0.0528</b>	<b>-0.1220</b>	<b>0.1062</b>	<b>-0.1278</b>	<b>0.1018</b>	<b>0.6602</b>	<b>0.7981</b>	<b>0.5711</b>	<b>0.6143</b>	<b>0.8206</b>	<b>0.6491</b>	1		
Lev.	<b>0.1564</b>	<b>-0.0085</b>	<b>-0.0229</b>	<b>-0.0036</b>	<b>-0.017</b>	<b>-0.0342</b>	<b>-0.0330</b>	<b>-0.0315</b>	<b>-0.0205</b>	<b>-0.0293</b>	<b>-0.0273</b>	<b>-0.0243</b>	1	
Roa	<b>0.1808</b>	0.0043	0.0091	0.0238	0.0277	0.0118	0.0111	0.011	0.0059	0.0085	0.0101	0.0076	<b>-0.0035</b>	1
Ltotassets	<b>0.1544</b>	<b>-0.0619</b>	0.0197	<b>-0.0423</b>	<b>0.0306</b>	<b>0.2405</b>	<b>0.2503</b>	<b>0.2224</b>	<b>0.1904</b>	<b>0.2334</b>	<b>0.1950</b>	<b>0.2296</b>	<b>-0.0332</b>	<b>0.0569</b>
Adr	0.0178	0.0272	<b>-0.0142</b>	<b>-0.0755</b>	<b>-0.1147</b>	<b>-0.1136</b>	<b>-0.1073</b>	<b>-0.1043</b>	<b>-0.0549</b>	<b>-0.0828</b>	<b>-0.0988</b>	<b>-0.0806</b>	0.0007	0.0064