

UNIVERSIDADE FEDERAL DE OURO PRETO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS E GERENCIAIS
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

**ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E VALOR DE EMPRESAS BRASILEIRAS: UMA
ANÁLISE A LUZ DA HIPÓTESE INCENTIVO/ENTRINCHEIRAMENTO**

HANNA FARALINE ALMEIDA DE MORAIS

MARIANA – MG.

2016

HANNA FARALINE ALMEIDA DE MORAIS

**ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E VALOR DE EMPRESAS BRASILEIRAS: UMA
ANÁLISE A LUZ DA HIPÓTESE INCENTIVO/ENTRINCHEIRAMENTO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Administração da Universidade Federal de Ouro Preto - UFOP, como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Administração. Orientado: ProfessorMSc. Fábio Viana de Moura

MARIANA – MG.

2016

MS27e Morais, Hanna Faraline Almeida de
 Estrutura de propriedade e valor de empresas brasileiras:
 uma análise a luz da hipótese incentivo/entrincheiramento
 [manuscrito]/ Hanna Faraline Almeida de Morais .-Mariana,
 MG, 2016.
 30 f.:

 Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Universidade
 Federal de Ouro Preto, Instituto de Ciências Sociais
 Aplicadas, Departamento de Ciências Econômicas e Gerenciais,
 DECEG/ICSA/UFOP

 1. Governança corporativa. 2. Incentivos na indústria.
 3. Bolsa de valores. 4. Análise discriminante. 5.
 MEM. 6. Monografia. I.Moura, Fábio Viana de. II.Universidade
 Federal de Ouro Preto - Instituto de Ciências Sociais
 Aplicadas - Departamento de Ciências Econômicas e
 Gerenciais. III. Título.

 CDU: Ed. 2007 -- 658.3
 : 15
 : 1415414

FICHA DE APROVAÇÃO

NOME DO ALUNO HANNA FARALINE ALMEIDA DE MORAIS

Artigo Científico apresentado junto ao Curso de Administração da Universidade Federal de Ouro Preto — UFOP, como requisito à obtenção do Título de Bacharel.

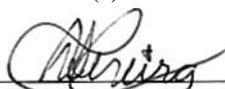
Orientador(a): Me. Fábio Viana de Moura

COMISSÃO EXAMINADORA



Professor Me. Fábio Viana de Moura

Orientador(a) e Presidente da Banca



Professor Me. ~~Ambrozina de Abreu Pereira Silva~~

Membro Avaliador



Professora Karla Luísa Costa e Costa

Membro Avaliador

Mariana, 20 de julho de 2016.

Aos meus pais Marcus e Carla, por
toda confiança, apoio e amor
incondicional.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus que sempre me proporcionou tudo para chegar até esse momento, e, em especial a minha mãe, Carla, e ao meu pai, Marcus, por me mostrar o valor de uma conquista, do conhecimento e do amor, sempre me incentivando a crescer.

As minhas irmãs, pelo apoio, companheirismo e pela torcida.

Aos meus amigos, por estarem sempre comigo.

Ao meu professor e orientador, Fábio, pela sabedoria, paciência e estímulo na realização da pesquisa. E, principalmente, por acreditar em mim!

Aos membros da banca examinadora, Karla e Ambrozina, pela assistência, disposição e contribuições.

“Treinem enquanto eles dormem, estude enquanto eles se divertem, persista enquanto eles descansam, e então viva o que eles sonham”.

Provérbio japonês

RESUMO

O presente trabalho buscou conceituar e analisar os efeitos da governança corporativa no Brasil e o poder de influência dos acionistas majoritários nas tomadas de decisões organizacionais, utilizando delineamentos teóricos sobre o efeito-incentivo e efeito-entrenchamento. Para isso, foi analisada a influência de algumas variáveis de estrutura de propriedade sobre o valor da empresa, que operam nos setores de bens industriais, materiais básicos, consumo não cíclico e construção e transporte, listadas no site da BM&BOVESPA no ano de 2015. Foi coletada uma amostra de 94 empresas. O procedimento metodológico utilizado por este estudo foi uma análise discriminante, com ajuste de modelo de regressão logística. A variável dependente considerou o cálculo do Q de Tobin, e as variáveis independentes consistiam nas características de estrutura de propriedade das empresas analisadas e variáveis de controle. Os resultados indicam que a variável percentual do maior acionista ordinário aponta que o aumento da proporção do capital retido, há uma maior probabilidade da empresa ser bem avaliada no mercado. Por outro lado, a variável percentual dos três maiores acionistas ordinários, indica que quanto mais se aumenta a proporção do capital de uma empresa, menor a probabilidade da empresa ser bem avaliada pelo mercado. Deste modo, o presente trabalho apresenta coerência com o efeito-incentivo e efeito-entrenchamento respectivamente, delineado pela literatura de referência.

Palavras-chave: Governança corporativa, Efeito Incentivo e Efeito Entrenchamento, Bolsa de Valores, Análise Discriminante.

ABSTRACT

The current work aims to conceptualize and analyze the effects of corporate governance in Brasil and it's power to influence the majority shareholders in their organizational decisions, showing, for that purpose, what are the legal provisions in the financial and administrative market, and also the tools that stabilished the beginning of of this process, their main strengths regarding outside control that guides and stimulates the capital market, always emphasizing the fundamental role of the Brazilian Institute of Corporate Governance through the codes of the best Corporate Governance, and of the Securities and Exchange Commission of Brazil with the guidance letter and mainly by the creation of the Corporate Governance differentiation levels by the Stock Exchange of São Paulo (BOVESPA). Therefore, the behavior of capital market is highlated in this work, as well as it's advantages and disadvantages to companies that decides to adopt these practices in their decision making. Key words: Corporative governance. Decision making. Capital market. Stock exchanges.

Key words:*Corporate Governance. Entrenchment and incentive effect. Discriminant analysis.*

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|----|
| Tabela 01: Classificação das empresas..... | 18 |
| Tabela 02: Resumo do modelo Backward Stepwise Condicional..... | 22 |
| Tabela 03: Teste Hosmerand Lemeshow | 23 |
| Tabela 04: Tabela de classificação..... | 23 |
| Tabela 05: Variáveis na equação | 24 |
| Tabela 06: Modelo com variáveis Removidas | 25 |

SUMÁRIO

| | |
|--|----|
| 1. INTRODUÇÃO..... | 11 |
| 2. REFERENCIAL TEÓRICO..... | 13 |
| 2.1 Conceituando a Governança Corporativa..... | 13 |
| 2.2 A Teoria da Agência | 14 |
| 2.3 Efeito Incentivo x Efeito Entricheiramento..... | 17 |
| 3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS | 18 |
| 3.1 Método utilizado e tipologia do estudo..... | 18 |
| 3.1.1 Variáveis independentes | 19 |
| 3.1.2 Variáveis dependentes | 19 |
| 3.1.3 Transformação do Q-tobin em variável dicotômica | 20 |
| 3.1.4 Variável de controle..... | 21 |
| 3.1.5 Modelo Empírico | 21 |
| 3.1.6 População, amostragem e coleta de dados..... | 21 |
| 4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE DADOS | 22 |
| 4.1 Ajuste do modelo pelo método Backward Stepwise Conditional | 22 |
| 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS | 26 |
| 6. REFERÊNCIAS | 28 |

1. INTRODUÇÃO

No início do século passado, os Conflitos de Agência não eram tão estudados dentro da Governança Corporativa. Pois, as estruturas de propriedade das empresas eram concentradas basicamente em uma pessoa, ou em um pequeno grupo. A gestão da empresa era exercida principalmente pelo proprietário, que tinha o controle do capital e gestão da empresa (MARTIN, 2004).

Porém, com o desenvolvimento das empresas, via ampliação dos negócios, a abertura de novos mercados e o aumento da complexidade das operações, requisitou um aperfeiçoamento da gestão. A necessidade de uma gestão profissionalizada, exercida por um gerente profissional acaba resultando na separação entre propriedade e controle. Hoje em dia, a estrutura societária das empresas, em certo países e mercados mobiliários é composta por alguns milhares de pequenos acionistas, havendo assim, uma separação entre proprietários (acionistas que detém o capital) e os administradores, que gerenciam o capital investido pelos acionistas. Situação da qual se decorre o chamado conflito de Agência, objeto de estudo da Governança Corporativa, que teve como principais autores Jansen e Mecking (1976), Berle e Mens (1932), Stualz (1988) (MARTIN, 2004).

Nesse contexto, de acordo com Martinez (1998), a Teoria da Agência ajuda a entender os conflitos da agência. E isso ocorre quando o acionista majoritário, aquele que possui a maior porcentagem de ações ordinárias (ações com direito a voto), em vez de tomar decisões que visam o objetivo geral da companhia, que é de aumentar o lucro de todos os acionistas, toma decisões que favorece principalmente sua riqueza e satisfação pessoal. Com isso, surge a necessidade da Governança Corporativa, como base para a redução desses conflitos e do comportamento oportunístico dos acionistas majoritários.

De acordo com a literatura, essa concentração de capital por parte dos acionistas majoritários, teria dois efeitos sobre a geração de riqueza para os acionistas e sobre o valor da empresa: o efeito-incentivo e o efeito-entrenchamento. No efeito-incentivo, a concentração de propriedade seria até certo ponto positiva para a geração de valor da empresa, diminuindo também os custos de agência. Isso se daria pelo fato da gestão da empresa ser executada de forma eficiente, em que os interesses de acionistas majoritários e minoritários estariam alinhados. Pois, aqueles teriam incentivos de controlar e fazer com que a empresa investisse em

projetos que fossem rentáveis para a organização como um todo (JENSEN E MECKING, 1976).

Por outro lado, a partir de determinada faixa de concentração na estrutura de propriedade e controle, geraria um efeito negativo para as companhias conhecido como efeito-entrenchamento. Pois, a elevada concentração na estrutura de propriedade da empresa, pode permitir que os acionistas majoritários por terem o domínio no processo de decisão, expropiem a riqueza dos acionistas minoritários, gerando assim custos de agência que diminuiriam o valor da firma (STULZ, 1988).

Segundo Correa (2008), em empresas onde as estruturas de propriedades são concentradas, a incidência de conflitos de agência é bem maior do que naquelas que apresentam uma estrutura de propriedade mais diversificada. Isso se dá pelo fato de que, a tomada de decisão de uma empresa com maior concentração se dá apenas por poucos ou apenas um acionista controlador o que pode motivar decisões dirigidas por interesses pessoais e oportunistas.

Deste modo o presente trabalho buscou estudar e resolver a seguinte questão de pesquisa: As variáveis características de estrutura de propriedade teriam potencial de classificar uma empresa como bem ou mal avaliada no mercado

Visando oferecer uma resposta ao problema de pesquisa, o objetivo geral deste trabalho foi investigar a influência de variáveis de estrutura de propriedade e controle sobre o valor de empresas que possuem e negociam seus títulos na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&BOVESPA). Para isso, foram analisadas companhias nos setores de bens industriais, materiais básicos, consumo não cíclico e construção e transporte no último ano de 2015.

A realização desse trabalho se torna importante por buscar uma alternativa metodológica para pesquisadores, empreendedores, empresários e demais interessados, meios de estudo em que conseguiriam avaliar se uma empresa seria ou não bem avaliada pelo mercado, observando variáveis relacionadas a estrutura de propriedade das empresas.

Adicionalmente, a pesquisa estudou a influência da estrutura de propriedade das companhias dos setores de Construção e Transporte, considerando que o Brasil é um país em que a construção está recebendo cada vez mais investimento nessa área, e o transporte está investindo em meios para se tornar mais aéreo e marítimo, o trabalho poderá vir a ser importante, por mostrar os impactos da estrutura de propriedade sobre o valor das empresas que operam nesses segmentos.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Conceituando a Governança Corporativa

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2015) Governança Corporativa (CG) é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. Na mesma direção, Witherell (1999 *apud* SILVA, 2006, p.3) afirma que Governança Corporativa é a forma sistemática por meio da qual as empresas são dirigidas e controladas, delegando poderes aos diferentes participantes da empresa, tal como conselho de administração, proprietários e *stakeholders*.

Muitos são os conceitos de GC, instituições como Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM) conceituam a Governança Corporativa de forma diferente. Importante notar, entretanto, que os propósitos da GC são muito semelhantes, a figura da prestação de contas entre os *Shareholders* e *Stakeholders*, por exemplo, está sempre presente, com vistas de contribuir para o aumento o valor das empresas e assim facilitar o acesso delas às fontes de capital.

A governança corporativa possui mecanismos que objetivam garantir e aumentar o retorno sobre os investimentos dos investidores. Dessa forma, há mecanismos de proteção aos acionistas de maneira a alinhar os interesses entre todas as partes envolvidas. Como exemplo, tem-se: conselho de administração, política de remuneração, publicação de relatórios regulares e mais transparentes, estrutura de propriedade e controle (SILVEIRA, 2004).

Além da Governança Corporativa, Jensen e Meckling (1976) desenvolveram uma teoria, conhecida como a Teoria da Agência, que descreve a relação conflituosa entre acionistas e gestores das empresas, os conflitos de agência. Esses conflitos podem ser observados entre um agente e um principal cujos interesses divergem dentro de uma mesma companhia por ocuparem posições e informações diferentes, decorrente da separação entre propriedade e controle, mas que nem sempre seus objetivos estão alinhados.

Baseado nisso, para Shleifer e Vishny (1997) a governança corporativa surge para tentar mitigar os conflitos de agência nas empresas, estabelecendo alguns mecanismos de proteção aos acionistas minoritários, para que eles tenham certa garantia de retorno ao investir seus recursos em determinadas companhias não teriam seus direitos expropriados por acionistas majoritários ou por gestores.

Dessa maneira, a relação comum entre os conceitos explicitados acima é Governança Corporativa como sendo um conjunto de princípios e práticas que minimize os conflitos de interesses entre os acionistas e *Stakeholders* com a finalidade de aumentar os resultados, diminuindo os custos de capital e aumentando o retorno aos acionistas.

2.2 A Teoria da Agência

A teoria da agência foi marco no estudo e na interpretação dos problemas dos quais se ocupa as práticas de Governança Corporativa. Tem como propósito lançar luz sobre problemas e conflitos inerentes à separação entre propriedade e controle. Por ter como base a Teoria da Firma e a Teoria Econômica, segue alguns de seus pressupostos teóricos, tais como o do *homo economicus*.

Segundo Coase (1937) a firma existe como meio de diminuir os custos gerados pelos conflitos de interesses das relações contratuais que envolvem a produção – insumos (*input*) e produtos (*output*). Conforme Alchian (1972), “a estrutura contratual surge como meio de aumentar a organização eficiente da equipe de produção”. Sob esse ponto de vista, a empresa é definida como um conjunto de contratos – formais e informais; implícitos e explícitos – constituídos em uma sociedade, que visa, principalmente, o aumento da riqueza dos proprietários por meio de ações.

A firma pode ser vista então como um conjunto de contratos que realiza processos de produção. Mas, em cada um dos contratos existentes, há interesses e objetivos pessoais dos contratantes, o que acaba por gerar conflitos dentro da organização. E o desafio passou a ser a busca do equilíbrio dos interesses de ambas as partes (FAMA, 1980).

Seguindo tais ideias, Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência como sendo um contrato onde uma ou mais pessoas (principal) emprega outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço ou trabalho a seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente.

Um dos aspectos principais da Teoria da Agência, ainda de acordo com Jensen e Meckling (1976) é que há uma relação de conflitos envolvendo as partes que compõem a firma, ou seja, as partes envolvidas nas relações contratuais. Uma vez que, o principal e o agente possuem funções objetivo diferentes, e nem sempre este vai agir de acordo com o que foi solicitado por aquele.

Em uma relação a qual o principal é beneficiado, o agente age com empenho na realização da tarefa a qual foi contratado (POSNER, 2000). Mas, se ambas as partes são maximizadoras de lucro, há uma boa razão para acreditar que o agente nem sempre irá atuar conforme os interesses do principal, pois, se ambos agem de acordo com o que lhe trará maior benefícios pessoais, já que os envolvidos são racionais e individualistas, gerando assim, os Conflitos de Agência, os conflitos de interesses de ambas as partes.

De acordo com Silveira (2010), esses conflitos não ocorrem somente entre acionistas (principal) e administradores (agente), podendo tomar também essas formas:

Conflito entre Financiadores (principal) e Administradores (agente);

Conflitos entre Acionistas Minoritários (principal) e Acionistas Majoritários (agente);

Conflitos entre Investidores (principal) e Corretores (agente);

Para Lanzana (2004) as razões típicas que dão causas a tais conflitos de Agência são: aversão ao esforço por parte do agente; o desvio de recursos por parte do agente para seu consumo pessoal; horizontes de tempo diferentes (o agente pode não estar tão preocupado com o efeito futuro de suas ações, pois não planeja permanecer na companhia); diferentes níveis de aversão ao risco por parte do agente.

E, na mesma direção de Lanzana (2004), Andrade e Rossetti (2006), associam-se essas razões aos postulados, axiomas fundamentais, sintetizados por Klein e Jensen-Meckling, da inexistência do contrato completo e da inexistência do agente perfeito.

O Axioma de Klein (1983), conhecido como a “Inexistência de um Contrato Completo”, baseia-se nas próprias características dos negócios, que são imprevisíveis, sujeitos a turbulências e a efeito-contágio, efeito no qual as empresas saudáveis podem ser prejudicadas por problemas originados fora de sua esfera de decisão, os quais podem ser fortemente comprometedores de resultados. Já o Axioma de Jensen-Meckling (1976), conhecido como “A inexistência do agente perfeito”. Postula que, as condições e o comportamento imprevisíveis dos agentes, tornam-no tecnicamente imperfeito.

Como esses tipos de conflitos já são esperados e previstos pelas empresas, alguns mecanismos são postos em prática a fim de reduzir tais problemas, como o monitoramento das atividades do agente, por meio de cláusulas contratuais. (SAITO; SILVEIRA, 2008). Porém, alinhar os interesses das partes, gera algumas despesas, que são conhecidos como custos de agência, que compreendem as somas das despesas de monitoramento, as despesas com cobertura de seguros e as perdas residuais.

As despesas de monitoramento do principal são aqueles gastos incorridos pelo principal, para monitorar o agente, a fim de atender melhor suas necessidades. São gastos com auditoria, sistemas de informações, gastos que a companhia tenta evitar o comportamento oportunístico do agente (BAÍA, 2010).

Pode-se observar, por exemplo, esse monitoramento por meio do cartão de ponto ou ponto eletrônico, em que o funcionário bate ponto de entrada e saída, para que o principal tenha controle das horas trabalhadas pelo agente, gerando assim um monitoramento e um custo para a companhia.

As despesas com Cobertura de Seguros, por outro lado, são gastos incorridos pela companhia, que lhe dá direito a alguma cobertura e/ou seguro se o agente agir de forma prejudicial à mesma (BAÍA, 2010). Já as Perdas Residuais, são os demais custos, como: custos assumidos por uma decisão ou atitude do agente contrária aos interesses do principal; custos de montagem, negociações; custos decorridos da não realização do que foi acordado; custos de resolver conflitos entre as partes. (BAÍA, 2010).

Segundo Silveira (2002) “a alta concentração da propriedade (posse das ações) e do controle (tomada de decisão) das companhias, aliada a baixa proteção legal dos acionistas, faz com que o principal conflito de agência no país se dê entre acionistas controladores e minoritários”. O que torna muito comum a presença de acionistas controladores na gestão executiva das empresas e não de executivos contratados com esse fim.

Com isso, os conflitos entre acionistas majoritários e minoritários são decorrentes, em sua maioria, da expropriação realizada pelo acionista controlador em detrimento dos demais acionistas (BAÍA, 2010).

Porém, independente de qual conflito seja: acionistas e administradores, ou entre, acionistas majoritários e minoritários, a Governança Corporativa busca por práticas e soluções, a fim de que esses problemas sejam mitigados.

Como citado anteriormente, os conflitos entre acionistas majoritários e acionistas minoritários se dão pela separação entre propriedade e controle, muito comum em empresas de capital aberto em certos países, como no caso do Brasil. Onde os acionistas majoritários, considerados controladores da empresa, já que possui ações ordinárias (que dão direito ao voto) entram em conflito com os acionistas minoritários (financiadores) os quais buscam retornos competitivos para seu investimento.

Vives (2000) cita que quando as propriedades encontram-se concentradas, melhora o controle dos administradores, porém cria benefícios de controle para o acionista controlador, o que acaba prejudicando os interesses dos acionistas minoritários. Uma vez que, quando isso acontece, os acionistas controladores retêm direitos de fluxos de caixa importantes para a maximização de lucro da empresa. Ao mesmo tempo em que, possuem interesse de benefícios privados de controle.

2.4 Efeito Incentivo x Efeito Entrincheiramento

Segundo Gugler, Mueller e Yurtoglu (2008), desde as constações de Berle e Means (1932), Jensen e Meckling (1976), Claessens, Djankov, Fan e Lang (2002), sobre a separação entre propriedade e gestão nas grandes corporações, que resultou na Teoria da Agência, diversos estudos e pesquisas tentaram analisar os conflitos entre gestores e proprietários e, conseqüentemente, o seu impacto na economia.

Complementando os estudos de Jensen e Meckling (1976), Stulz (1988) desenvolveu pesquisas com o objetivo de analisar a estrutura propriedade internas das empresas, com foco na participação dos acionistas sob as hipóteses do efeito-incentivo e do efeito-entrincheiramento. Sendo assim, o foco das companhias deixa um pouco de lado a busca da solução dos conflitos de agência, entre o acionista e o gestor, e passa a ser redução dos conflitos de interesses entre acionistas majoritários e minoritários (CLAESSENS, 2012).

Segundo Giroud e Mueller (2008), o efeito-incentivo se observa principalmente, em mercados muito competitivos. Em que a gestão dos acionistas controladores é eficiente e eficaz, pois os interesses de todas as partes envolvidas estão igualados, com projetos empreendedores e rentáveis para a companhia como um todo. Uma vez que, qualquer tomada de decisão não visando o aumento das riquezas dos acionistas, diminuiria o valor da empresa e, conseqüentemente, tiraria a mesma do mercado.

O segundo efeito da concentração de capital de controle é conhecido como o Efeito-Entrincheiramento. Se, dado algum momento a concentração na estrutura de propriedade e controle é positiva, a partir de certa faixa em que a concentração de capital extrapolasse um certo limite, onde os acionistas controladores passariam a agir oportunisticamente, visando seus objetivos pessoais e não os interesses da companhia, os custos da agência aumentariam e o valor da companhia diminuiria, gerando assim um efeito negativo na economia e na companhia (MORCK, SHLEIFER, VISHNY, 1988).

Este tipo de efeito se observa com mais frequência em mercados pouco competitivos, onde os conflitos de agência estão mais presentes, ao passo de que há uma maior expropriação de gestores em relação aos acionistas. Em mercados com pouca concorrência, com menos dinamismo, em que as empresas atuam em certa situação de monopólio, a vulnerabilidade e o risco dos acionistas são maiores (GIROULD, MUELLER, 2008).

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Método utilizado e tipologia do estudo

Para o presente trabalho de conclusão de curso, foi coletada, entre os dias 16 até 22 de abril de 2016, uma amostra aleatória de 94 empresas nos setores de bens industriais, materiais básicos, consumo não cíclico e construção e transporte, listadas no site da BM&BOVESPA no ano de 2015.

Tabela 01 – Classificação das Empresas

| | QTDicontomico | | Total |
|--------------------------------|---------------|----|-------|
| | 0 | 1 | |
| Bens Industriais | 12 | 8 | 20 |
| Materiais Básicos | 3 | 6 | 9 |
| Consumo Não Cíclico | 14 | 15 | 29 |
| Construção e Transporte | 17 | 19 | 36 |
| | 46 | 48 | 94 |

Fonte: Elaborada pela Autora, 2016.

Os dados das companhias que foram coletados são: porcentagem do maior acionista, porcentagem dos três maiores acionistas, porcentagem do maior acionista ordinário, porcentagem dos três maiores acionistas ordinários, número de ações ordinárias, cotação das ações ordinárias, valor de mercado das ações ordinários, número de ações preferenciais, cotação

das ações preferências, valor de mercado das ações preferenciais, passivo circulante, passivo não circulante, ativo circulante, estoque e ativo total, retirados de seus relatórios financeiros e contábeis, de janeiro a dezembro de 2015, os quais estavam disponíveis no site da BOVESPA para acesso, coleta e estudo.

Para isso, utilizou-se a técnica de análise de discriminante, com natureza quantitativa, onde se considerou as variáveis independentes, que se calculou a estrutura de propriedade das empresas e a variável dependente, que se calculou valor da empresa, o Q de Tobin.

3.1.1 Variáveis independentes

As variáveis independentes que foram consideradas na caracterização da estrutura de controles das companhias estudadas foram:

- ✓ Porcentagem do maior acionista;
- ✓ Porcentagem dos três maiores acionistas;
- ✓ Porcentagem de direito a voto do maior acionista;
- ✓ Porcentagem de direito a voto dos três maiores acionistas.
- ✓

Trabalhos acadêmicos já publicados como Hanh, Nossa, Teixeira, Nossa (2016) “Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de *payout* das empresas brasileiras negociadas na Bovespa” e Cunha e Moura (2104) “Efeito Incentivo e Efeito Entrincheiramento: uma análise discriminante do setor de materiais básicos”, utilizaram essas variáveis independentes para estudar o efeito da estrutura da propriedade sobre o valor da empresas.

3.1.2 Variável dependente – valor de mercado da empresa

Há várias definições para o conceito de valor de mercado ou de avaliação de mercado de empresas. Entretanto, este estudo se baseou no Q de Tobin, no qual divide-se o valor da firma (valor de mercado mais as dívidas) pelo valor de reposição dos seus ativos.

Esse indicador é comumente utilizado nos trabalhos científicos, além de ter sido utilizado por vários estudos com testes empíricos sobre governança corporativa, como os de Tobin (1958), Lindeberg e Ross (1981), Yemarck (1996) e Silveira, Lanzana, Barros e Fama (2003). Tobin (1958) definiu o Q de Tobin como:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{(\text{Valor de Mercado das Ações} + \text{Valor de Mercado das Dividas})}{\text{Valor de Reposição dos Ativos}}$$

Ou, segundo Chung e Pruitt (1994), de forma simplificada:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{VMAO} + \text{VMP} + \text{DIVT}}{\text{AT}}$$

Em que:

Q: valor aproximado do Q de Tobin;

VMAO: valor de mercado das ações ordinárias;

VMP: valor de mercado das ações preferenciais;

(O cálculo da VMPO E VMP é feito através da multiplicação do número de ações ordinárias e ações preferenciais da firma pela sua cotação na bolsa de valores).

DIVT: valor contábil das dívidas - suas obrigações - de curto e longo prazo (passivo circulante + passivo não circulante) menos o ativo circulante (após a exclusão do valor dos estoques);

AT: valor contábil dos recursos totais da firma, ou seja, seu ativo total.

3.1.3 Transformação do Q-tobin em variável dicotômica

Com base na fórmula proposta por Chug e Pruitt (1994), foi-se calculado o Q de Tobin de todas as companhias. Através do valor do Q de todas as companhias foi elaborada a média entre as empresas, chegando-se ao valor de 0,57. Então a variável valor foi reclassificada em uma variável binária, o qual classificou as empresas em dois grupos: empresas geradoras de valor e empresas não geradoras de valor.

O Q de Tobin menor que 0,57, a média, foi reclassificada em 0, das 94 empresas estudadas 46 se encontram nessa classificação, ou seja, consideradas não geradoras de valor. Por outro lado, empresas que obtiveram o valor do Q de Tobin acima da média, no total 48 das empresas foram reclassificadas como geradoras de valores, sendo 1 seu valor atribuído.

3.1.4 Variável de controle

Como variável de controle observou-se o logaritmo natural da receita líquida das companhias estudadas. Tal variável de controle buscou mensurar o tamanho das empresas, bem como sua possível influência na variável dependente, no caso do estudo, o Q de Tobin.

3.1.5 Modelo empírico

$$\text{Logit}(\hat{\pi}_j) = \beta_0 + \beta_1 X_{1j} + \beta_2 X_{2j} + \dots + \beta_p X_{pj}$$

Onde:

- $\text{Logit}(\hat{\pi}_j)$ = o logaritmo da probabilidade de ser sucesso a variável dependente em função de determinada realização j .
- β_0 = é o valor do $\ln[\hat{\pi}/(1-\hat{\pi})]$ quando todos os $X_i = 0$ para todo $i = 1, \dots, p$, ou seja, a razão de verossimilhança, quando as variáveis independentes são zero.
- $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_p$ = são os coeficientes Logit , variação $\text{Logit}(\hat{\pi}_j)$ quando $\Delta X = 1$.

A avaliação das especificações alternativas foi feita com base nos critérios estatísticos usuais, foi elaborada uma análise discriminante incluindo a apreciação dos níveis de significância estatística dos regressores e da qualidade do ajuste obtido (MARÔCO, 2007).

3.1.6 População, amostragem e coleta de dados

Os dados utilizados foram coletados de companhias abertas dos setores de bens industriais, materiais básicos, consumo não cíclico e construção e transporte, listadas no site da BM&BOVESPA no ano de 2015. Utilizou-se uma amostra de 94 empresas. Os dados financeiros foram coletados das demonstrações financeiras fornecidas pelas companhias no ano de 2015, e o valor de mercado das ações foram coletados no dia 24 de abril de 2016. Para a coleta dos dados relativos à estrutura de propriedade, utilizou-se a classificação fornecida pelas próprias empresas à CVM para identificação dos acionistas controladores.

Ao serem coletadas as informações sobre a composição acionária, levou-se em consideração os investidores individuais bem como os investidores institucionais e os fundos de investimento.

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE DADOS

A presente seção tem como objetivo apresentar e analisar as informações e dados relativos ao ajuste do modelo de regressão logística. A fim de que se possa verificar até que ponto as variáveis independentes tem potencial para ajudar a classificar as empresas estudadas como geradoras e não geradoras de valor.

4.1 Ajuste do modelo pelo método Backward Stepwise Condicional

Tabela 02 - Resumo do modelo Backward Stepwise Condicional

| Step | -2 Loglikelihood | Cox & Snell R Square | Nagelkerke R Square |
|------|------------------|----------------------|---------------------|
| 4 | 67,081a | 0,489 | 0,653 |

Fonte: Elaborada pela Autora, 2016.

A Tabela 02 nos mostra os valores relativos às estatísticas -2LL e dos pseudo-R² de Cox e Snell e Nagelkeke, que são utilizadas, para testar a qualidade do ajuste do modelo. O p-valor corresponde ao teste -2LL, cuja estatística de teste é $X^2 (n-1-p)$, foi de 0,25, pelo qual não se rejeita a hipótese nula de que o modelo se ajusta aos dados, conforme Marôco (2007, p.720).

Os pseudos R² de Cox e Snell e Nagelkeke foram respectivamente de 0,489 e 0,653 respectivamente, que demonstram o percentual da variação da variável dependente que é explicado pelas variáveis independentes consideradas no ajuste do modelo.

Tabela 03 – Teste Hosmerand Lemeshow

| Step | Chi-square | df | Sig. |
|-------------|-------------------|-----------|-------------|
| 4 | 2,157 | 8 | 0,976 |

Fonte: Elaborada pela Autora, 2016.

A Tabela 03 apresenta o teste de Hosmer e Lemeshow, que nada mais é do que um teste Qui-quadrado que consiste em dividir o número de observações em cerca de 10 classes e, em seguida, comparar os resultados. Ou seja, verifica se há diferenças significativas entre as classificações realizadas pelo modelo e realidade observada. Em que H0: o modelo ajusta-se aos dados e H1: o modelo não se ajusta aos dados. Com p-valor igual a 0,976, pelo que podemos concluir que os valores estimados pelo modelo são próximos dos valores observados, não rejeitando H0, uma vez que o valor encontrado é maior do que o valor crítico de 0,05.

A tabela 04 nos permite confirmar o poder preditivo do valor ajustado, uma vez que ele classifica corretamente 36 das 46 empresas analisadas como mal avaliadas pelo mercado, classificando corretamente 78,3% das empresas observadas. E, também classifica como bem avaliadas 38 das 48 empresas bem avaliadas observadas, que representa corretamente 79,2% dos casos. Ponderadamente, o modelo classificou corretamente 78,7% das empresas observadas, o que pesa a favor da qualidade do seu ajuste.

Tabela 04 - Tabela de classificação

| | | Observed | Predicted | | |
|--------------------------|----------------------|-----------------|----------------------|----------|--------------------------|
| | | | QTDicontomico | | PercentageCorrect |
| | | | 0 | 1 | |
| Step4 | QTDicontomico | 0 | 36 | 10 | 78,3 |
| | | 1 | 10 | 38 | 79,2 |
| OverallPercentage | | | | | 78,7 |

Fonte: Elaborada pela Autora, 2016.

Por fim, visando verificar as informações sobre as variáveis independentes que entraram no ajuste do modelo, apresenta-se a seguir a tabela 05:

Tabela 05 - Variáveis na equação

| | B | S.E. | Wald | df | Sig. | Exp(B) |
|---------------------|----------|-------------|-------------|-----------|-------------|----------------|
| Constant | 2,600 | 1,941 | 1,795 | 1 | ,180 | 13,465 |
| Step4a | | | | | | |
| gtaciON_A | 5,608 | 2,548 | 4,843 | 1 | ,028 | 272,521 |
| @3gtaciON_A | -7,109 | 2,932 | 5,878 | 1 | ,015 | ,001 |
| Segmento | | | 8,036 | 35 | 1,000 | |
| Segmento(1) | -,251 | 1,894 | ,018 | 1 | ,895 | ,778 |
| Segmento(2) | -1,168 | 1,971 | ,351 | 1 | ,553 | ,311 |
| Segmento(3) | - | 27147,085 | ,000 | 1 | ,999 | ,000 |
| | 21,137 | | | | | |
| Segmento(4) | - | 40192,970 | ,000 | 1 | 1,000 | ,000 |
| | 21,947 | | | | | |
| Segmento(5) | 20,405 | 40192,970 | ,000 | 1 | 1,000 | 727242175,684 |
| Segmento(6) | ,130 | 2,303 | ,003 | 1 | ,955 | 1,139 |
| Segmento(7) | 21,067 | 40192,970 | ,000 | 1 | 1,000 | 1410829327,328 |
| Segmento(8) | ,849 | 1,780 | ,228 | 1 | ,633 | 2,338 |
| Segmento(9) | 20,726 | 40192,970 | ,000 | 1 | 1,000 | 1002331797,259 |
| Segmento(10) | 22,938 | 40192,970 | ,000 | 1 | 1,000 | 9157690616,905 |
| Segmento(11) | - | 16093,339 | ,000 | 1 | ,999 | ,000 |
| | 21,947 | | | | | |
| Segmento(12) | -1,042 | 2,066 | ,254 | 1 | ,614 | ,353 |
| Segmento(13) | -,672 | 2,156 | ,097 | 1 | ,755 | ,511 |
| Segmento(14) | - | 40192,970 | ,000 | 1 | 1,000 | ,000 |
| | 21,584 | | | | | |
| Segmento(15) | 2,311 | 1,957 | 1,395 | 1 | ,238 | 10,087 |
| Segmento(16) | -,987 | 2,122 | ,216 | 1 | ,642 | ,373 |
| Segmento(17) | - | 40192,970 | ,000 | 1 | 1,000 | ,000 |
| | 20,727 | | | | | |
| Segmento(18) | - | 17708,183 | ,000 | 1 | ,999 | ,000 |
| | 21,914 | | | | | |
| Segmento(19) | - | 40192,970 | ,000 | 1 | 1,000 | ,000 |
| | 19,778 | | | | | |
| Segmento(20) | - | 40192,970 | ,000 | 1 | 1,000 | ,000 |
| | 20,875 | | | | | |
| Segmento(21) | 19,819 | 40192,970 | ,000 | 1 | 1,000 | 404818740,104 |
| Segmento(22) | -1,185 | 1,960 | ,365 | 1 | ,545 | ,306 |
| Segmento(23) | 18,644 | 40192,970 | ,000 | 1 | 1,000 | 124965141,226 |
| Segmento(24) | -1,323 | 2,024 | ,427 | 1 | ,513 | ,266 |

| | | | | | | |
|---------------------|--------|-----------|-------|---|-------|----------------|
| Segmento(25) | - | 40192,970 | ,000 | 1 | 1,000 | ,000 |
| | 21,943 | | | | | |
| Segmento(26) | -,241 | 2,033 | ,014 | 1 | ,906 | ,786 |
| Segmento(27) | 20,712 | 27597,210 | ,000 | 1 | ,999 | 989263272,273 |
| Segmento(28) | 1,070 | 2,040 | ,275 | 1 | ,600 | 2,915 |
| Segmento(29) | 22,087 | 40192,970 | ,000 | 1 | 1,000 | 3910167002,116 |
| Segmento(30) | 22,257 | 40192,970 | ,000 | 1 | 1,000 | 4635672298,871 |
| Segmento(31) | ,981 | 1,925 | ,260 | 1 | ,610 | 2,668 |
| Segmento(32) | -,155 | 1,737 | ,008 | 1 | ,929 | ,857 |
| Segmento(33) | -1,245 | 2,181 | ,326 | 1 | ,568 | ,288 |
| Segmento(34) | - | 27274,318 | ,000 | 1 | ,999 | ,000 |
| | 21,598 | | | | | |
| Segmento(35) | 20,058 | 28362,716 | ,000 | 1 | ,999 | 514341388,645 |
| Constant | 2,559 | 1,892 | 1,829 | 1 | ,176 | 12,927 |

Fonte:Elaborada pela Autora, 2016.

Observado a estatística de teste de Wald, que testa a hipótese $H_0: \beta_i = 0$ contra $H_A: \beta_i \neq 0$ Observamos que duas variáveis independentes demonstram-se estatisticamente significativas na classificação de empresas como bem ou mal avaliadas pelo mercado, quais sejam: `gtaciON_A` (percentual do maior acionista) e `@3gtaciON_A` (percentual dos três maiores acionistas) com p-valor respectivamente de 0,028 e 0,015.

Com isso conclui-se que, as variáveis são estaticamente diferentes de 0 e influenciam a variável dependente.

Tabela 06 - Modelo com variáveis Removidas

| | Variable | ModelLogLikelihood | Changein -2 LogLikelihood | df | Sig.oftheChange |
|--------------|--------------------|---------------------------|--------------------------------------|-----------|------------------------|
| Step4 | gtaciON_A | -36,578 | 6,074 | 1 | ,014 |
| | @3gtaciON_A | -37,322 | 7,562 | 1 | ,006 |
| | Segmento | -63,791 | 60,500 | 35 | ,005 |

Fonte: Elaborada pela Autora, 2016.

Outra estatística de teste importante para análise dos aspectos estatísticos relativos ao ajuste do modelo é a apresentada na Tabela 6. Ela testa a significância na mudança da estatística -2LL. Ou seja, testa o quanto a estatística -2LL aumentaria se certas variáveis fossem omitidas no modelo. O teste apresentado na Tabela 5 indica que além das variáveis `gtaciON_A`

(percentual do maior acionista) e @3gtaciON_A (percentual dos três maiores acionistas) a variável segmento de autuação da empresa também é relevante para a classificação da empresa como bem ou mal avaliada pelo mercado.

Adicionalmente, é importante oferecer uma interpretação teórica para o coeficiente de regressão β_i estimados para as variáveis percentual do maior acionista ordinário e dos três maiores acionistas ordinários, cujos valores estimados são respectivamente: 5,608 e -7,109. O coeficiente da regressão da variável gtaciON_A apresenta sinal positivo o que demonstra que quanto mais se aumenta a proporção do capital detida por um único acionista ordinário até certo ponto, há uma maior probabilidade da empresa ser bem avaliada pelo mercado, ou seja, gerar valor para seus acionista. Que é condizente com a hipótese Efeito-Incentivo, conforme as teorias e pesquisas de Jensen e Meckling (1976), Stulz (1988) Giroud e Mueller (2008).

Por outro lado, a variável @3gtaciON_A, a qual apresenta um sinal negativo do seu coeficiente regressão, nos indica que quanto mais se aumenta a proporção do capital de uma empresa detida pelos três maiores acionistas até determinado ponto, menor a probabilidade da empresa ser bem avaliada pelo mercado. Que vai ao encontro da hipótese Efeito-Entrincheiramento, proposta por Stualz (1988), Morck, Shleifer, Vishny (1988) e Claessens, Djankov, Fan e Lang (2002).

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo principal verificar a influência de variáveis de estrutura de propriedade e controle sobre o valor de empresas de capital aberto dos setores de setores de bens industriais, materiais básicos, consumo não cíclico e construção e transporte, que negociam seus títulos na Bolsa de Valores de São Paulo. Mais especificamente, o principal objetivo deste trabalho foi analisar quais variáveis da estrutura de propriedade e de controle teriam capacidade de classificar uma empresa como geradora ou não de valor.

Ao analisar os resultados foram levados em consideração as hipóteses do efeito incentivo e do efeito entrincheiramento apresentadas e descritas no referencial teórico, cujos principais responsáveis por seu delineamento fora :Jensen e Meckling (1976), Stualz (1988), Morck, Shleifer, Vishny (1988) e Claessens, Djankov, Fan e Lang (2002).

No ajuste do modelo de regressão logit este estudo apresenta evidências de que as variáveis da estrutura de propriedade das empresas observadas tem potencial preditivo sobre o

valor das empresas. Dois achados se mostram importantes: o percentual de ações do maior acionista ordinário exerceu influência positiva sobre o valor da empresa e o percentual de ações controladas pelos três maiores acionistas ordinários exerceu influência negativa sobre o valor das companhias observadas, ou seja, quanto mais se aumenta a proporção do capital de uma empresa controlado por um único acionista, maior a probabilidade da empresa ser bem avaliada, ratificando a hipótese efeito-incentivo. Por outro lado, a medida de que aumenta a proporção do capital de uma empresa controlada pelos três maiores acionistas, menor há probabilidade de ela ser bem avaliada pelo mercado, o que corrobora a hipótese efeito-entrenchamento.

Como limitações desta pesquisa, tem-se o fato de compreender apenas alguns setores das companhias de capital aberto listadas na BOVESPA, não permitindo compreender os dados e relatórios financeiros de outras empresas, o que pode limitar a análise e interpretação dos resultados. Além disso, pode-se melhorar no ajuste do modelo, aplicando-se uma metodologia mais completa, incorporando outras variáveis e amostras diferentes de empresas, com uma maior dimensão.

Com este estudo, pretende-se contribuir para o desenvolvimento de trabalhos que investiguem aspectos relacionados a Governança Corporativa e estrutura de propriedade e valor, principalmente no cenário econômico que o país se encontra.

Através dos testes realizados, das pesquisas encontradas, o presente trabalho, pode lançar luz sobre um caminho metodológico mais completo, que possa contribuir com uma melhor relação entre as variáveis de estrutura de propriedade e valor de empresas, que operam nos mais variados setores da BOVESPA.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

ALCHIAN, A. A. Corporate management and property rights. In: Economic policy and the regulation of securities. Washington, DC: American Enterprise Institute 1968.

ANDRADE, A.; ROSSETI, J. P. Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. The modern corporation and private property. New York: MacMillan, 1932.

BAÍÁ, E.S. Expropriação e governança corporativa: definição do potencial de expropriação dos acionistas controladores e correlação com os mecanismos de governança corporativa. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo. 2010.

BOVESPA. Bolsa de valores de São Paulo. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/> . Acesso em: 16 a 22 abril 2016.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. Revista de Economia da Universidade de São Paulo - RAUSP, 2013.

CHAGAS, J. F. Governança Corporativa: aplicabilidade do conceito, dos princípios e indicadores à gestão de pequenas e médias organizações. Disponível em: <eco.unne.edu.ar/contabilidad/costos/VIIIcongreso/085.doc> Acesso em: 14 de jun de 2016.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FRAN, J. P. H.; LANG, L. H. P.. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. The journal of finance, v.57, n.2741-2771, 2002.

COASE, R. H. *The Nature of the firm*, *Economica*, v.4, n.16, 1937.

CORREA, H. Administração de Produção e Operações. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

CUNHA, H.; MOURA, F.; Efeito Incentivo e Efeito Entrincheiramento: uma análise discriminante do setor de Materiais Básicos, 2014. Disponível em: <http://sistema.semead.com.br/17semead/resultado/trabalhosPDF/582.pdf>, acesso setembro, 2015.

FAMA, E. *Agency problems and the theory of the firm. Journal of Political Economy*, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

GIROUD, X.; MUELLER, H. M. *Does corporate governance matter in competitive industries? Journal of Financial Economics*, v. 95, n. 3, p. 312-331, 2008.

GUGLER, K.; MUELLER, D.C. YURTOGLU, B.B. Insider ownership concentration and investment performance: an international comparison. *Journal of Corporate Finance*, v. 4, n. 688-705, 2008.

HAHN, A.; NOSSA, S.; TEIXEIRA, A.; NOSSA, V. Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de payout das empresas brasileiras negociadas na Bovespa, 2008. Disponível em: <http://www.redalyc.org/html/1970/197015186002/>, acesso maio, 2016.

KLEIN, B. *Contracting costs and residual profits: the separation of ownership and control. Journal of Law e Economics*, v. 26, 1983.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 4.ed. São Paulo: IBGC, 2015.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n.4, 1967.

LANZANA, A. P. Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade Federal de São Paulo (USP), 2004.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6 (1), 7-18, 2002.

MARÔCO, J. *Análise Estatística com utilização do SPSS*. 3 edição, Editor: Edições Sílabas, 2007.

MARTIN, Nilton Cano; SANTOS, Lílian Regina e FILHO, José Maria Dias. *Revista Contabilidade & Finanças*. São Paulo. v. 34, n. 1, p. 7-22, jan. 2004

MARTINEZ, A.L. *Agency Theory na Pesquisa Contábil*. Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração, ENANPAD, XXII, Foz do Iguaçu (PR), 1998

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 20, n. 2, p. 293-315, 1988.

MONTEIRO, Paulo da Veiga. E a Governança Corporativa? *Jornal Valor Econômico*. São Paulo, Caderno Eu & Meu Dinheiro, 25 março 2003.

POSNER, E. A. *Agency Models in Law and Economics*. *John M. Olin Law and Economics Working Paper*. v. 2, n. 92, 2000.

SAITO, R; SILVEIRA, A. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *RAE clássicos*, n. 79, 2008.

SILVA, Edson Cordeiro. *Governança Corporativa nas empresas*. São Paulo: Atlas, 2006.

SILVEIRA, A. D. M. *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

SILVEIRA, A. D. M., LAZANA, A. P., BARROS, L. A.; FAMÁ, R. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo - RAUSP*, v. 39 n. 4, p. 362-372, 2004.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da Silveira. *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo*. Editora Campus. 2ª Edição, 2000.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *FEA/USP*, São Paulo, v.43, n.3, 2002.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. *Law and Finance. Journal of Political Economy*. Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, dez. 1997.

SIFFERT, Nelson. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 9, jun. 1998

STULZ, R.M. Managerial control of voting rights: financing policies and market of corporate control. *Journal of Financial Economics*, v.20, n.1, p.25-54, Mar. 1988.

VIVES, XAVIER: *Corporate Governance: theoretical and empirical perspectives*. United Kingdom: Cambridge University Press, 2000.

