

Pactuando e Impactando: O Efeito dos Acordos de Acionistas no Valor de Mercado da Firma

André Leonardo Pruner da Silva[†]
Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil
Jeferson Lana^Ω
Universidade do Vale do Itajaí, Itajaí, SC, Brasil
Rosilene Marcon^Υ
Universidade do Vale do Itajaí, Itajaí, SC, Brasil

RESUMO

Alguns países admitem a convenção de pactos capazes de alterar as relações e o equilíbrio do poder de controle exercido pelos acionistas. Denominados acordos de acionistas, trata-se de contratos celebrados entre dois ou mais sócios, cujo objetivo é convencionar a direção do relacionamento entre seus membros. Resultados empíricos sugerem que os acordos desempenham um papel importante em mercados de baixa proteção legal porque inibem a inclinação do maior acionista em extrair benefícios em detrimento dos minoritários. Este trabalho propõe analisar o efeito dos acordos no valor de mercado das firmas brasileiras no período de 1999 até 2013. A composição da amostra é de 472 companhias, sendo 86 com acordos firmados. A estratégia empírica compreende o método de dados em painel com controle de efeitos fixos. Os resultados 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.

Palavras-chave: Acordos de acionistas; Governança corporativa; Estrutura de propriedade.

1. INTRODUÇÃO

Formalizados por meio da Lei das Sociedades Anônimas, em 1976, e amplamente utilizados 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. Podem, dessa maneira, atuar de modo a fortalecer os mecanismos de governança corporativa, mitigando a expropriação dos minoritários signatários desses acordos, mas podem também intensificar os problemas de agência.

Os ACs estão ancorados em dois pilares: o primeiro deles regulamenta a transferência de ações entre os sócios conveniados e visa 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. Com esses acordos, busca-se, assim, a manutenção ou obtenção do controle da firma, ou até mesmo a

Autor correspondente:

[†] Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.

E-mail: andrepruner@gmail.com

^Ω Universidade do Vale do Itajaí, Itajaí, SC, Brasil.

E-mail: jeferson.lana@gmail.br

^Υ Universidade do Vale do Itajaí, Itajaí, SC, Brasil.

E-mail: rmarcon@univali.br

Recebido: 28/06/2016.

Revisado: 18/08/2016.

Aceito: 24/11/2016.

Publicado Online em: 01/08/2017.

DOI: <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2018.15.1.6>



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 de o 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 (BAGLIONI, 2011). Por exemplo: Embora a distribuidora de energia elétrica Eletropaulo no ano de 2009 possua como acionista majoritário a AES Elpa com 77,8% (ON) do controle, esse acionista é signatário de um AC com um minoritário – BNDESPAR – cuja participação com ações ordinárias é de 0%, e a participação total é de 4,4%. Em outras palavras, a AES Elpa abre mão do seu controle absoluto por meio de um contrato que estabelece determinados direitos ao BNDESPAR. Dentre eles, que os membros do conselho de administração vinculados ao acordo exerçam seus votos em consonância com o que foi apontado pelo BNDESPAR em reunião prévia. Assim, um investidor minoritário, sem ações ordinárias, é capaz de fazer com que seus interesses sejam levados em consideração nas decisões da firma.

Por outro lado, tais acordos podem alterar indiretamente a EP de firmas com capital disperso. Por exemplo: A All América Logística, no ano de 2009, possui uma EP com característica pulverizada cujo acionista mais relevante detém 19,20% do controle. Contudo, quando se considera a participação total formada pelo grupo de acionistas vinculados ao AC essa participação é de 66,5%. Dessa maneira, indiretamente um grupo formado por 9 acionistas com participações minoritárias obtêm o controle da firma.

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 dos AC, capazes de contestar o controle.

Já 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 vinculados ao contrato, 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 efeito 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). Nessa conjuntura 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

BBR
15,1

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.

90

A teoria mostra dois pontos de vista sobre os acordos de acionistas. O primeiro está associado a resultados empíricos que atribuem o seu efeito positivo no valor da firma à 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 às 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 a 2013.

O aprimoramento dessas investigações contribuirá ao desenvolvimento do mercado de ações e da governança corporativa sob o ponto de vista prático. Embora haja evidência empírica de que os acordos de acionistas possam ser vistos de maneira negativa pelos investidores (GIANFRATE, 2007), este artigo parte da intuição de que tais acordos, quando associados a mecanismos que fortalecem a GC, geram benefícios de longo prazo aos acionistas (CARVALHAL, 2012). 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 ao analisar 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, utilizou-se, 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, buscou-se investigar se a mitigação da expropriação dos minoritários se dá por meio da reorganização do poder entre os acionistas ou pelo conteúdo abordado nesses acordos.

Para esse fim, utilizou-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 compreendeu o método de efeitos fixos para dados em painel.

Além desta breve introdução, este artigo está organizado em cinco partes. O próximo capítulo busca contextualizar, de maneira geral, os fundamentos teóricos que serviram de alicerce para o desenvolvimento da investigação. Em seguida, são destacadas as hipóteses de pesquisa propostas. Posteriormente, destacam-se os aspectos metodológicos. Na última seção são apresentados os resultados e as discussões dos modelos. Por fim, são apresentadas as referências.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1. 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 para 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, assim 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 que os investidores impõem a 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 a maximizar o valor da firma para o principal. Este trabalho, portanto, assume essa definição, classificando os mecanismos de GC em dois grupos: mecanismos internos e externos. Estes são formados pelo Mercado de Aquisições Hostis e o Sistema Legal e de Regulação. Aqueles são subdivididos em: Conselho de Administração e Estrutura de Propriedade. Sobre tudo, o foco deste trabalho recai, especificamente, sobre a estrutura de propriedade e o sistema legal e de regulação.

2.2. ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

Com base nas constatações de Berle e Means (1932), muitos estudos se dedicaram a investigar este 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 os níveis máximo e mínimo dos custos de agência, associados aos benefícios supérfluos desfrutados pelo agente.

Percebe-se, nesta pesquisa, 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 benefícios, pois, como o principal dispõe de um grande percentual de controle, os problemas de agência decorridos a partir do efeito *free rider* 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, aos conflitos 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 de “efeito entrincheiramento”.

Essas características da EP são importantes quando a proteção legal não é capaz de garantir que os interesses do principal (s) sejam levados em consideração nas decisões

BBR 15,1 tomadas pelo agente (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.

92 **2.3. 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 a 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, assim 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).

Além disso, muitas vezes esse controle é garantido através de estruturas indiretas como: participações cruzadas, pirâmides, formação de blocos mediante 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. Podem, 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, além de acrescer os problemas de agência.

2.4. ACORDOS DE ACIONISTAS

No Brasil, a Lei 6.404/76, chamada Lei das Sociedades Anônimas, entendendo a ocorrência contumaz da celebração dos ACs, foi uma das primeiras a tratar diretamente dessa matéria. Seu principal objetivo era evitar excessos praticados por meio desses contratos (FILHO, 2001; CARVALHOSA, 2003). Além disso, com a alteração conferida pela Lei 10.303/01, que incluiu expressamente o termo “poder de controle”, estabeleceu-se a prerrogativa de formação de 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 sua aquisição prioritariamente por 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 acionistas, formando um bloco de acionistas com o objetivo de garantir que o poder destes seja mantido.

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 de uma ação (ON) um voto (BAGLIONI, 2011). Logo, acompanhadas pelo embasamento teórico do qual foram derivadas, serão apresentadas, a seguir, as hipóteses a que a pesquisa se propõe a 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, especialmente o impacto da convenção de contratos, capaz de alterar indiretamente as relações, como também o equilíbrio de poder de controle exercido pelos acionistas na EP por meio do vínculo de ações e na formação de blocos de acionistas (VILLALONGA; AMIT, 2008). Nesse sentido, 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 pelos acordos em uma amostra de firmas francesas que realizaram IPO, de maneira que a presença desses pactos tem relação positiva com o valor de mercado da firma após a subscrição. Belot (2008) também confirma essa relação, apontando 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 as que mais se utilizam do controle indireto, por meio de pirâmides societárias, emissão de ações sem direito a voto e acordo de acionistas, de forma que este 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 reorganizadores do poder entre os acionistas que compõem a EP da firma. A fim de corrigir situações extremas, ou seja, quando o grau de concentração é elevado, podem ser usados para limitar o poder de voto. Por outro lado, podem 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 de acionistas impactam positivamente no valor de mercado das firmas.

Por outro lado, desenvolvendo uma análise mais robusta dos 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), para os quais os acordos de acionistas desempenham um papel ainda mais importante em mercados de baixa proteção legal com EP concentrada,

BBR
15,1

já que inibem a capacidade do maior acionista de extrair benefícios privados em prejuízo dos minoritários. Deriva-se desses resultados empíricos e racional teórico, portanto, a segunda hipótese de pesquisa:

94

H2 - Acordos de acionistas com cláusulas garantidoras de proteção aos minoritários impactam 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

4.1. AMOSTRA E COLETA DE DADOS

Os dados utilizados neste 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 relacionadas às firmas que apresentassem 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 presentes em todo período analisado.

Devido à ausência de informação em uma base de dados única, a coleta foi realizada em 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. O ano de 2008 é último com dados disponíveis nessa base. Quanto aos dados referentes ao período de 2009 a 2013, estes foram extraídos da base de dados Economatica e do sítio eletrônico da BMF&Bovespa. Cabe ressaltar que, embora as bases sejam diferentes entre si, os dados são consistentes, uma vez que a fonte dos dados é comum para todas. No que diz respeito à coleta dos dados sobre os acordos de acionistas, optou-se por utilizar o *website* da CVM. Os dados econômico-financeiros das empresas foram extraídos da base de dados Economatica em valores dolarizados, tendo como taxa de referência a cotação do dólar PTAX de 02 de janeiro de 2014.

4.2. VARIÁVEIS

Foi selecionada como variável dependente o *Market-to-book*. Trata-se de uma medida utilizada em alguns trabalhos que buscaram identificar o efeito 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 no Quadro 1.

Quadro 1. Variável dependente

Variável	Código	Fórmula e descrição
<i>Market-to-book</i>	<i>mkbook</i>	$Market\ to\ book = \left(\frac{Preço\ da\ Ação}{PVP} \right) \times 100$ <p>Em que: 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 pelos autores

Quanto às variáveis preditoras, a presença de acordos de acionistas foi representada por uma variável *dummy*. Além disso, para se verificar o efeito da qualidade desses acordos no valor de mercado da firma, levando em consideração a complexidade dos contratos, foi utilizado o *shareholder agreement index* (SAI), desenvolvido por Carvalho (2012). O SAI é mensurado por meio da presença de cláusulas capazes de beneficiar os acionistas minoritários, prevenindo a ocorrência do efeito entrincheiramento. É composto por 24 perguntas, e cada uma delas pode ser respondida através de “sim” ou “não” (o questionário utilizado para a construção do índice está inserido no Anexo A), 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 foi testada de maneira independente, como variável preditora. O Quadro 2 oferece uma breve descrição.

Quadro 2. Variáveis preditoras

Variável	Código	Descrição
<i>Agree</i>	<i>agree</i>	Variável do tipo <i>dummy</i> ; (1) quando a firma possui acordo de acionistas, e (0) quando não possui.
<i>Shareholder Agreement Index</i>	<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 ao encontro dos 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 pelos autores

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 pelo 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 indireta com Direito a Voto dos Membros do Acordo de Acionista	<i>avot</i>	Representa a participação indireta com direito a voto do grupo formado por meio das ações vinculadas no acordo de acionista.

Fonte: Elaborado pelos autores

Para controlar as interferências de outras variáveis no modelo, uma série de variáveis de controle adicionais foi selecionada a partir do trabalho de Carvalho (2012). Além disso, com base em Silveira (2004), optou-se por utilizar a emissão de ADRs para controlar padrões diferenciados de governança corporativa das firmas e, por fim, utilizou-se a variação anual do IBOVSPA para controlar o efeito do comportamento do mercado na variável dependente. (Um resumo dessa seleção é apresentado no Quadro 4).

Quadro 4. Variáveis de controle

Variável	Código	Descrição
Tamanho	<i>Ltotassets</i>	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 as empresas tomaram de capital de terceiro em função do capital próprio. $LEVERAGE = \frac{\text{Passivo Total}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
Emissão de ADRs	ADR	Variável do tipo <i>dummy</i> ; se a empresa tem dupla listagem no mercado norte-americano, a variável recebe o valor 1, caso contrário 0.
Variação do Ibovespa	Ibovespa	Variação percentual do IBOVESPA.

Fonte: Elaborado pelos autores

Conforme reportado por Carvalho (2012), empresas com Acordos de Acionistas tendem a serem maiores (Tamanho) e mais alavancadas (Endividamento). O mesmo vale para o desempenho (ROA). Assim, espera-se uma correlação positiva entre as variáveis de controle e AC, seja pela presença (*agree*) ou sua tipologia (SAI). Por fim, como as hipóteses apontam para uma relação positiva entre AC e o valor de mercado, o mesmo é esperado para as variáveis de controles. Quanto à emissão de ADRs, segundo Silveira (2004), mecanismos de governança corporativa desenvolvidos podem estar associados ao aumento no valor da firma. Dessa maneira, optou-se por controlar essa emissão em função dos padrões diferenciados de governança corporativa que são exigidos no mercado internacional (SILVEIRA, 2004); espera-se, portanto, que o efeito dos mecanismos de GC mais desenvolvidos seja controlado.

4.3. MODELOS PROPOSTOS

Tendo em vista os desafios inerentes ao problema de pesquisa, quanto à estratégia empírica, optou-se pelo método regressão linear multivariada com Efeitos Fixos (EF) e dados em painel.

O Modelo 1 busca testar a primeira hipótese de pesquisa, ou seja, se o efeito dos acordos de acionistas no valor da firma está associado com a redistribuição do poder provocado por meio da EP indireta formado pelas ações vinculadas nos acordos de acionistas. Essa relação é medida pela interação entre a variável *agree* e *avot*.

Posteriormente, a Hipótese 2 é testada por meio da variável que capta a presença dos acordos de acionistas (*agree*) e, mais profundamente, pelo indicador SAI. Essas duas variáveis têm como objetivo verificar se o efeito no valor é atribuído à capacidade dos AC em mitigar a expropriação dos acionistas minoritários pelo majoritário como discutido na formulação da hipótese.

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

Para garantir a robustez dos modelos e mitigar problemas econométricos comuns às estimações quantitativas, foram tomadas algumas ações preventivas. Primeiramente, os testes foram realizados utilizando-se coeficientes consistentes de heterocedasticidade (Eicker-Huber-White). Adicionalmente, a multicolinearidade foi testada com o auxílio do Variance of Inflation Factor (VIF), com rejeição para modelos com VIF acima de 10,0. Procedimentos de teste sobre a não estacionaridade das variáveis (IM; PESRAN; SHIN,

2003; HLOUSKOVA; WAGNER, 2006) foram realizados a partir das rotinas do software Stata. Por fim, os resíduos foram analisados em busca de evidências de não linearidade ou vieses. Todos os testes foram executados com auxílio do *software* Stata IC 14.

5. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Inicialmente, a base de dados 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 tocante à 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 aumentando 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 à 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. Já a 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

5.1. RESULTADOS DOS MODELOS

O Modelo 1 tem como objetivo testar as duas hipóteses de pesquisa. Os resultados obtidos são apresentados por meio da Tabela 2.

Tabela 2. Resultados do Modelo 1

Variáveis	Hipótese 1		Hipótese 2	
	(1)	(2)	(3)	(3)
<i>Agree*Avot</i>	0.0785 (0.407)			
<i>Avot</i>	0.391 (0.254)			
<i>Agree</i>	5.254 (27.42)	18.40** (9.158)		
<i>Sai</i>				1.932** (0.961)
<i>Vot</i>		0.332 (0.251)		0.329 (0.251)
<i>Leverage</i>	0.562*** (0.137)	0.562*** (0.137)		0.562*** (0.137)
<i>Roa</i>	1.152*** (0.336)	1.151*** (0.336)		1.153*** (0.336)
<i>Ltotassets</i>	28.25*** (4.520)	27.85*** (4.472)		27.98*** (4.486)
<i>Adr</i>	37.87 (25.11)	36.50 (25.29)		36.39 (25.02)
<i>Ibovespa</i>	0.187*** (0.0250)	0.187*** (0.0250)		0.186*** (0.0250)
Constante	-257.5*** (63.62)	-248.4*** (62.69)		-249.8*** (62.68)
Observações	3,493	3,493		3,493
Firmas	434	434		434
R-within	0.095	0.094		0.094
R-between	0.017	0.017		0.017
R- overall	0.038	0.038		0.038
rho	0.668	0.667		0.667
Efeito Fixo Firma	SIM	SIM		SIM

Erros padrões robustos em parênteses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: Dados da pesquisa

No que diz respeito à Hipótese 1, a interação entre a estrutura de propriedade indireta e a presença dos acordos se mostrou inconclusiva, ou seja, sem significância estatística. Logo, o argumento de que o aumento no valor da firma estaria relacionado com a reorganização do poder, mensurada por meio das ações vinculadas, não foi consistente, resultado que vai de encontro com Volpin (2002), Belot (2008), Villalonga e Amit (2009) e Baglioni (2011). Rejeitando-se, portanto, a Hipótese 1.

Por outro lado, os resultados obtidos apontam para a confirmação da Hipótese 2. Dessa maneira, a presença de acordos de acionistas (*agree*) apresentou um coeficiente β de 18,40 (*p-value* < 5%). Entende-se, desse modo, que o valor de mercado de empresas com acordo de acionistas é 18% maior. Resultado semelhante aos obtidos por Roosenboom e Schramade (2006).

Além disso, quando o *SAI* é introduzido no modelo, tem-se em média, para cada aumento de um ponto do *SAI* um MB de aproximadamente 2% superior, visto que os resultados indicam um coeficiente β de 1,93 (*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) e Carvalho (2012).

5.2. MODELO 2

Tendo em vista a confirmação da Hipótese 2 obtida pelos testes desenvolvidos com o 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*).

A Tabela 3 apresenta os testes realizados. No que diz respeito às dimensões testadas independentemente, apenas a de investimento (*aci*) e de governança corporativa (*Acgc*) foram estatisticamente significantes ($\beta = 8,13$ e $\beta = 7,29$ com *p-value* < 5% respectivamente). Por outro lado, quando analisadas conjuntamente, a única dimensão que apresentou consistência foi a de governança corporativa (*acgc*); além disso, destaca-se que a intensidade provocada no valor da firma é maior que o obtido no *SAI* (*p-value* < 5%). Dessa maneira, entende-se que 1 ponto na dimensão de governança corporativa tem um efeito médio de 9,72% no valor da firma. Assim, considerando-se o valor médio obtido pelas empresas nessa dimensão, o efeito provocado seria de 25%.

Tabela 3. Resultados do Modelo 2

Variáveis	Transferência de ações	Dividendo	Investimento	Financiamento	Governança Corporativa	Todas as Dimensões
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(5)
<i>Act</i>	3.194 (2.037)					-3.488 (3.144)
<i>Acd</i>		11.81 (14.67)				-8.247 (20.55)
<i>Aci</i>			8.137** (4.107)			14.39 (9.719)
<i>Acf</i>				5.067 (6.197)		-17.49 (12.28)
<i>Acgc</i>					7.291** (2.992)	9.776** (4.411)
<i>Vot</i>	0.315 (0.250)	0.301 (0.247)	0.322 (0.252)	0.297 (0.248)	0.336 (0.252)	0.350 (0.256)
<i>Leverage</i>	0.563*** (0.138)	0.564*** (0.138)	0.563*** (0.138)	0.564*** (0.138)	0.561*** (0.137)	0.560*** (0.137)
<i>Roa</i>	1.150*** (0.336)	1.149*** (0.336)	1.147*** (0.335)	1.146*** (0.337)	1.154*** (0.337)	1.145*** (0.336)
<i>Ltotassets</i>	28.14*** (4.504)	28.73*** (4.464)	28.12*** (4.467)	28.53*** (4.481)	28.11*** (4.466)	28.16*** (4.542)
<i>Adr</i>	29.83 (24.42)	27.04 (26.50)	33.31 (25.07)	26.36 (25.11)	38.28 (24.34)	35.96 (25.72)
Ibovespa	0.186*** (0.0250)	0.185*** (0.0250)	0.186*** (0.0250)	0.185*** (0.0250)	0.186*** (0.0249)	0.187*** (0.0249)
Constant	-249.3*** (62.84)	-254.4*** (62.78)	-249.8*** (62.67)	-251.5*** (62.72)	-252.2*** (62.71)	-252.9*** (63.77)
Observações	3493	3493	3493	3493	3493	3493
Firmas	434	434	434	434	434	434
R-within	0.09	0.091	0.093	0.091	0.094	0.094
R-between	0.01	0.015	0.016	0.016	0.019	0.019
R- overall	0.03	0.037	0.039	0.039	0.040	0.040
rho	0.66	0.667	0.668	0.665	0.667	0.667
Efeito Fixo Firma	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM

Erros padrões robustos em parênteses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: Dados da Pesquisa

6. CONCLUSÃO

Esta pesquisa está fundamentada na nova perspectiva da governança corporativa, cujos problemas de agência emergem das relações entre os acionistas controladores e os minoritários. Nesse contexto, este trabalho se propôs a investigar o efeito desses acordos sobre o valor de mercado das firmas brasileiras. Considerando-se a estrutura direta de propriedade, as regressões de efeitos fixos fornecem indícios de 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. Em consonância com Chemla et al. (2007) e, sobretudo, com Carvalho (2012), 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, segundo Chemla et al (2007) e, sobretudo, 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 e a presença dos acordos não foram capazes de prover indícios nesse sentido. Todos os testes realizados se mostraram inconsistentes. 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.

Quanto às principais limitações percebidas ao longo do desenvolvimento deste trabalho, estas têm relação, sobretudo, com a 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, porque na maior parte dos acordos não é informado qual o percentual de ações dos seus membros na EP da firma.

A principal sugestão para pesquisas futuras está relacionada com a investigação da inclusão de empresas em diferentes contextos institucionais, dado que os resultados obtidos por este 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. PARTICIPAÇÃO DOS AUTORES

Autor 1: O autor 1 participou das etapas de definição de problema de pesquisa, desenvolvimento das hipóteses, fundamentação teórica, métodos e resultados, coleta de dados e análises estatísticas, análise e interpretação dos dados, redação e revisão do manuscrito.

Autor 2: O autor 2 participou das etapas de definição de métodos e resultados, interpretação dos dados, redação e revisão do manuscrito.

Autor 3: O autor 3 participou das etapas de definição de problema de pesquisa, desenvolvimento das hipóteses, fundamentação teórica, métodos e resultados, análises estatísticas, interpretação dos dados e revisão do manuscrito.

8. 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: Macmillan, 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; 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.
- 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; FAN, Joseph P. H. Corporate governance in Asia: A survey. *International Review of Finance*, v. 3, n. 2, p. 71-103, 2002.

- DENIS, Diane K.; MCCONNELL, 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; AUKUTSIONEK, 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.
- HLOUSKOVA, J., and M. WAGNER. The performance of panel unit root and stationarity tests: Results from a large scale simulation study. *Econometric Reviews*, v. 25, p. 85-116, 2006.
- IM, K. S., M. H. PESARAN, and Y. SHIN. Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of Econometrics*, v. 115, p. 53-74, 2003.
- 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*, 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.
- SILVEIRA, A. D. M.(C). Governança Corporativa e a Estrutura de Propriedade Determinantes e Relação com o Desempenho das Empresas no Brasil. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - Universidade de São Paulo, São Paulo, 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.

ANEXO A - QUESTIONÁRIO DE FORMAÇÃO DO SAI

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

Dimensão	Código
1. Transferência de ações	ACT
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
2. Dividendo	ACD
7. O acordo restringe a diminuição de pagamento de dividendos?	ACD1
3. Investimento	ACI
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
4. Financiamento	ACF
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
5. Governança Corporativa	ACGC
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)

Tabela 4. Coeficientes de correlação das variáveis

	<i>Mkbook</i>	<i>Vót</i>	<i>Avot</i>	<i>Agree</i>	<i>Sai</i>	<i>Act</i>	<i>Acd</i>	<i>Aci</i>	<i>Acgc</i>	<i>Acf</i>	<i>Lev.</i>	<i>Roa</i>	<i>Lontassets</i>
<i>Mkbook</i>	1												
<i>Vót</i>	-0.1220	1											
<i>Avot</i>	-0.0723	0.8886	1										
<i>Agree</i>	0.0751	-0.2431	0.1195	1									
<i>Sai</i>	0.0815	-0.2219	0.1226	0.9415	1								
<i>Act</i>	0.0582	-0.2403	0.1105	0.9363	0.9058	1							
<i>Acd</i>	-0.0035	-0.0733	0.0962	0.5346	0.6267	0.4644	1						
<i>Aci</i>	0.0834	-0.1601	0.1013	0.7188	0.8437	0.6116	0.6303	1					
<i>Acgc</i>	0.1012	-0.2086	0.1051	0.8552	0.9109	0.7843	0.4676	0.6878	1				
<i>Acf</i>	0.0528	-0.1220	0.1062	0.6602	0.7981	0.5711	0.6143	0.8206	0.6491	1			
<i>Lev.</i>	0.1564	-0.0085	-0.0229	-0.0342	-0.0330	-0.0315	-0.0205	-0.0293	-0.0273	-0.0243	1		
<i>Roa</i>	0.1808	0.0043	0.0091	0.0118	0.0111	0.011	0.0059	0.0085	0.0101	0.0076	-0.0035	1	
<i>Lontassets</i>	0.1544	-0.0619	0.0197	0.2405	0.2503	0.2224	0.1904	0.2334	0.1950	0.2296	-0.0332	0.0569	1