



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CAMPUS TRINDADE
CENTRO SOCIECONÔMICO - CSE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

WILLIAM SANTANA

**EFEITO ENTRINCHEIRAMENTO E VALOR ADICIONADO GERADO E
DISTRIBUÍDO PARA OS STAKEHOLDERS**

Florianópolis

2020

WILLIAM SANTANA

**EFEITO ENTRINCHEIRAMENTO E VALOR ADICIONADO GERADO E
DISTRIBUÍDO PARA OS STAKEHOLDERS**

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação
da Universidade Federal de Santa Catarina para a
obtenção do título de Doutor em Administração
Orientador: Prof. Dr. Marcus Vinicius Andrade de
Lima
Coorientador: Prof. PhD. José Alonso Borba

Florianópolis

2020

Ficha de identificação da obra

Santana, William

Efeito entrincheiramento e valor adicionado gerado e distribuído para os stakeholders/ William Santana; orientador Marcus Vinicius Andrade de Lima e coorientador José Alonso Borba. – Florianópolis, 2020, 176 p.

Tese (Doutorado) – Universidade Federal de Santa Catarina, Curso de Pós-Graduação em Administração, 2020.

Inclui referências.

1. Finanças – Pós-Graduação – Estudo e ensino. 2. Universidades e faculdades – Brasil – Pós-Graduação. 3. Universidades e faculdades – Estados Unidos – Pós-Graduação. 4. Finanças – Pós Graduação – Currículos. I. Lima, Marcus Vinicius Andrade de; Borba, José Alonso. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Curso de Pós-Graduação em Administração. III. Título

WILLIAM SANTANA

EFEITO ENTRINCHEIRAMENTO E VALOR ADICIONADO GERADO E
DISTRIBUÍDO PARA OS STAKEHOLDERS

O presente trabalho em nível de doutorado foi avaliado e aprovado por
banca examinadora composta pelos seguintes membros:

Prof. Dr. Marcus Vinicius Andrade de Lima
Orientador
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. PhD. José Alonso Borba
Coorientador
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Dr. Alexandre Nascimento de Almeida
Universidade de Brasília

Prof. Dra. Rosilene Marcon
Universidade do Vale do Itajaí

Prof. PhD. Vander Mendes Lucas
Universidade de Brasília

Certificamos que esta é a **versão original e final** do trabalho de conclusão que foi julgado adequado para obtenção do título de Doutor em Administração na área de concentração em Finanças e Desenvolvimento Econômico e aprovada, em sua forma final, em 30 de abril de 2020 do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Santa Catarina.

Prof. PhD. Rudimar Antunes da Rocha
Coordenador(a) do Programa

Prof. Dr. Marcus Vinicius Andrade de Lima
Orientador(a)

Florianópolis, 2020

Este trabalho é dedicado especialmente ao meu filho Miguel Santana, a minha querida mãezinha Edna (*in memoriam*), a minha família e a todos os meus amigos pessoais.

AGRADECIMENTOS

À Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC, a todos os professores e técnicos e amigos do Centro de Pós-graduação e Pesquisas em Administração, com destaque ao coordenador do programa pelo apoio e ajuda.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Marcus Vinicius de Andrade Lima e coorientador PhD José Alonso Borba, pelos conhecimentos transmitidos, pelo bom relacionamento, amizade e pela disponibilidade em ajudar.

Aos professores que compuseram a banca de defesa da qualificação e do projeto final, os quais muito admiro, o meu agradecimento pelas contribuições.

Aos integrantes da turma doutorado em Administração/2016, com destaque para os meus amigos Helton, Helder e Pedro. Vocês foram realmente parceiros durante esta jornada.

À Universidade de Brasília (UnB-FUP) pelo apoio ao meu Doutorado.

Aos queridos (as) amigos (as) que sempre me inspiram.

A Eveline pela ajuda, apoio e carinho.

Ao meu filhote, Miguel Santana, pela compreensão nos momentos que o papai estava ausente.

À minha mãe, *in memoriam*, que na sua simplicidade dedicou-se a me inspirar nos estudos.

À todos aqueles que direta ou indiretamente contribuíram para a conclusão desse trabalho.

Muito obrigado.

“O sucesso nasce do querer, da determinação e persistência em se chegar a um objetivo. Mesmo não atingindo o alvo, quem busca e vence obstáculos, no mínimo fará coisas admiráveis.”

José Martiniano de Alencar (escritor e romancista brasileiro 1829 – 1877)

RESUMO

Esta pesquisa inova ao criar um índice de efeito entrincheiramento do acionista principal (IEAP) e ao ampliar a análise do efeito entrincheiramento. Dessa forma, o estudo contribui para que profissionais e acadêmicos possam entender como determinados problemas decorrente do conflito principal-principal existentes na estrutura de propriedade e controle concentrada podem afetar a geração (valor criado pela empresa) de valor e distribuição (criação) de valor aos stakeholders. Assim, o objetivo da tese foi explicar a relação entre o índice de efeito entrincheiramento do acionista principal (IEAP) e valor adicionado gerado e distribuído para os grupos de *stakeholders* não acionistas e acionistas sob a ótica da Teoria Iluminada dos Stakeholders (TIS). A população investigada compreende as empresas listadas nos setores da B3 S/A e Econômica. Os dados sobre os acionistas e informações financeiros também foram levantados a partir do Formulário de Referência, DVA e do banco de dados da GetFDPDate no período 2011-2018. A amostra final está constituída por 130 empresas, totalizando cerca de 933 observações no período. O presente estudo se baseou apenas na participação direta dos acionistas nas empresas analisadas com controle definido. Para a formação do índice proposto (IEAP) e análise dos dados foi utilizada respectivamente a análise dos componentes principais (ACP) e modelos lineares generalizados (MLG). Os resultados comprovam a viabilidade estatística e teórica do índice de efeito entrincheiramento do acionista principal (IEAP). Assim, o IEAP contribui para a hipótese de benefícios privados de controle do acionista principal. Em adição, os resultados da tese também mostram uma relação significativa e positiva entre o índice de efeito entrincheiramento do acionista principal (IEAP) e o valor adicionado bruto (valor criado pela empresa), distribuído (criado) aos stakeholders não acionistas (DVASNA) e stakeholders acionistas (DVASA). A hipótese de expropriação para o acionista minoritário foi rejeitada. O teste foi realizado através da variável de distribuição de valor adicionado ao stakeholders acionistas (DVASA). Portanto, a tese não esgota as questões levantadas pela mesma, ao contrário, ela abre diversos caminhos de pesquisa que podem contribuir para aperfeiçoamento e avanço do problema de pesquisa aqui estudado.

Palavras-chave: Concentração de Controle; Efeito Entincheiramento; Valor Adicionado.

ABSTRACT

This research innovates by creating a controlling shareholder entrenchment effect index (IEAP) and by expanding the analysis of the entrenchment effect. The study contributes so that professionals and academics can understand how certain problems resulting from the principal-principal conflict existing in the concentrated ownership structure can affect the generation (value created by the company) of value and distribution (creation) of value to stakeholders. Thus, the objective of the thesis was to explain the relationship between the controlling shareholder entrenchment effect index (IEAP) and value-added generated and distributed to the groups of non-shareholder stakeholders and shareholders under the perspective of the Enlightened Stakeholder Theory (EST). The investigated population comprises companies listed in the B3 S / A and Económica sectors. The data on shareholders and financial information were also collected from the Reference Form, DVA and the GetFDPDate database in the period 2011-2018. The final sample consists of 130 companies, totaling about 933 observations in the period. The present study was based only on the direct participation of shareholders in the companies analyzed with defined control. For the formation of the proposed index (IEAP) and data analysis, principal component analysis (PCA) and generalized linear models (GLM) were used respectively. The results prove the statistical and theoretical feasibility of the controlling shareholder entrenchment effect index (IEAP). The IEAP contributes to the hypothesis of private benefits for controlling shareholder. In addition, the results of the thesis also show a significant and positive relationship between the controlling shareholder entrenchment effect index (IEAP) and the gross value-added (value created by the company), distributed (created) to non-shareholder stakeholders (DVASNA) and shareholder stakeholders (DVASA). The expropriation hypothesis for the minority shareholder was rejected. The test was carried out using the variable distribution value-added to shareholder stakeholders (DVASA). Therefore, the thesis does not exhaust the questions raised by it, on the contrary, it opens up several research paths that can contribute to the improvement and advancement of the research problem studied here.

Keywords: Control Concentration; Entrenchment Effect; Value Added.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Origem do entrincheiramento	32
Figura 2 – Teoria dos stakeholders – normativa e analítica	38
Figura 3 – Aspectos da teoria dos stakeholders.....	44
Figura 4 – Tipos de benefícios de controle	65
Figura 5 – Primeira parte da estrutura da pesquisa – criação da IEAP.....	97
Figura 6 – Segunda parte da estrutura da pesquisa – relação entre IEAP e valor adicionado gerado e distribuído para os stakeholders	98
Figura 7 – Hipóteses de pesquisa	102
Figura 8 – Diagrama de decisão da análise fatorial 1	113
Figura 9 - Diagrama de decisão da análise fatorial 2	116
Figura 10 – Gráfico de componentes	123

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Variáveis, definições e métricas	109-111
Quadro 2 – R – mode factor analysis	114
Quadro 3 – Estatística KMO	117

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estatística descritiva.....	122
Tabela 2 – Teste de KMO e Bartlett.....	123
Tabela 3 – Variância total explicada.....	124
Tabela 4 – Comunalidades.....	125
Tabela 5 – Matrizes de componentes e rotações.....	126
Tabela 6 – Análise da existência de superdispersão.....	129
Tabela 7 – Estimativas dos parâmetros – VAB.....	130
Tabela 8 – Estimativas dos parâmetros – DVASNA.....	133
Tabela 9 – Estimativas dos parâmetros – DVASA.....	135
Tabela 10 – Estimativas dos parâmetros – DIF.....	136

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACP	Análise dos Componentes Principais
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
DVA	Demonstração do Valor Adicionado
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest and Taxes, Depreciation and Amortization
EUA	Estados Unidos da América
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FIPECAFI	Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras
IEAP	Índice de Efeito Entrincheiramento do Acionista Principal
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
KMO	Kaiser-Meyer-Olkin
MLG	Modelo Linear Generalizado
MLG's	Modelos Lineares Generalizados
MTB	Market-to-Book
PTF	Produtividade Total dos Fatores
ROA	Retorno sobre os Ativos
SRI	Stanford Research Institute
TA	Teoria da Agência
TAS	Teoria da Agência dos Stakeholders
TDR	Teoria da Dependência dos Recursos
TF	Teoria da Firma
TIS	Teoria Iluminada dos Stakeholders
TPR	Transações com Partes Relacionadas
TS	Teoria dos Stakeholders
TSB	Teste de Esfericidade de Bartlett
WSE	Warsaw Stock Exchange

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	16
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA.....	16
1.2 OBJETIVOS.....	19
1.2.1 Objetivo geral.....	19
1.2.2 Objetivos específicos	19
1.3 JUSTIFICATIVA, CONTRIBUIÇÕES E MOTIVAÇÕES DO ESTUDO	20
1.4 DELIMITAÇÕES DA PESQUISA	23
1.5 ESTRUTURA DA TESE.....	23
2 REVISÃO DA LITERATURA	25
2.1 TEORIAS UTILIZADAS NOS MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	25
2.1.1 A Teoria da Agência desenvolvida por Jensen e Meckling (1976)	27
2.1.2 Visão geral da Teoria dos <i>Stakeholders</i> e abordagens recentes.....	35
2.1.2.1 O modelo de Donaldson e Preston (1995) e Heath e Norman (2004)	43
2.1.3 A Teoria da Agência dos Stakeholders de Hill e Jones (1992).....	46
2.1.4 A Teoria Iluminada dos Stakeholders de Jensen (2001)	52
2.2 FUNDAMENTOS E ESTUDOS SOBRE BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLE, EFEITO ENTRINCHEIRAMENTO E DISTRIBUIÇÃO DE VALOR ADICIONADO	57
2.2.1 Fundamentos da relação entre estrutura de propriedade e controle e o desempenho	57
2.2.2 Benefícios de controle e o efeito entrincheiramento do acionista	64
2.2.2.1 Estudos sobre os benefícios de controle do acionista	64
2.2.2.2 Estudos sobre o efeito entrincheiramento	70
2.2.3 Problemas com a variável grau de concentração de controle	77
2.2.4 A demonstração do valor adicionado e estrutura de propriedade e controle concentrada	83
2.2.4.1 Estrutura e usuários da Demonstração do Valor Adicionado (DVA)	83
2.2.4.2 Relação entre a estrutura de propriedade e controle concentrada, a produtividade e o valor adicionado.....	89
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	99
3.1 POSICIONAMENTO EPISTEMOLÓGICO E DELINEAMENTO DA PESQUISA	99
3.2 HIPÓTESES DA PESQUISA	102
3.3 POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	108
3.4 DEFINIÇÃO E MÉTRICAS DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS NA PESQUISA.....	108

3.5 CÁLCULO DA VARIÁVEL EXPLICATIVA – ÍNDICE DE EFEITO ENTRINCHEIRAMENTO DO ACIONISTA PRINCIPAL (IEAP).....	112
3.6 ELABORAÇÃO DOS MODELOS PARA ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE IEAP E VALOR ADICIONADO GERADO E DISTRIBUÍDO.....	118
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	122
4.1 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS REFERENTE AO IEAP	122
4.2 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS REFERENTE A RELAÇÃO ENTRE IEAP E VALOR ADICIONADO.....	128
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	138
REFERÊNCIAS	142
APÊNDICE A – Eliminação de outliers – Zscore com 2 desvios padrões.....	163
APÊNDICE B – Teste de Kolmogorov-Smirnov	164
APÊNDICE C – Normalidade das variáveis para formação do IEAP	165
APÊNDICE D – Matriz de correlação entre as variáveis do IEAP	166
APÊNDICE E – Estatística descritiva – Resultados primeira parte	167
APÊNDICE F – Distribuição das variáveis EBIT e ROA.....	168
APÊNDICE G – Matriz de correlação entre as variáveis.....	169
APÊNDICE H – Estatística descritiva – Resultados segunda parte.....	170
APÊNDICE I – Matriz de correlação segunda parte	171
APÊNDICE J – Gráfico das variáveis.....	172
APÊNDICE K – Resumo da análise da regressão VAB	173
APÊNDICE L – Resumo da análise da regressão DVASNA	174
APÊNDICE M – Resumo da análise da regressão DVASA.....	175
APÊNDICE N – Resumo da análise da regressão DIF	176

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

As empresas com mercados em desenvolvimento (o Brasil, por exemplo), em geral, apresentam maior concentração de propriedade e controle (DAM; SCHOLTENS, 2013), predominância familiar (CASTELLANETA; GOTTSCHALG, 2016), ambientes regulatórios mais fracos (HERRERA; ROMAN; ALARILLA, 2010) e diversos perfis de acionistas (ZHAO, 2012). Tais características tornam os mercados emergentes únicos por natureza e ampliam os caminhos das pesquisas acadêmicas.

O tema “estrutura de propriedade e controle concentrada e desempenho da empresa” tem sido investigado em diversos estudos que, por sua vez, se mostram controversos e inconclusivos (MORCK, 2000; THOMSEN; PEDERSEN, 2000; GEDAJLOVIC; SHAPIRO, 2002; LEECH; LEAHY, 1991; LEHMANN; WEIGAND, 2000; CLAESSENS *et al.*, 2002; MCCONNELL; SERVAES, 1990; DE MIGUEL; PINDADO; DE LA TORRE, 2004; DEMSETZ; VILLALONGA, 2001). Morck (2000), Thomsen e Pedersen (2000) e Gedajlovic e Shapiro (2002), por exemplo, apontam uma relação positiva entre a concentração de propriedade e controle e desempenho da empresa. Por outro lado, Leech e Leahy (1991), Lehmann e Weigand (2000) e Claessens *et al.* (2002) consideram que a concentração acionária tem relação negativa com o desempenho da empresa. E ainda, outros estudos como, por exemplo, de McConnell e Servaes, (1990) e De Miguel; Pindado; De La Torre, (2004) encontraram evidências de uma relação não linear entre a concentração de propriedade e o desempenho da empresa, ao passo que o estudo de Demsetz e Villalonga (2001) documentam a inexistência de uma relação significativa.

A estrutura de propriedade e controle concentrada é separada em concentração de propriedade (ou direitos de fluxos de caixa) e concentração de controle (direitos de controle). Quando a concentração de controle supera a concentração de propriedade, o acionista principal (majoritário e controlador) é incentivado a expropriar os *stakeholders* “acionistas minoritários”, na busca de benefícios de controle, o que implica maior custo de agência requerido para monitoramento da gestão e menor desempenho e valor da empresa (SILVEIRA *et al.*, 2004).

A concentração de controle permite ao acionista principal intervir no processo decisório da empresa e tomar decisões que podem beneficiar a si próprio, ao invés de beneficiar também os acionistas minoritários. Esta condição assumida pelo acionista principal em manter ou ampliar o controle (poder) gera uma assimetria informacional. A assimetria informacional associada ao *moral hazard* (risco moral) e seleção adversa conduz ao entrincheiramento do acionista principal.

Nesse ínterim, o ato de entrincheirar-se do acionista principal é o bloqueio (“trincheira”) criado pelo acionista principal para impedir que outros *stakeholders* (neste caso os gestores ou acionista minoritários) consigam adquirir ou ampliar o grau de poder que possa ameaçar a posição do acionista principal. Porém, sabe-se pouco ao seu respeito e como ele se relaciona com os outros *stakeholders* não acionistas. Logo, o efeito entrincheiramento do acionista principal é um dos fenômenos no qual os pesquisadores devem procurar aprofundar o conhecimento sobre as suas consequências e quais métricas podem melhor informar a situação sobre o grau de entrincheiramento deste acionista principal.

O efeito entrincheiramento do acionista principal e sua relação com o valor adicionado gerado (criado pela empresa) e distribuído (criado) para os *stakeholders* não acionistas e acionistas ainda não foi estudado. O tema “criação (distribuição) de valor para os *stakeholders*” é tratado pelos autores Freeman *et al* (2010), Harrison, Bosse e Phillips (2010), Harrison e Bosse (2013), Garcia-Castro e Aguilera (2015), Tantaló e Priem (2016), Bridoux e Stoelhorst (2014) e Lieberman, Garcia-Castro e Balasubramanian (2017). Especificamente, o tema ainda envolve questões pouco exploradas ou contraditórias na teoria dos *stakeholders*. Assim, poucas evidências existem de que tipos de valor podem gerar mais vantagens competitivas, ou quais tipos de distribuição de valor para os *stakeholders* resultam em maior impacto no desempenho financeiro das empresas, e quais características ou comportamento da empresa podem impactar no valor adicionado gerado (criado pela empresa) e distribuído (criado) para os diversos *stakeholders* (MASCENA, 2018).

A distribuição de valor pode ser uma combinação de fatores tangíveis e intangíveis que uma empresa distribui para seus *stakeholders* que satisfazem suas demandas para a manutenção do relacionamento entre a empresa e o *stakeholder* (OLIVEIRA, 2016). Os recursos tangíveis são aqueles recursos distribuídos pela empresa que

pode ser mensurado em termos monetários, como por exemplo, a participação nos lucros e salários (HARRISON; BOSSE; PHILLIPS, 2010). E os recursos intangíveis são os recursos distribuídos pela empresa para seus *stakeholders* que não podem ser mensurados em termos monetários, como por exemplo, a informação e participação no processo decisório (PHILLIPS; FREEMAN; WICKS, 2003). Esta tese tem o foco sobre os valores tangíveis gerados e distribuídos aos *stakeholders*.

Estudos recentes relatam a distribuição de valor para os *stakeholders* associada com as características do conselho de administração (MERINO; MANZANEQUE; RAMÍREZ, 2018); desempenho financeiro e valor da empresa (MASCENA, 2018). As informações sobre o valor adicionado total, valor adicionado aos *stakeholders* acionistas e não acionistas são evidenciadas na demonstração do valor adicionado (DVA) ou utilizando o método de adição (COSENZA; GALLIZO; JIMENEZ, 2002).

Da mesma forma, estudos referentes ao entrincheiramento do gestor e sua relação com medidas de desempenho contábil e gerencialmente de resultados também são relatados na literatura da área sobre estrutura de propriedade e controle (ULUPINAR, 2018; MEO; LARA GARCÍA; SURROCA, 2017; LAIL; MARTIN, 2017).

Para mensurar o efeito entrincheiramento do acionista principal criou-se uma proxy (índice) com base nos argumentos que o entrincheiramento do acionista controlador será prejudicial ao desempenho da empresa quando prevalecer uma combinação de três fatores (BOZEC; LAURIN, 2008): (1) o maior acionista tem direitos de voto suficientes para expropriar os acionistas minoritários; (2) o maior acionista tem baixos direitos de fluxo de caixa para que ele tenha incentivo para expropriar acionistas minoritários e; (3) a empresa possui altos fluxos de caixa livres, de modo que está disposto à expropriação (BOZEC; LAURIN, 2008). O estudo de Bozec e Laurin (2008) foi utilizado como base para esta tese. Para a mensuração do efeito entrincheiramento do acionista principal (IEAP) foi utilizada a metodologia análise dos componentes principais (ACP).

Sob as perspectivas apresentadas, no Brasil e no exterior não foram constatado estudos que busquem investigar a relação entre efeito entrincheiramento do acionista principal e o valor adicionado gerado (criado pela empresa) e valor adicionado distribuído (criado) para os diversos *stakeholders* acionistas e *stakeholders* não acionistas (funcionários, governo e credores). Esta investigação foi analisada sob a ótica de bases teóricas múltiplas: Teoria Iluminada dos Stakeholders (TIS) (unificação

da Teoria da Agência (TA) e Teoria dos Stakeholders (TS)) e Produtividade Total dos Fatores (PTF). Especificamente, a Teoria Iluminada dos Stakeholders permitiu fazer a ligação entre IEAP e a distribuição de valor adicionado.

Esta pesquisa cria um IEAP mais robusto e mostra que quanto maior o índice de efeito entrenchamento do acionista principal (IEAP) maior o valor adicionado bruto (valor gerado pela empresa) e o valor adicionado distribuído (criado) para o grupo de *stakeholders* não acionista e menor a distribuição de valor aos *stakeholders* acionistas.

Assim, elencou-se o seguinte problema de pesquisa: qual a relação entre o índice de efeito entrenchamento do acionista principal e a distribuição de valor adicionado gerado e distribuído para os grupos de *stakeholders* das empresas? A partir daí foi possível apontar o objetivo geral do presente estudo.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo geral

Explicar a relação entre o índice de efeito entrenchamento do acionista principal (IEAP) e valor adicionado gerado e distribuído para os grupos de *stakeholders*.

1.2.2 Objetivos específicos

Em consonância ao objetivo geral apresentado o estudo tem como objetivos específicos:

- a) Investigar a viabilidade estatística e teórica do novo índice proposto de efeito entrenchamento do acionista principal (IEAP);
- b) Debater a relação entre o índice de efeito entrenchamento do acionista principal (IEAP) e valor adicionado bruto da empresa (VAB);
- c) Discutir a relação entre o índice de efeito entrenchamento do acionista principal (IEAP) e os grupos de *stakeholders* não acionista e *stakeholders* acionistas;

1.3 JUSTIFICATIVA, CONTRIBUIÇÕES E MOTIVAÇÕES DO ESTUDO

A investigação do problema de pesquisa justifica-se por trazer contribuições inovadoras sobre o tema, campo teórico, metodologia, conhecimento da área, questões práticas, tanto ao fenômeno do “efeito entrincheiramento do acionista principal” quanto ao “valor adicionado gerado (criado pela empresa) e distribuído (criado) para os stakeholders”.

Em relação ao tema, o presente estudo apresenta-se inovador no Brasil e no exterior, pois não foram constatados estudos que investigassem a relação entre efeito entrincheiramento do acionista principal e o valor adicionado gerado (criado pela empresa) e valor adicionado distribuído (criado) para os grupos de *stakeholders* acionistas e *stakeholders* não acionistas. A motivação em compreender essa relação proporciona novos caminhos de pesquisa para melhor entender como os mecanismos internos de governança impactam os stakeholders acionistas e não acionistas, e futuramente com outros stakeholders não abordados nesta tese.

Em relação ao campo teórico, a tese trabalha sob a ótica de bases teóricas múltiplas: Teoria Iluminada dos Stakeholders (TIS) (unificação da Teoria da Agência (TA) e Teoria dos Stakeholders (TS)) e Produtividade Total dos Fatores (PTF). Em adição, a tese propõe uma mudança do paradigma dominante. Os estudos relacionados ao tema de estrutura de propriedade e controle concentrado têm somente como base epistemológica a Teoria da Agência (TA). Assim, as pesquisas desta tese sugerem a adoção de outra base epistemológica, seja individualmente ou em conjunto com outras teorias (Teoria Iluminada dos Stakeholders, por exemplo) (AHRENS; FILATOTCHEV; THOMSEN, 2011). Assim, é possível investigar o problema de pesquisa sob uma abordagem multiteórica (CHRISTOPHER, 2011). Esta tese tem como posicionamento teórico a Teoria Iluminada dos Stakeholders (TIS).

Ao mesmo tempo, a tese também contribui para o avanço teórico da dimensão descritiva e instrumental da Teoria dos Stakeholders (TS) de Donaldson e Preston (1995). Ao estudar o efeito entrincheiramento procura-se avançar também na Teoria da Agência (TA), pois o entrincheiramento decorre do conflito principal-principal e a atenção dos estudos anteriores foram direcionadas para os conflitos principal-gestores. A tese procura explicar como esse conflito principal-principal afeta o valor

tangível criado pela empresa (valor adicionado bruto) e para os outros stakeholders acionistas e não acionistas (valor adicionado distribuído) sob a ótica da Teoria Iluminada dos Stakeholders (TIS).

Em relação ao conhecimento da área, a linha de pesquisa sobre estrutura de propriedade e controle concentrada e sua relação com o desempenho corporativo ainda são inconclusivos. Tal fato pode ser explicado pela variedade de propostas econométricas (metodologias utilizadas e questões temporais) (OVERLAND; MAVRUK; SJOGREN, 2012). Assim, o índice de efeito entrincheiramento proposto permite uma padronização para análise do efeito entrincheiramento do acionista principal.

O efeito entrincheiramento do acionista controlador, evidenciado nos estudos dos principais pesquisadores do tema Claessens *et al.* (2002); La Porta; Lopez-de-Silanes; Shleifer (1999) e estudos no Brasil Okimura, Silveira, Rocha (2007), Caixe e Krauter (2013) mensuram o efeito entrincheiramento por meio da quantidade ou percentual de ações ordinárias dos acionistas. Assim, a métrica utilizada como medida do efeito entrincheiramento é analisada de forma isolada (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; CAIXE; KRAUTER, 2013).

Em adição, o grau de concentração de controle utilizado nos estudos como métrica do efeito entrincheiramento é uma variável dicotômica. Ela representa o “efeito alinhamento” e ao mesmo tempo “efeito entrincheiramento” gerando análises distorcidas sobre o “efeito alinhamento” e “efeito entrincheiramento” do(s) acionista(s). Logo, a medida de concentração de controle é falha ao tentar capturar duas dimensões diferentes (OVERLAND; MAVRUK; SJOGREN, 2012).

Ainda em relação ao campo teórico, a criação e distribuição de valor adicionado para os *stakeholders* este ainda envolve questões pouco exploradas ou contraditórias na teoria dos *stakeholders* (MASCENA, 2018). Poucas evidências existem de que tipos de valor podem gerar mais vantagens competitivas, ou quais tipos de distribuição de valor adicionado para os stakeholders (tangíveis ou intangíveis) possuem alguma relação com os mecanismos internos de governança corporativa. Assim, esta tese também contribui para avançar o conhecimento sobre a geração e distribuição de valor adicionado tangível para os stakeholders e sua relação com determinada característica da estrutura de propriedade e controle concentrada da empresa, nesta pesquisa, o efeito entrincheiramento do acionista principal. O uso da demonstração

do valor adicionado (DVA) também mostra-se relevante nesta pesquisa como fonte de informações do valor tangível criado aos stakeholders acionistas e não acionistas. Em relação a metodologia, a Análise dos Componentes Principais (ACP) permite desenvolver uma nova metodologia de investigação para o efeito entrenchamento do acionista principal, pois considera outros elementos na sua formação comparada aos estudos existentes.

Neste contexto, o índice de entrenchamento do acionista principal proposto pode dar ótimas contribuições, pois fornece outros importantes elementos (poder, incentivo, disponibilidade e benefícios) quando comparada somente com a proxy concentração acionária de forma isolada. O índice de efeito entrenchamento do acionista principal além de informar o grau de poder do acionista principal, também evidencia o fluxo de caixa livre e os benefícios privados (*via tunneling e propping*) (BOZEC; LAURIN, 2008; SU; YANG; YANG, 2010).

Em relação as questões práticas o estudo propõem uma contribuição para que os profissionais e acadêmicos possam entender como as alterações no índice de efeito entrenchamento do acionista principal pode afetar a eficiência produtiva da empresa. Além disso, evidencia-se a importância da busca por relações de confiança entre os diversos stakeholders melhorando não somente a sua eficiência, mas também a sua reputação independente de normas legais.

Os investidores e credores podem antecipar suas decisões de compra e empréstimos respectivamente para as empresas com determinado nível de efeito entrenchamento evitando problemas de agência. Os analistas financeiros e outros profissionais do mercado podem realizar suas projeções com base na análise, ou de forma complementar, no modelo de intervenção do acionista controlador no processo decisório (efeito entrenchamento) para verificação de indicadores de financeiros das empresas, indicadores de mercado e na eficiência da gestão (distribuição de valor aos stakeholders). Logo, diversos stakeholders podem beneficiar-se com as informações geradas pelo índice de efeito entrenchamento do acionista principal (IEAP).

Portanto, esta tese mostra-se inovadora por criar o IEAP e avançar nos estudos de Bozec e Laurin (2008) ao adicionar recursos transferidos entre as partes relacionadas *via (tunneling ou propping)* a análise do efeito entrenchamento e ao relacionar esse IEAP com o valor adicionado sob a ótica da Teoria Iluminada dos Stakeholders.

1.4 DELIMITAÇÕES DA PESQUISA

O tema de pesquisa desta tese é amplo, dessa forma, há a necessidade de delimitar alguns pontos. O conceito de valor gerado (pela empresa) e distribuído (criado para os stakeholders) têm como base os trabalhos de Clarkson (1995), Harrison; Bosse; Phillips. (2010) e Harrison e Wicks (2013) consideram os valores tangíveis que uma empresa gera e distribui para seus *stakeholders* e satisfazem suas demandas para a manutenção do relacionamento entre a empresa e os *stakeholders*. Assim, não foi contemplado na tese os valores intangíveis.

A tese discute o efeito entrincheiramento provocado pelo acionista principal. No entanto, foram apresentados alguns estudos sobre o entrincheiramento do gestor e há poucos estudos que abordam o grau de entrincheiramento do acionista controlador. Da mesma forma, não serão tratadas aqui questões específicas relacionadas ao efeito alinhamento.

1.5 ESTRUTURA DA TESE

Para se atingir os objetivos mencionados, a tese está assim organizada: o capítulo introdutório contém a contextualização do tema e apresentação do problema de pesquisa, os objetivos (geral e específicos), a justificativa do estudo e a delimitação da pesquisa. Por último, apresenta-se a presente estrutura da tese.

O capítulo dois apresenta as bases teóricas da pesquisa: revisão da Teoria da Agência (TA); Teoria dos Stakeholders (TS); Teoria da Agência dos Stakeholders (TAS) e a Teoria Iluminada dos Stakeholders (TIS). Em seguida, uma abordagem do estado da arte sobre a estrutura de propriedade e controle concentrada, os benefícios de controle e o efeito entrincheiramento, os problemas com a variável grau de concentração de controle, a demonstração do valor adicionado e a produtividade.

O terceiro capítulo contempla a metodologia utilizada para a elaboração da pesquisa. Primeiramente apresenta-se os pressupostos epistemológicos e o delineamento da pesquisa, fundamentados nos ensinamentos de Burrell e Morgan (1979), Farias Filho e Arruda Filho (2013). Na sequência, define-se as hipóteses de pesquisa, população e a amostra a ser pesquisada. Em seguida, foi elaborado o quadro das definições e métricas das variáveis utilizadas na pesquisa que evidenciam a operacionalização dos

objetivos específicos. Na sequência, explicam-se os mecanismos e procedimentos de coleta e análise dos dados. E depois o cálculo do índice de efeito entrincheiramento e os modelos estatísticos para a análise da relação entre o IEAP e valor adicionado gerado e distribuído.

O capítulo quatro, contempla a apresentação e análise dos resultados e por fim, no quinto capítulo foram apresentadas as considerações finais do estudo e recomendações para futuras pesquisas.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 TEORIAS UTILIZADAS NOS MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

O contínuo debate sobre as teorias de governança corporativa tem sido polarizado entre a Teoria da Agência (TA), utilizada pelo modelo anglo-saxão e adotada pelo Reino Unido e EUA, a Teoria dos Stakeholders (TS) utilizada pelo modelo europeu continental e os chamados modelos híbridos de governança corporativa (LETZA; SUN; KIRKBRIDE, 2004).

Esses paradigmas têm diferentes formas de entender e justificar as questões fundamentais sobre os propósitos da empresa e sua estrutura de governança corporativa.

O modelo anglo-saxão é originalmente um sistema de governança corporativa utilizado nos EUA e no Reino Unido e baseia-se na TA. O modelo amplamente seguido em todo o mundo foi representado na literatura com numerosos nomes baseados em suas características. Esses nomes incluem modelo de acionista, modelo americano, modelo anglo-americano, modelo centrado no mercado, modelo baseado em ações, modelo principal-agente, modelo de outsider e modelo de finanças. Assim, a teoria dos acionistas afirma que a principal responsabilidade dos gerentes corporativos é maximizar a riqueza dos acionistas, já que eles são os proprietários da empresa e assumem o maior risco (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Por outro lado, o modelo europeu continental, ao contrário, baseia-se na teoria dos stakeholders apresentada por Freeman (1984). A TS assume uma perspectiva mais ampla e acredita que o dever fiduciário dos gestores é assegurar os interesses legítimos não apenas dos acionistas, mas também de um grupo amplo de stakeholders internos e externos, como funcionários, clientes, fornecedores, administração, governo, política e grupos sociais, meio ambiente e sociedade em geral. Marens e Wicks (1999) descreve a perspectiva dos stakeholders como entidades superdimensionadas nas quais várias partes têm interesse legítimo. Dessa forma, sob este modelo, o conselho é responsável por assegurar o interesse não apenas dos acionistas, mas também de todos os stakeholders.

Com base nos modelos e suas teorias, a governança corporativa deve ser vista como um sistema pelo qual as empresas são direcionadas e controladas (DEDMAN, 2002).

A governança corporativa está preocupada com três aspectos do processo de tomada de decisão na empresa: a) primeiro, quem tem poder para tomar a decisão; b) segundo, decisão baseada prioritariamente em interesse particular; c) em terceiro lugar, se (e como) fatores contextuais como cultura corporativa, instituições sociais, políticas, econômicas e fatores jurídicos estão impactando o processo de tomada de decisão e os seus resultados.

Neste contexto, vários estudiosos vêm lidando com a governança corporativa a partir de uma variedade de perspectivas interdisciplinares, incluindo economia, administração, direito, ciência política, cultura corporativa e sociologia (AGUILERA; JACKSON, 2010). Considerando a perspectiva da agência entre principal (acionistas) e agentes (gestores), economistas como Shleifer e Vishny (1997) afirmaram que a governança corporativa “lida com as formas pelas quais os fornecedores de recursos financeiros para as empresas se asseguram de obter retorno sobre seus investimentos”. Por outro lado, na visão da Teoria dos Stakeholders, a empresa é vista como um conjunto de relações contratuais entre diferentes atores (stakeholders) e a governança corporativa atua como o conjunto complexo de restrições que moldam as negociações entre os stakeholders (ZINGALES, 1995). Devido a essas diferentes perspectivas interdisciplinares a governança corporativa foi entendida de diferentes formas.

A parte instrumental da TS, por exemplo, é conectada com o modelo pluralista de governança corporativa que deverá servir aos interesses múltiplos de *stakeholders* ao invés de somente os interesses dos *shareholders* (LETZA; SUN; KIRKBRIDE, 2004). Corroborando com essa ideia, Freeman (1984) afirma que não existe uma teoria singular de *stakeholders*, e sim um "gênero" chamado Teoria dos Stakeholders. Assim, todo o gênero é uma das muitas maneiras de unir os conceitos centrais de negócios com os da ética, governança corporativa, cultura corporativa, responsabilidade social corporativa que podem ser usados para criar análises mais refinadas de gestão dos negócios (FREEMAN, 1984).

Paralelo ao debate prático, existe um debate sobre o referencial teórico e a busca pelo modelo teórico ótimo ou superior de governança corporativa (LETZA; SUN; KIRKBRIDE, 2004). Este debate está centrado em questões fundamentais tais como: qual é o propósito de uma corporação? No interesse de quem está sendo administrada? Quem deve controlar a corporação? Como eles devem controlar isso?

Em geral, a governança corporativa trata do entendimento e dos arranjos institucionais de relacionamento entre vários agentes econômicos e participantes corporativos que podem ter interesses diretos e indiretos em uma corporação, como acionistas, diretores, gestores, funcionários, credores, fornecedores, clientes, comunidades locais, órgão ambientais, governo e público em geral. Portanto, em teoria, diferentes perspectivas resultam em diferentes diagnósticos da prática de governança corporativa.

2.1.1 A teoria da agência desenvolvida por Jensen e Meckling (1976)

O desenvolvimento das pesquisas em governança corporativa tem como base a teoria da agência (TA) (SAITO; SILVEIRA, 2008). A obra de Berle e Means (1932), intitulada *The Modern Corporation and Private Property* é considerado o marco inicial em governança corporativa e teve como objetivo analisar empiricamente a estrutura de propriedade e controle das empresas norte-americanas e discutir os conflitos de interesses, estrutura de propriedade dispersas, e seu impacto no desempenho e valor das empresas.

A Teoria da Agência apresenta um amplo arcabouço teórico. Entre esses estudos, destacam-se os trabalhos sobre direitos de propriedade e teoria dos contratos de Coase (1937, 1960), Alchian (1965, 1969), Alchian e Demsetz (1972), Preston (1975) e os trabalhos pioneiros sobre custos de agência de Wilson (1968); Ross (1973) e Heckerman (1975). Berle e Means (1932) foram os primeiros a discutir os benefícios e custos potenciais da separação entre propriedade e controle nas empresas. Entretanto, a TA começou a ser discutida na área da economia pelos trabalhos de Berhold (1971); Ross (1973); Mitnick (1973) e Jensen; Meckling (1976).

Esses autores tratavam alternativas para resolver problemas de controle que surgiram devido à assimetria informacional entre os agentes (gestores) e o principal (proprietário-acionista). Entretanto, o estudo considerado mais influente e amplamente citado como sendo um trabalho profícuo sobre a teoria da agência é a obra *Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, de Jensen e Meckling (1976), que tratam de forma mais detalhada dos custos de agência e não haviam sido analisados adequadamente nos estudos de Ross (1973) e de Mitnick (1973). Em adição, as conceituações da teoria dos direitos de propriedade,

teoria da agência e teoria financeira foram consolidadas por Jensen e Meckling (1976) em seus trabalhos.

Saito e Silveira (2008) destacaram que o trabalho de Jensen e Meckling (1976) apresenta três contribuições principais: i) A criação de uma teoria de estrutura de propriedade das empresas baseada nos conflitos de interesse individuais e com predições testáveis empiricamente; ii) A definição de um novo conceito de custos de agência, mostrando sua relação com a separação entre propriedade e controle presente nas empresas; e iii) A elaboração de uma nova definição da empresa descrevendo-a como uma mera ficção legal que serve como um ponto de ligação (*nexus*) para um conjunto de relacionamentos contratuais entre os stakeholders.

Jensen e Meckling (1976) mostraram que as organizações são ficções legais que servem como um nexo (ligação) para um conjunto de relações contratuais entre stakeholders (entre empresa e seus funcionários, fornecedores, credores, clientes e governo). A ideia principal da Teoria da Agência (TA) é a existência de um relacionamento de agência (ou contratos) na qual uma ou mais pessoas (principal) contrata outra pessoa (o agente) para executar ou não, a delegação de tomada de decisão. Por exemplo, os gestores tomam decisões sobre investimento, financiamento e política de dividendos da empresa). As partes (principal e agente) são maximizadoras de utilidade na qual ambas têm motivações diferentes. Então, existem possibilidades para acreditar que os agentes nem sempre agem de acordo com os interesses do principal e sim de acordo com os seus próprios interesses (JENSEN; MECKLING, 1976). Por isso, o principal procura limitar os conflitos de interesses estabelecendo incentivos para o agente, ou seja, ele procura dar incentivos para o agente como meio de alinhar os interesses (JENSEN; MECKLING, 1976).

Entretanto, a busca dos próprios interesses por parte do principal e do agente resulta no surgimento dos conflitos de interesses entre vários stakeholders da empresa. Conforme Lopes e Martins (2007, p. 35), “os interesses dos acionistas são diferentes dos interesses dos gestores da empresa e dos outros stakeholders”. Cada grupo de stakeholders na empresa possui uma classe distinta de aspirações. A busca de interesses próprios gera conflitos de interesses e conduz a uma assimetria informacional (WRIGHT; MUKHERJI, 1999).

Varian (1999) assinala a existência de custos para adquirir a informação. O acionista principal incorre em custos de monitoramento e de concessão de garantias contratuais

(tanto não pecuniários quanto pecuniários) (JENSEN; MECKLING, 1976; VARIAN, 1999). Assim, Jensen e Meckling (1976, p.308) e Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001) mostram que os custos de agência são compostos por:

- Custos de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente; estes sinalizam os limites dos benefícios e também os deveres do agente (JENSEN; MECKLING, 1976);
- Despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal; quando o principal não atua como gestor da empresa o monitoramento passa a ser imprescindível, por ser uma forma de controlar formalmente os impulsos do agente em tomar decisões levando em conta apenas seus interesses, desconsiderando assim os interesses do principal (JENSEN; MECKLING, 1976). Brigham; Gapenski e Ehrhardt (2001) consideram os gastos de monitoramento como sistemas de avaliação de decisões e meios de prestação de contas;
- Gastos com estrutura da empresa como por exemplo indicar alguém para o conselho administrativo um investidor externo (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 2001);
- Custos de oportunidade ocorre quando o acionista principal impõe restrições (o acionista principal deve emitir o seu parecer por meio de voto) para a realização de determinadas atividades limitando os agentes (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 2001);
- Gastos realizados pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele; como resultado estes gastos geram maior confiança na relação entre o agente e o principal, que pode conceder maior autonomia ao agente. O agente pode tomar decisões com maior autonomia e buscar a maximização da riqueza (objetivo do principal) ou tomar decisões a partir de seus interesses (JENSEN; MECKLING, 1976);
- Perdas residuais, provenientes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que maximizam a riqueza do principal. Agentes possuem o objetivo de maximizar os seus benefícios particulares, por isso a otimização dos processos e os melhores resultados possíveis para o principal não devem ocorrer, pois o agente não toma decisões na direção dos objetivos do principal, a não ser que ele também seja beneficiado com

os resultados. Mas estabelecer esta relação constantemente nem sempre é possível (JENSEN; MECKLING, 1976).

Em função dos custos de agência existentes, não é praticável que acionistas e demais stakeholders, tenham o mesmo nível de informação (VARIAN, 1999). Nesse caso existe uma imperfeição de mercado denominada de assimetria informacional. Essa falha de mercado gera dois tipos de comportamentos contratuais oportunistas: *moral hazard* (risco moral) e *adverse selection* (seleção adversa), sendo que as classificações estão de acordo com o momento em que ocorrem. Caso o comportamento oportunista tenha ocorrido após a realização do contrato, ou seja, é pós-contratual denomina-se *moral hazard*, do contrário denomina-se seleção adversa (COSTA, 2008).

A assimetria informacional inerente à relação do principal (proprietário) e do agente (gestor) gera ações oportunistas deste último (MITZKUS, 2013). Tirole (2001) destaca que há várias formas por meio das quais a gestão não age no melhor interesse das empresas, ou seja, dos proprietários, e todos são parte de um mesmo problema: risco moral. Essas formas podem ser divididas em quatro classes: (i) esforço insuficiente; (ii) investimentos extravagantes; (iii) estratégias de *entrenchment*, ou seja, o executivo atua visando manter seu emprego; e (iv) *self-dealing*.

Hendriksen e Van Breda (1999, p.34) afirmam que “a assimetria informacional ocorre quando nem todos os fatos são conhecidos por ambas as partes (principal e agente), ou seja, quando a informação é incompleta”. Milgrom e Roberts (1992) apontam que o homem não possui capacidade de prever todas as possibilidades e alternativas possíveis de ocorrência no futuro e também não possuem uma comunicação clara e eficiente. Além disso, o contrato não é completo e surge informações assimétricas entre as partes que celebram contratos entre si (COSTA, 2008). A assimetria informacional ocorre nas relações contratuais onde um agente econômico possui uma informação que o outro desconhece e, para adquiri-la, têm custos (MILGROM; ROBERTS, 1992). Assim, Milgrom e Roberts (1992) abre possibilidade de investigar a assimetria informacional no conflito principal-principal, ou seja, a assimetria informacional no comportamento oportunista do acionista principal sobre os stakeholders acionistas minoritários.

A assimetria informacional conduz a seleção adversa e ao risco moral (*moral hazard*) (ARNOLD; LANGE, 2004; ARROW, 1985; TIROLE, 2001). A seleção adversa, refere-se ao fato de que o principal não consegue determinar se o agente executa as tarefas pelas quais foi remunerado; e no risco moral, o principal não tem a certeza de que o agente utiliza de todas habilidades nas tarefas (ARNOLD; LANGE, 2004). Arrow (1985) explica que o problema de risco moral é entendido como ações ocultas aos proprietários ou difíceis de se observar. Já o problema denominado seleção adversa é conhecido como informações ocultas, ou seja, o agente possui informações que o principal desconhece.

Por outro lado, o problema de risco moral e seleção adversa do agente pode ser solucionado de duas maneiras: pelo monitoramento das ações dos agentes e pela utilização da compensação baseada nos resultados (EISENHARDT, 1989). O esforço por parte do principal para controlar o comportamento do agente pode ser exercido mediante diferentes políticas de remuneração e ou utilizando de restrições orçamentárias (JENSEN; MECKLING, 1976).

Com base em Costa (2008), Salanié (2002), Milgrom e Roberts (1992) e Holmstron e Migrom (1987) é plausível concluir que *moral hazard* é um problema de informação, carência de alinhamento de interesses, distintos níveis de conhecimento para delegação e dificuldades de ver os níveis de empenho dos agentes econômicos. Varian (1999) estabelece que *moral hazard* é decorrente da ausência de incentivos no contrato.

Portanto, o mesmo comportamento oportunista dos gestores, também se aplica ao comportamento oportunista do acionista principal. Assim a assimetria informacional conduz ao moral hazard (comportamento oportunista) do acionista principal. Então o acionista principal cria “estratégias de *entrenchment*” (TIROLE, 2001). A junção de diversas estratégias de entrincheiramento (como por exemplo o poder de controle, o incentivo e a oportunidade) permite ao acionista principal extrair o máximo de benefícios privados de controle criando um chamado efeito entrincheiramento do acionista principal, conforme figura 3 (BOZEC; LAURIN, 2008).



Neste sentido, a estrutura de propriedade e controle concentrada é usada como uma maneira de mitigar os problemas de agência entre acionistas e gestores, mas conduz também a um problema de conflito entre principal-principal. Jensen e Meckling (1976) e Shleifer e Vishny (1986), afirmam que esta estrutura concentrada é benéfica para a avaliação das corporações, pois grandes investidores conseguem monitorar melhor os gestores. Apesar desse benefício, a elevada concentração de propriedade e controle ocasionou outro conflito de agência: entre acionistas controladores e minoritários. Em adição à elevada concentração da propriedade e do controle aliada à baixa proteção legal aos acionistas o conflito entre acionistas majoritários e minoritários é o principal conflito de agência observado nas empresas brasileiras (SILVEIRA, 2002).

Adicionalmente, o conflito principal-agente e principal-principal não são os principais conflitos existentes, mas também entre acionista principal-credores, e acionista principal-stakeholders (por exemplo, clientes, governo, comunidade, funcionários e fornecedores) (MARTINEZ, 1998). Dessa forma, as relações contratuais compõem a essência da empresa com fornecedores, clientes, credores e outros.

O acionista principal também utiliza mecanismos para expropriar riqueza dos stakeholders credores (JENSEN; MECKLING, 1976). Saito e Silveira (2008) com base no trabalho de Jensen e Meckling (1976) denomina as formas de expropriação dos credores como “estratégia egoísta”.

A primeira forma da estratégia egoísta destaca o incentivo que têm o acionista principal a assumir riscos demasiadamente elevados utilizando o capital de terceiros. Caso o empreendimento (projeto) resulte em sucesso, a maior parte dos ganhos irá para os acionistas uma vez que os stakeholders credores têm direito aos juros sobre capital de terceiros. Por outro lado, caso o empreendimento (projeto) falhasse e a empresa não consiga arcar com seus compromissos com os stakeholders credores, a maior parte dos prejuízos recairá sobre eles.

A segunda forma de expropriação da estratégia egoísta é a tendência ao “subinvestimento”, ou seja, quando a empresa apresenta um grau de endividamento muito elevado e há uma probabilidade considerável de falência. Futuros investimentos financiados com capital próprio não serão realizados mesmo que possuam valor presente líquido (VPL) positivo. De acordo com Saito e Silveira (2008, p. 82) “isso ocorre porque a maior parte ou mesmo todo o ganho com o projeto poderá ir para os credores (isto é, poderá ser absorvido no pagamento de juros) não interessando ao acionista”.

Por último, Jensen e Meckling (1976) destacam o incentivo ao esvaziamento da propriedade. Nesse caso especificamente a iminência da falência promove uma “retirada maciça de recursos próprios por meio de pagamento de dividendos extraordinários ou de outros meios, de forma a restar pouco para os credores quando da liquidação da empresa” (SAITO; SILVEIRA, 2008, p.82).

Neste contexto, os estudos sobre estrutura de propriedade e controle de Jensen e Meckling (1976) foi o ponto de partida para um caminho de trabalhos empíricos nesta linha de pesquisa. Morck, Shleifer e Vishny (1988) iniciaram investigações empíricas sobre a estrutura de propriedade e controle de posse dos gestores e sua relação com o valor das empresas (utilizando-se o Q de Tobin).

Os estudos de Morck, Shleifer e Vishny (1988) encontraram uma relação não monotônica entre o percentual de ações ordinárias de posse dos gestores e o valor de mercado das empresas. Ou seja, significa dizer que a variável concentração de controle (quantidade ou percentual das ações ordinárias) representa relações negativas e positivas na mesma variável. Jensen e Meckling (1976) formularam a hipótese de “convergência de interesses” ou “alinhamento de interesses”. Demsetz (1983) e Fama e Jensen (1983) formularam a hipótese de “entrincheiramento”.

Assim, há dois comportamentos opostos na análise da relação entre estrutura de propriedade e controle concentrada e desempenho da empresa: a hipótese de convergência de interesses e a hipótese de entrincheiramento (JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA; JENSEN, 1983; DEMSETZ, 1983; MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988; SHLEIFER; VISHNY, 1997).

A hipótese de convergência de interesses destaca que os acionistas principais são incentivados a monitorar os gestores e maximizar os lucros quando os acionistas principais mantiverem direitos substanciais sobre o fluxo de caixa, além do controle

(LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999). Esses incentivos também aumentam o valor das ações dos acionistas minoritários e, conseqüentemente os interesses do grupo de ambos os acionistas convergem. Desta forma, o conselho administrativo da empresa torna-se um mecanismo de governança eficaz. E, a partir daí os acionistas principais exercem controle sobre os seus interesses, mas também respeitam e alinham aos interesses daqueles que representam os acionistas minoritários. Dessa maneira, o problema de agência do tipo II tende a ser mitigado e prevalece a hipótese de convergência de interesses. Conseqüentemente, é esperada uma melhoria no desempenho da empresa, porque a discordância entre grupos de acionistas é reduzida (JENSEN; MECKLING, 1976).

A hipótese de entrincheiramento (tanto do acionista principal ou do gestor) tem como base a ideia de que a estrutura de propriedade concentrada cria incentivos para o acionista principal (majoritário e controlador) ou os gestores a expropriar a riqueza dos acionistas minoritários (DEMSETZ, 1983; FAMA; JENSEN, 1983). A hipótese de entrincheiramento afirma que quanto mais concentrada é a sua estrutura de propriedade e controle mais grave é a assimetria informacional e os problemas de agência que existem entre acionistas principais e minoritários (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Morck, Shleifer, Vishny (1988) previram que a propriedade concentrada acima de um certo limiar afeta negativamente o valor da empresa devido ao conflito inerente entre acionistas principais e acionistas minoritários.

De acordo com Eisenhardt (1989), pode-se afirmar que a Teoria da Agência é aplicada para resolver problemas contábeis, econômicos, financeiros, políticos, estratégicos, dentre outros relacionados aos conflitos internos das empresas. Na sua configuração original, a TA focalizou na relação entre gestores e acionistas, acionistas principais e minoritários, e na remuneração de gestores (BARNEY; HESTERLY, 2004). Com o passar do tempo, Grinblatt e Titman (1987) ampliaram a visão sobre as relações de agência disseminando-as para os *stakeholders* e entre gestores de diferentes níveis hierárquicos, além de empregados e clientes.

O desenvolvimento e refinamento teóricos adicionais são necessários. Ao fazer isso, obtém-se um melhor entendimento como a TA pode ser modificada para o máximo de utilidade no mundo dos negócios de hoje ou se novas teorias precisarão ser desenvolvidas para realizar outros objetivos (BENDICKSON *et al.*, 2016).

Duas formas de TA foram desenvolvidas: positivista e agente principal (JENSEN, 1993). Pesquisadores positivistas enfatizaram mecanismos de governança principalmente em grandes corporações. Mais amplamente, o fluxo positivista pode ser expandido para vários relacionamentos do tipo principal-agente. Estudiosos expandiram o problema do agente principal para considerar toda uma série de outras questões que emergem. Hill e Jones (1992) sugerem que as relações de agência explicam muitas outras relações contratuais entre os *stakeholders*. Então, Hill e Jones (1992) desenvolveram a Teoria da Agência dos *Stakeholders*”, doravante denominada TAS, para dar maior ênfase em mecanismos de governança específicos usados para gerenciar esses relacionamentos entre diversos *stakeholders*.

2.1.2 Visão geral da Teoria dos Stakeholders de Freeman (1984) e abordagens recentes

O termo “*stakeholder*” teve sua origem em diversos documentos. Igor Ansoff e Robert Stewart, por exemplo, fizeram menção ao mesmo nos documentos do departamento de planejamento da *Lockheed* (uma companhia de jatos americana). Posteriormente, sua presença se deu nos memorandos do *Stanford Research Institute* (SRI), em 1963, e, mais tarde, por Marion Doscher e Robert Stewart no mesmo SRI (CARROLL; NASI, 1997).

Em meados dos anos 1960, além de ser apresentado nos trabalhos do SRI, o termo em questão também teve evidência em trabalhos de pesquisadores como, por exemplo, Eric Rhenman (Suécia), que aplicou os conceitos de *stakeholders* para a democracia industrial (CARROLL; NASI, 1997).

Os pesquisadores da SRI defendiam a ideia de que mesmo que os executivos de empresas satisfizessem as necessidades e preocupações de grupos de *stakeholder*, eles não poderiam formular objetivos corporativos que pudessem assegurar a sobrevivência contínua da empresa (FREEMAN, 1984). Assim, a partir das citações nos documentos supramencionados, o referido termo teve seu uso para um número diverso de direções, sendo uma destas a abordagem de Freeman (1984) na obra *Strategic Management: A stakeholder approach*, que popularizou o termo “*stakeholder*”. Segundo aquele autor, o termo em comento foi utilizado para generalizar a noção de *shareholders* (acionistas) como um tipo de público com o qual

os gestores de empresas precisam oferecer respostas. Logo, a lista de *stakeholders* de Freeman (1984) originalmente incluía os acionistas, os empregados, os fornecedores, os clientes, os financiadores e a sociedade (FREEMAN, 1984).

Freeman e Evan (1990) formularam suas definições de *stakeholders* a partir de dois princípios, quais sejam:

- 1) O princípio da legitimidade corporativa, onde a empresa deve ser administrada para o benefício de seus *stakeholders*: clientes, fornecedores, proprietários, funcionários e comunidades locais, sendo os direitos desses grupos assegurados e devendo estes, de certo modo, participar em decisões que afetam substancialmente seu bem-estar; e,
- 2) O princípio fiduciário dos *stakeholders*, onde a gestão possui uma relação fiduciária com os *stakeholders* e com a corporação como uma entidade abstrata; ou seja, deve agir no interesse dos *stakeholders* como seu agente nos interesses da corporação para garantir a sobrevivência da empresa, assegurando as participações de longo prazo de cada grupo.

Diante do exposto, os elementos contraditórios existentes entre as diversas definições de *stakeholders* proporcionaram o ponto de partida para um debate intenso, onde o termo em questão se transformou de uma peça de palavras em uma noção e, finalmente, em uma problemática de gerenciamento estratégico que, desde 1984 até 2010, acarretou em quantidade substancial de produções acadêmicas.

Uma abordagem mais ampla da Teoria dos *Stakeholders* (TS) foi delineada em 1984 (e republicada em 2010) por Freeman na obra intitulada *Strategic Management: A stakeholder approach*. Ali se tem a sugestão de que os conceitos geralmente separados da organização e da firma sejam vinculados em prol de uma concepção estratégica, política e moral que inclua negociação e comunicação. Para o autor, a corporação é uma roda cujos raios representam interesses particulares. Freeman (1984) inicia a elaboração de um mapa dos *stakeholders* em uma empresa específica, analisando, então, possíveis processos de negociação com base em temas específicos sobre grupos particulares de *stakeholders*. Nesse ínterim, a negociação é baseada no diálogo com o objetivo de garantir a colaboração gratuita e voluntária (FREEMAN 1984).

O mapa de *stakeholders* deve ser específico para cada empresa, ao passo que a definição de *stakeholder* primário e *stakeholder* secundário depende, em grande

parte, do objetivo geral da empresa. Sobre a questão, as empresas do setor de defesa possuem o Governo como *stakeholder* primário, bem como as empresas do setor de descarte de resíduos tóxicos podem considerar os ambientalistas (grupos de interesse) como *stakeholders* primários. Portanto, é possível perceber que o mapa de *stakeholders* é um processo dinâmico e único para cada empresa (FREEMAN; HARRISON; WICKS, 2007).

Freeman (1984, p. 83) demonstrou que a TS ou Teoria dos Stakeholders pode ser utilizada para definir as “visões e objetivos fundamentais de uma corporação pois, analisar os *stakeholders* é o mesmo que analisar os valores e os problemas sociais pelos quais a corporação é confrontada”. Do ponto de vista daquele autor, tal análise faz parte do valor da corporação, permitindo-lhe medir não apenas seu valor financeiro, mas também seu desempenho social.

Portanto, a TS é, principalmente, uma teoria da estratégia corporativa que foi ocupada por pesquisadores das áreas da Ética Empresarial, Teoria Organizacional, Filosofia Política e Moral, Finanças e Contabilidade, sendo apresentada como uma abordagem promissora e idiossincrática (PHILLIPS; FREEMAN; WICKS, 2003).

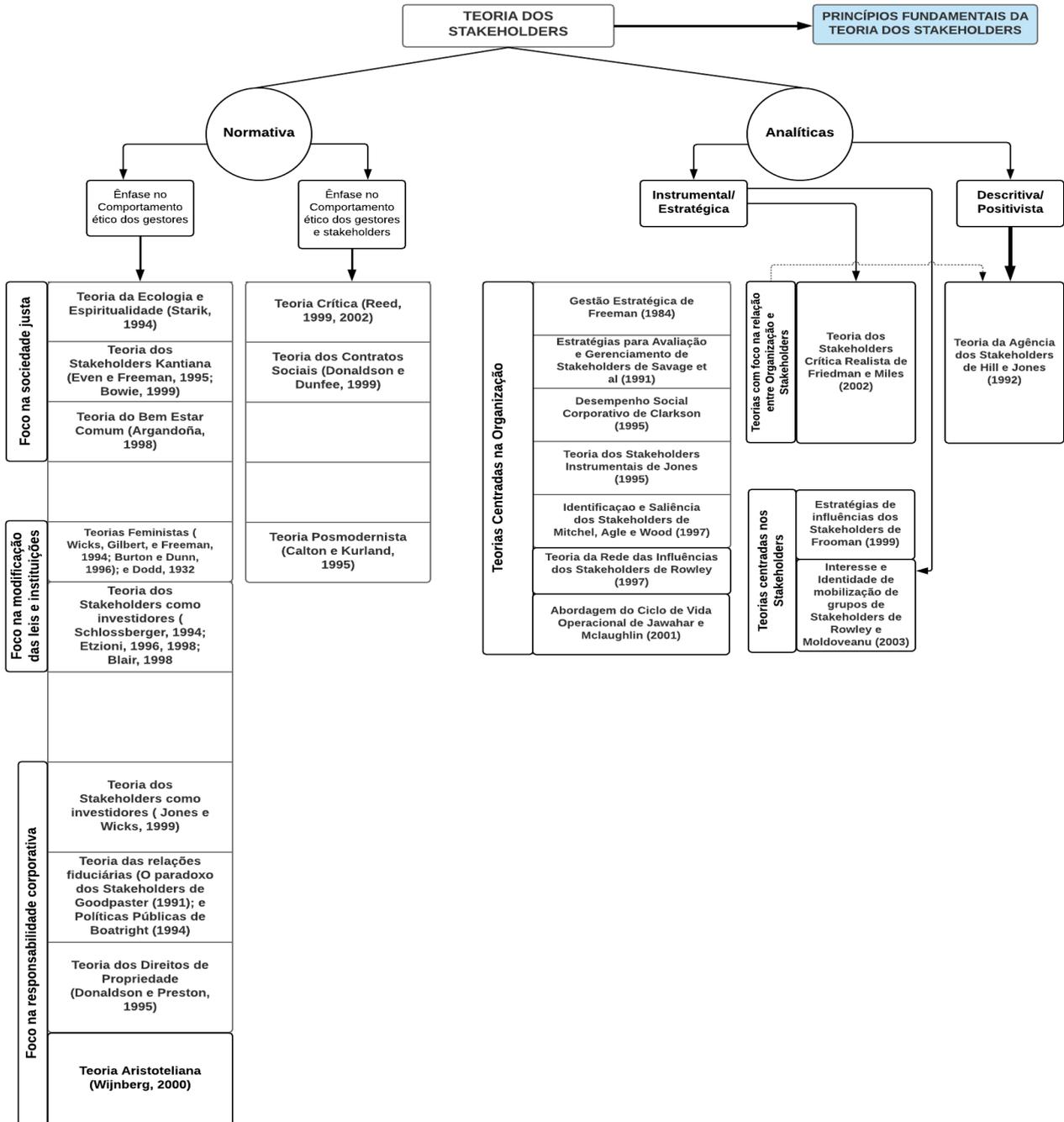
Segundo Lea (2004), a TS é também uma resposta desenvolvida para a visão de que a empresa deve ser gerenciada de modo que maximize somente a riqueza de seus acionistas (Teoria da Agência). E ainda, a teoria em questão sugere, entre outros fatores, multiplicidade de grupos, com uma parte nas operações da empresa e que todos eles mereçam considerações na tomada de decisões (LEA, 2004).

Faz-se importante destacar que a TS foi dividida em duas partes, quais sejam: 1) Categoria normativa; e, 2) Categoria analítica (instrumental e descritiva) (MILES; FRIEDMAN, 2004), com base na abordagem de Donaldson e Preston (1995) – tese que trabalha com a categoria analítica (instrumental e descritiva) via teorias com foco na relação entre a organização e os *stakeholders* e teorias centradas nos *stakeholders* conforme figura 1.

A TS analítica (categoria analítica) é o rótulo utilizado para cobrir toda a TS, que não é estritamente normativa, incluindo as teorias apontadas por Donaldson e Preston (1995) de descritivas e instrumentais, e por Reed (2002) de positivas e estratégicas. Em um primeiro momento, as contribuições são ordenadas pelo fato de as teorias serem, de modo primaz, centradas na organização, nos *stakeholders* ou na relação *stakeholders*-organização. Posteriormente, dentro das categorias em questão,

verificam-se contribuições de acordo com o fato de as teorias serem normativas e, primordialmente, estratégicas/instrumentais ou descritivas/positivas evidenciada na figura 1.

Figura 2 – Teoria dos Stakeholders – normativa e analítica.



Fonte: Elaboração própria.

A gestão estratégica apresenta a corporação na posição central, com ligação direta junto a todos os *stakeholders* (FREEMAN, 1984). Logo, as partes interessadas são um meio onde a empresa pode alcançar seus fins assumidos (maximizando os lucros). Aqui, Freeman (1984, p. 242) sugere questões de revisão para facilitar o mapeamento dos *stakeholders*, que podem ser aplicadas em divisões, operações ou negócios específicos ou mesmo em questões específicas, como, por exemplo: 1) Como cada *stakeholder* afeta a empresa (desafios e oportunidades)?; 2) Como a empresa afeta cada *stakeholder*?; 3) Quais são as atuais "variáveis ambientais" que afetam a empresa e aos *stakeholders*?

A TS instrumental de Jones (1995) tem por fundamento as relações das organizações com os *stakeholders*. Aquele autor partiu de uma perspectiva instrumental e aliou as ideias da Teoria da Agência (TA) com as bases da "Teoria de Custo de Transação" (TCT) (teorias de cunho instrumental) junto à ética do comportamento (de caráter normativo), desenvolvendo uma teoria instrumental fundamentada nas relações das organizações com os *stakeholders*.

Para desenvolver sua teoria, Jones (1995) partiu do conceito de firmas como nexos de contratos, ou seja, um contrato eficiente é aquele que acarreta vantagens competitivas via políticas direcionadas a *stakeholders* e, ao mesmo tempo, encontra algum modo de redução de custo de execução e monitoramento. Portanto, aquele autor desenvolveu a teoria instrumental dos *stakeholders* investigando as razões pelas quais agir eticamente deve levar à vantagem competitiva fazendo uso de argumentos com base na literatura econômica, que se concentra nas imperfeições da informação nos mercados e, em particular, sobre os custos envolvidos na tentativa de superação das imperfeições.

Nesse sentido, Jones (1995) passou a investigar diversas pesquisas que se preocupam em avaliar a elaboração e execução de contratos. Em sua ótica, alguns contratos objetivam reduzir o oportunismo dos agentes via incentivos e monitoramento das estruturas de governança, enquanto outros contratos buscam minimizar comportamentos oportunistas pela conscientização espontânea dos agentes via mútua cooperação – ação que, segundo Jones (1995), possibilita alguma redução no custo de elaboração de contratos, uma vez que permite excluir garantias das relações contratuais e minimizar a necessidade de monitoramento de tais relações. Entretanto, a obtenção de uma postura cooperativa entre os agentes não é algo fácil, pois, na

perspectiva instrumental, o indivíduo é um sujeito que privilegia o individualismo e age por oportunismo. Logo, é importante determinar os fatores que motivam a cooperação dos agentes racionais.

Portanto, Jones (1995), argumenta que os gestores que se relacionam com os *stakeholders* com base na confiança mútua e cooperação, desde que eles possam ser identificados como tal, serão reconhecidos como potenciais parceiros contratantes – o que evitará a necessidade de as partes contratantes incorrerem em determinados custos.

Contudo, Jones (1995) destaca que o comportamento moral é da esfera individual e que nada garante que as ações de um indivíduo correspondam às ações da organização à qual ele representa. Nesse ínterim, para que as organizações sejam conhecidas como organismos éticos, é preciso que elas reflitam em suas ações o comportamento de seus administradores, ou seja, é necessário que possuam moralidade corporativa – estabelecida via reputação e políticas estabelecidas para os *stakeholders* (ações ambientais, políticas salariais, entre outras) (JONES, 1995).

Friedman e Miles (2002) observam a relação organização-*stakeholders* como uma combinação onde emerge uma nova elaboração de ideias, interesses materiais e apoios institucionais. Sua tipologia de relações entre a organização e os *stakeholders* tem por base duas distinções, a saber: 1) Se as relações são compatíveis ou incompatíveis no tangente aos conjuntos de ideias e interesses materiais; e, 2) Se as relações entre grupos são necessárias ou contingentes. As relações necessárias são internas a uma estrutura social (como uma organização, mas não exclusivamente) ou a um conjunto de ideias logicamente conectadas. As relações contingentes são externas ou não estão integralmente conectadas.

O desenvolvimento sustentável surgiu como um conceito para preencher a lacuna entre a ecologia profunda e a visão de mundo dominante tradicional das questões ambientais. A nova abordagem com base em soluções acarretou, por exemplo, em parcerias e alianças entre o Greenpeace e diferentes corporações para promover produtos, embalagens e fontes de energia ecologicamente corretas. Nesse ínterim, Friedman e Miles (2002) exemplificam uma mudança significativa nas ideias de ambos os lados do relacionamento na década de 1990, que reestruturou a relação entre o Greenpeace e a corporação.

Fazendo uso do modelo descritivo e da relação organização-*stakeholders*, Hill e Jones (1992) observam a firma como umnexo de contratos implícitos e explícitos entre todos os *stakeholders*, incluindo os gestores. Aqueles autores consideram que se tem aí uma Teoria de Agência mais geral do que normalmente é considerada, ou seja, porque incluem relações contratuais mais do que explícitas entre acionistas e gestores, e rejeitam a suposição de que os mercados são eficientes e se ajustam instantaneamente ou rapidamente para novas circunstâncias.

Assim, Hill e Jones (1992) consideram apenas *stakeholders* legítimos – legitimidade estabelecida via relação de troca com a corporação. Aqui, os gerentes estão no centro de umnexo de contratos. Eles firmam contratos com todos os *stakeholders* e são os únicos com "controle direto sobre o aparato de tomada de decisão da firma" (HILL; JONES, 1992 p. 134). Os gerentes são considerados agentes de todas as outras partes interessadas.

Embora grande parte dos *stakeholders* não contrate gestores (como na relação principal-agente), têm-se contratos implícitos ou explícitos entre eles. Mesmo que haja um grau de convergência de interesses nas reivindicações de gestores e *stakeholders* (por exemplo, se a ação de elevação dos salários dos funcionários acarretar em maior produtividade, fornecendo aos gestores mais recursos), além de certo ponto, tal convergência dá lugar a interesses divergentes.

Portanto, em abordagem teórica comparativa e que alia aspectos da Teoria da Firma (TF) e da TS, Hill e Jones (1992) buscaram explicar o comportamento organizacional, a estrutura dos contratos entre *stakeholders* e gestores, as estruturas institucionais que monitoram e reforçam tais contratos e o processo evolucionário que dá forma à relação. Nesse ínterim, aqueles autores reforçaram o papel dos gestores nas questões relacionadas à relação da organização com os *stakeholders*.

Como *insiders*, os gestores estão em uma posição na qual podem filtrar ou distorcer a informação que eles transmitem para os outros *stakeholders*. O controle dos gestores sobre informações críticas pode complicar o problema de agência. Isso torna difícil para os *stakeholders* identificar se a gestão está agindo de acordo com seus interesses (HILL; JONES, 1992, p. 140).

Destarte, as preocupações apresentadas nas relações entre os gestores e seus *stakeholders* guardam clara similaridade com a relação entre gestores e *shareholders*

na Teoria da Firma (TF), com especial atenção para a questão da assimetria de informações.

Em relação às teorias centradas nos *stakeholders*, Frooman (1999) contribuiu significativamente com a TS com o modelo de estratégias de influência dos *stakeholders* para ajudar os gestores a entender e gerenciar as relações com os *stakeholders*. O autor também introduziu a ideia de que os *stakeholders* podem influenciar organizações focais indiretamente via intermediários. Nesse ínterim, Mitchell, Agle e Wood (1997) não logram distinguir a importância referente aos atributos poder, legitimidade e urgência utilizados em seu modelo de relevância dos *stakeholders*. Logo, para Frooman (1999), o poder é o atributo dominante, ou seja, é mais provável que ele decida o resultado do conflito entre a organização e os *stakeholders*, particularmente nos casos onde a organização não está disposta a se comprometer.

Portanto, o poder não é um atributo direto para avaliar. Pode ser descrito como o potencial de influenciar, que pode assumir a forma de dependência ou capacidade punitiva (LAWLER; BACHARACH, 1987).

Diversas taxonomias de poder têm sido sugeridas, tais como: formal, econômica e política (FREEMAN, 1984; REED, 2002); e, coercivas, utilitárias e normativas (ETZIONI, 1996; MITCHELL, AGLE; WOOD, 1997). Rowley (1997), por exemplo, identifica o poder em termos de estruturas de rede, ao passo que Carroll (1979) sugere que a concentração de recursos é equivalente ao poder.

A Teoria da Dependência de Recursos (TDR) sugere que o grau de dependência dos *stakeholders* externos por recursos determinará até que ponto os interessados podem exercer poder sobre uma organização com base em suas reivindicações (PFEFFER, 1972; SALANCIK, 1979). Portanto, a dependência de recursos (um ator depende das ações de outro para alcançar resultados específicos) é dita existir quando um ator fornece outrem com um recurso (qualquer coisa que um ator perceba como valioso) que é marcado por: a) Concentração (fornecedores são poucos em número); b) Controlabilidade; c) Não mobilidade; d) Não substituível; e) Essencialidade, sendo uma função de magnitude relativa de troca e de criticalidade (LAWLER; BACHARACH, 1987).

As estratégias indiretas envolvem as partes interessadas, agindo via agentes ou intermediários. Quando a dependência da empresa em um *stakeholder* é baixa, as

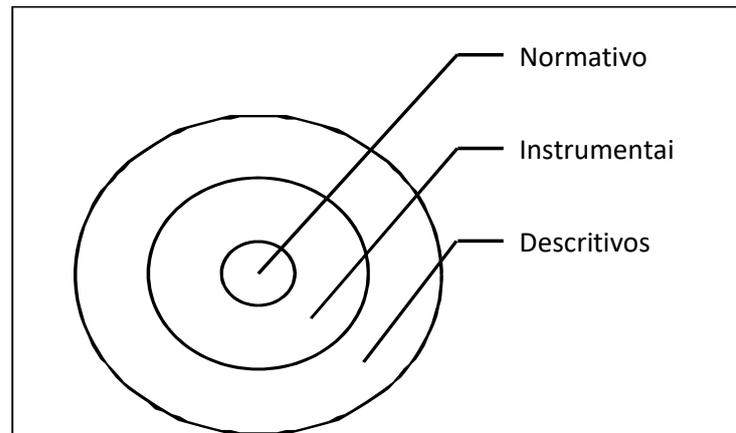
estratégias indiretas são mais eficazes. Nesse ínterim, as empresas não necessitam responder à pressão direta dos *stakeholders*. O *stakeholder*, então, atua via agentes, onde a empresa é mais dependente e, portanto, mais responsiva.

Outra abordagem apresentada por Rowley e Moldoveanu (2003) questiona a suposição de que a intensidade ou urgência do interesse é a condição primária que leva os *stakeholders* a agir. Os autores propõem uma perspectiva com base em identidade para contrapor a perspectiva com base em interesses. A visão por interesses não explica por que alguns *stakeholders* buscam causas perdidas, sabendo que suas ações acarretarão em impacto imaterial no comportamento corporativo e por que alguns *stakeholders* com alto grau de descontentamento e acesso aos recursos necessários preferem não se mobilizar. Portanto, a intensidade do interesse *de per si* é insuficiente para a mobilização da ação, sendo os recursos (materiais: dinheiro, mão de obra, telefones, computadores; não materiais: liderança, consenso e envolvimento moral, para motivar a participação e facilitar a coordenação) necessários para organizar a ação coletiva (MCCARTHY; ZALD, 1977; DELLA PORTA; MARIO, 1999).

2.1.1.1 O modelo de Donaldson e Preston (1995) e Heath e Norman (2004)

Donaldson e Preston (1995) sugeriram que a TS foi avançada e justificada na literatura de gestão com base em sua precisão descritiva, seu poder instrumental e sua validade normativa. Nesse ínterim, os autores apontaram que a teoria em questão fosse analisada sob três aspectos ou dimensões, quais sejam: 1) Dimensão descritiva; 2) Dimensão instrumental; e, 3) Dimensão normativa. A Figura 2, a seguir, evidencia tais aspectos da TS.

Figura 3 – Aspectos da teoria dos *stakeholders*.



Fonte: Donaldson e Preston (1995).

Na dimensão descritiva temos: a) A natureza da firma; b) O modo de pensar sobre a gestão a partir dos administradores; c) Como os membros de Conselhos pensam sobre os interesses dos representantes da corporação; e. d) Como algumas corporações são, de fato, geridas (DONALDSON; PRESTON, 1995).

A vantagem da abordagem descritiva é que, apesar de sua natureza explicativa, ela também pode ser aplicada instrumentalmente como uma estrutura metodológica fornecendo, assim, uma análise estratégica, pois, ao lidar com a tarefa de identificar os interessados, revela a diversidade de interesses cooperativos e concorrentes no intento de gerenciá-los (CAROLL; BUCHOLTZ, 2000). Portanto, nesse prisma, a TS é uma ferramenta de decisão para os diretores.

A dimensão instrumental, em conjunto com os dados descritivos disponíveis, tem seu uso para identificar conexões (ou falta de conexões) entre a gestão de *stakeholders* e o alcance dos objetivos corporativos tradicionais. Tal abordagem está próxima da visão estratégica da corporação, pois visa gerenciar a empresa frente aos *stakeholders* com o objetivo de conciliar seu lucro e desempenho com outros interesses que a influencia direta ou indiretamente.

Portanto, a dimensão instrumental estabelece uma estrutura para examinar as conexões *ceteris paribus*, se houver, entre a prática da gestão dos *stakeholders* e a realização de várias metas de desempenho corporativo (lucratividade e crescimento, por exemplo) (JONES, 1995).

“Uma abordagem instrumental é essencialmente hipotética”, diz, com efeito: “Se você quiser alcançar (evitar) resultados X, Y, Z, então adote (não adote) princípios e

práticas A, B, C". Outra aplicação instrumental tem por base o lucro que uma corporação pode repassar aos seus *stakeholders* (JONES, 1995).

A dimensão normativa evidencia a identificação de diretrizes morais ou filosóficas para o gerenciamento de corporações. Tal abordagem é categórica, ou seja, "faça (não faça) isso porque é a coisa certa (errada) a ser feita" (DONALDSON; PRESTON, 1995, p. 71) – o que pressupõe a aceitação de que: a) Os *stakeholders* são pessoas ou grupos com interesses legítimos em aspectos processuais e/ou substantivos das atividades corporativas, onde as partes interessadas são identificadas por seus interesses na corporação, se (ou não) a corporação tem algum interesse funcional correspondente nelas; e, b) Os interesses de todos os *stakeholders* são de valor intrínseco, onde cada grupo merece consideração *de per si* e não apenas por causa de sua capacidade de promover os interesses de algum outro grupo (acionistas, por exemplo).

Freeman (1984) e Donaldson e Preston (1995) argumentam que a TS é gerencial no sentido amplo do termo, pois ela não se limita a descrever as situações existentes e prever as relações de causa-efeito, mas também recomenda atitudes, estruturas e práticas, ou seja, reflete e orienta como os gestores operam.

Nesse íterim, a teoria em questão permite que os gestores compreendam e gerenciem estrategicamente os *stakeholders* da empresa (FROOMAN, 1999).

Mais recentemente, Heath e Norman (2004) expandiram a classificação proposta por Donaldson e Preston (1995) apresentando nove diferentes visões da teoria dos *stakeholders*. Segundo aqueles autores, o pensamento sobre o papel dos *stakeholders* nas empresas envolve uma gama de diferentes teorias, disciplinas e metodologias (Economia, Direito, Ética, Filosofia Política e todas as ciências sociais subjacentes às subdisciplinas gerenciais).

As visões propostas por Heath e Norman (2004, p. 249-250) são:

- 1) *Stakeholder* ontológico: uma teoria sobre a natureza e o propósito da empresa. Nesta visão, a empresa é essencialmente uma entidade organizacional, através do qual muitas pessoas e diferentes grupos tentam alcançar seus objetivos.
- 2) *Stakeholder* explicativo: uma teoria que se propõe a descrever e explicar como as empresas e seus gestores realmente se comportam.
- 3) *Stakeholder* estratégico: teoria sobre como a dedicação de recursos e atenção gerencial suficientes no relacionamento com *stakeholders* pode levar a resultados rentáveis para a empresa.

- 4) *Stakeholder* de marca e cultura corporativa: um subconjunto do *stakeholder* estratégico. Esta é uma teoria sobre como o compromisso de prestar atenção extraordinária aos interesses de *stakeholders* particulares, como clientes e/ou funcionários, pode ser um aspecto fundamental da identidade visual básica e da cultura de uma empresa.
- 5) *Stakeholder* deontológico: uma teoria que determina os interesses e direitos legítimos dos diferentes agentes que, presumivelmente, vão além de seus direitos legais.
- 6) *Stakeholder* gerencial: incorpora teorias do comportamento organizacional, gestão de recursos humanos, liderança, operações, contabilidade, e assim por diante, que ajudam os gestores perceberem os benefícios estratégicos e satisfazerem as exigências deontológicas dos *stakeholders*.
- 7) *Stakeholder* de governança: teoria sobre como grupos específicos de *stakeholders* devem exercer supervisão e controle sobre a gestão. Essa teoria discute questões como, quais grupos, além de acionistas, devem ser representados no conselho e como o conselho deve funcionar.
- 8) *Stakeholder* regulamentação: teoria de que os direitos e interesses de grupos específicos de *stakeholders* devem ser protegidos por regulamentação governamental.
- 9) *Stakeholder* de direito empresarial: uma teoria sobre como a tradicional lei corporativa deve ser alterada para refletir os princípios e práticas defendidos pelos *stakeholders* ontológicos, deontológicos e de governança

Pode-se concluir com base nas visões propostas anteriormente que pensar sobre o papel das partes interessadas nos negócios envolve uma enorme variedade de diferentes teorias, disciplinas e metodologias - da economia, direito, ética, filosofia política e todos os aspectos sociais ciências referentes as disciplinas gerenciais. Tal fato conduz a um debate na literatura sobre uma teoria unificada das partes interessadas.

2.1.3 A Teoria da Agência dos Stakeholders de Charles W. I. Hill e Thomas M. Jones (1992)

A Teoria da Agência dos *Stakeholders* (TAS) amplia as contribuições da Teoria da Agência (TA), apesar dessa ser amplamente mais conhecida e/ou estabelecida (JENSEN; MECKLING, 1976). Embora a Teoria da Agência facilite a análise das relações contratuais onde uma parte (a principal) delega funções a outra (o agente), a TAS permite a análise da rede mais ampla de relações contratuais entre os *stakeholders* de uma organização (HILL; JONES, 1992).

Segundo Freeman (1984), a TAS é uma síntese da Teoria dos Stakeholders (TS) e da Teoria da Agência. Sua premissa básica é que a sobrevivência e o sucesso de uma empresa dependem de sua capacidade de produzir valor e resultados

satisfatórios para uma gama de *stakeholders*, incluindo funcionários e clientes de uma empresa.

Embora a TS e a Teoria da Agência possuam origens diferentes, elas têm algo em comum: observam a empresa como uma rede de contratos com os *stakeholders* (FAMA, 1980; JONES, 1995).

Hill e Jones (1992) propuseram a TAS com o objetivo de explicar a natureza e a influência das relações contratuais implícitas e explícitas existentes entre as partes interessadas de uma empresa. Aqueles autores definem os *stakeholders* como os constituintes que detêm uma reivindicação legítima da empresa. Sob tal perspectiva, os *stakeholders* ofertam à empresa recursos (dinheiro) em troca de outros recursos (produtos ou serviços) que eles consideram valiosos, podendo incluir “acionistas majoritários, acionistas minoritários, credores, gerentes, funcionários, clientes, fornecedores, comunidades locais e o público em geral” (HILL; JONES, 1992, p. 133). Segundo a TAS, os gestores podem ser considerados agentes não apenas para os acionistas, conforme a Teoria da Agência, mas também para outros *stakeholders* da empresa.

Ambos os relacionamentos – stakeholders-agentes como principal-agentes - envolvem um contrato implícito ou explícito, cujo objetivo é tentar reconciliar interesses divergentes. Além disso, os dois relacionamentos são policiados por estruturas de governança. Além disso, muitos dos conceitos e grande parte da linguagem da teoria da agência podem ser aplicados às relações entre partes interessadas e agentes. Tudo isso sugere que os relacionamentos com agentes principais, conforme definido pela teoria da agência, podem ser vistos como um subconjunto da classe mais geral de relacionamentos entre partes interessadas e agentes (HILL; JONES, 1992, p. 134).

Hill e Jones (1992) sugeriram múltiplas funções objetivas em um único negócio. Eles conceituaram as empresas como um “nexo de contratos”, que incorpora os *stakeholders* que, contratualmente, de modo explícito ou implícito, contratam a empresa como um tipo de “pequeno mercado”, com a gestão funcionando como intermediária desse mercado para a tomada de decisões estratégicas e alocação de recursos de modo consistente com as reivindicações dos outros grupos de *stakeholders*.

Na perspectiva da TAS, os gestores são agentes monitorados por diferentes *stakeholders* (MCWILLIAMS; SIEGEL, 2001) – o que significa que, se o gestor deseja

perseguir seus próprios interesses (melhorar os ganhos de uma empresa para a obtenção de uma remuneração adicional, por exemplo), ele deve definir ações de responsabilidade social corporativa para satisfazer os interesses de diferentes *stakeholders*. Tais ações são definidas como aquelas tomadas pela empresa com o objetivo de promover bens sociais além dos interesses diretos da empresa e aquilo que é exigido por Lei (MCWILLIAMS; SIEGEL, 2001).

Com base na TAS (HILL; JONES, 1992) ou na Teoria da Agência generalizada (PRIOR; SURROCA; TRIBO, 2008, p. 162), a empresa é considerada um “conjunto multilateral de relacionamentos entre as partes interessadas”, e não apenas um “relacionamento bilateral entre acionistas e gerentes”. Além dos acionistas, outros grupos de *stakeholders* exercem influência nas decisões cruciais dos gerentes. Alguns *stakeholders* ofertam recursos cruciais para a corporação, com o poder de continuar com alguma provisão ou interrompê-la, exercendo influência nas decisões dos gestores.

De fato, os *stakeholders* “fornecem à empresa os recursos, com o entendimento implícito (tácito) de que suas reivindicações sobre as empresas serão reconhecidas” (HILL; JONES 1992, p. 140). Tais reivindicações são relacionadas ao(s): retorno do investimento (pelos acionistas); salários mais altos (pela força de trabalho da corporação); produtos de maior qualidade e/ou preço mais baixo (dos consumidores); e, preços mais altos e/ou padrões de pedidos mais estáveis (dos fornecedores) (CARVALHO; LIMA RODRIGUES; BRANCO, 2017).

A TAS reconhece os interesses de todas as partes e contribui para entender como a gestão pode satisfazer os interesses concorrentes dos *stakeholders* (CARVALHO; LIMA RODRIGUES; BRANCO, 2017). Tal situação, por exemplo, pode ser utilizada para explicar o relacionamento dinâmico entre as partes interessadas e a gestão, sendo considerada a análise do terceiro setor. Assim, todos os grupos de *stakeholders* detêm a mesma importância no processo de prestação de contas (HILL; JONES, 1992).

Contudo, a TAS contraria o pressuposto da Teoria da Agência no tangente à eficiência do mercado. Ela questiona a velocidade na qual o mercado volta a obter o equilíbrio. Assim, durante o período de desequilíbrio, os processos de ajuste de mercado são caracterizados por fricções, resultando em custos de transação (WILLIAMSON, 1985). Devido aos atritos, uma vez criadas, as condições de desequilíbrio podem persistir

por um período prolongado de tempo antes que um equilíbrio eficiente seja restabelecido, implicando na existência de diferenciais de poder nas relações de troca entre os *stakeholders*.

Hill e Jones (1992) e Fagundes e Ponde (2001) destacam duas fricções (atritos) existentes, quais sejam: 1) As barreiras (duas formas); e, 2) A inércia organizacional. A primeira forma se dá devido às condições estruturais das indústrias e dos mercados. Já a segunda forma é resultante de estratégias deliberadas das empresas estabelecidas para deterem a entrada de outras empresas potenciais (FAGUNDES; PONDE, 2001). Assim, as estratégias empresariais são utilizadas como mecanismos de prevenção à entrada.

A inércia organizacional também pode ser uma fonte adicional de atrito (FREEMAN, 1984). Como resultado do desequilíbrio, uma parte do contrato pode estar em desvantagem. A correção da desvantagem pode exigir a inovação de novas estruturas de incentivo e/ou mecanismos de monitoramento e aplicação. No entanto, a capacidade da parte desfavorecida de inovar pode ser prejudicada por fortes forças de inércia e, devido à esta última, pode ser difícil alterar rotinas e procedimentos estabelecidos para monitorar e fazer cumprir os contratos entre os *stakeholders* e os gestores, de modo a refletir novas realidades.

Em adição, Schumpeter (1982) evidencia que as mudanças ocorrem frequentemente devido ao processo de destruição criativa desencadeado pela inovação. Aquele autor sugeriu que a inovação é ela própria um produto do processo competitivo. Logo, as mudanças em processo são características endógenas persistentes do capitalismo e se dão devido às tendências macroambientais exógenas (demografia, fatores políticos sociais e mudança macroeconômica, por exemplo).

Portanto, as mudanças e fricções existentes criam uma situação de desequilíbrio permanente, além de persistentes diferenciais de poder entre os *stakeholders*. Por outro lado, devido à natureza aleatória dessa mudança, é improvável que os diferenciais de poder permaneçam unidirecionais, ou seja, a mudança em um período subsequente pode mudar o equilíbrio de poder em relação a outros grupos de *stakeholders* (HILL; JONES, 1992).

Diante da apresentação da TAS, faz-se importante inseri-la no contexto brasileiro. O Brasil possui uma estrutura de propriedade e controle concentrada. Tal concentração permite ao acionista principal concentrar maior poder de tomada de decisões sobre

os caminhos da empresa – decisões que envolvem relações contratuais com os *stakeholders* acionistas e não acionistas. A referida teoria, de fato, apresenta um arcabouço teórico mais amplo em relação à Teoria da Agência, buscando entender os possíveis conflitos de agência existentes entre os *stakeholders*.

Os conflitos em questão são marcados por interesses particulares de cada *stakeholder*. Os *stakeholders* são constituídos pelos seguintes sujeitos: gestores, acionista principal, acionistas minoritários, funcionários, clientes, fornecedores, credores, comunidades e o público em geral. Por exemplo, o conflito principal-principal (acionista principal *versus* acionista minoritário) conduz ao entrincheiramento do acionista principal, que tem o interesse de se manter no poder e extrair o máximo de benefícios privados de controle da empresa e dos acionistas minoritários. Assim, a TAS possibilita compreender qual a relação entre o efeito entrincheiramento do acionista principal e os *stakeholders* acionistas e não acionistas.

Hill e Jones (1992) observam aí uma relação ainda não explicada pela Teoria da Agência, ou seja, a necessidade de explicar a natureza das relações contratuais implícitas e explícitas que existem entre os *stakeholders* de uma empresa. Em estruturas concentradas (Brasil, por exemplo), o acionista principal passa a exercer o papel de tomador de decisões, bloqueando as ações dos gestores. Logo, o gestor passa a seguir as determinações do acionista principal. Em adição, o acionista principal influencia o Conselho de Administração a apoiar as suas decisões. Nesse ínterim, a TAS pode ajudar a explicar outras unidades de análise que não sejam somente “*stakeholders-agente*”, ou seja, pode explicar a questão dos “*stakeholders-principal*” e contribuir para a compreensão da relação entre o efeito entrincheiramento do acionista principal e os *stakeholders* acionistas e não acionistas.

Hill e Jones (1992) indicam que a satisfação de um grupo de *stakeholders* pode aumentar o risco de perda de utilidade para outras partes interessadas. Já Arrfelt *et al.* (2016) apontam que a tomada de risco pelas empresas leva a um maior risco geral da empresa. Nesse sentido, a busca de retornos mais altos para os acionistas (um grupo específico de *stakeholder*) pode aumentar o risco geral da empresa, acarretando em perdas (risco) significativas e não diversificáveis para o capital humano dos funcionários, que é específico de ativos da empresa (ROSSI; HARJOTO, 2018).

Destarte, o relacionamento entre a empresa e seus *stakeholders* tem sido um dos principais temas de pesquisa na literatura sobre o viés Gestão Estratégica e Finanças, indicando claramente a importância desse relacionamento (LAHOUEL; PERETTI; AUTISSIER, 2014). Além disso, vários estudos foram dedicados a determinar o sucesso de tal relacionamento, levando à conclusão de que a satisfação dos *stakeholders* é crucial para o sucesso de qualquer negócio em um ambiente de negócios global e hipercompetitivo (ALEXANDER; MIESING; PARSONS, 2005).

No entanto, em organizações sem fins lucrativos, não se tem claro quem deve ser considerado o principal (MILLER, 2002; ANHEIER, 2005; OSTROWER; STONE, 2006). Embora não haja proprietários no sentido de acionistas, existem partes interessadas da organização que têm participação na organização e cujas utilidades são afetadas pelas atividades da organização sem fins lucrativos ou pela falta delas (JEGERS, 2008). Como não há razão para esperar que todos os *stakeholders* tenham objetivos idênticos (BALSER; MCCLUSKY, 2005), uma teoria estendida da agência de organizações sem fins lucrativos necessita de uma estrutura com múltiplos princípios (JEGERS, 2008; STEINBERG, 2010).

Steinberg (2010) aplica a teoria do agente principal (ou TA) a organizações sem fins lucrativos e conclui que a presença de múltiplos princípios com objetivos diferentes dificulta o potencial da Teoria da Agência (TA) de resolver questões de responsabilidade sem fins lucrativos. Portanto, uma recomendação é complementar a Teoria da Agência com outras perspectivas teóricas (EISENHARDT, 1989; STEINBERG, 2010).

Lamont, Kennelly, Weiler (2018) afirmam que a TAS apresenta uma estrutura apropriada para examinar os relacionamentos em várias camadas entre operadores turísticos, guias turísticos e clientes turísticos inerentes ao setor de guias turísticos. Sob a luz da TAS de Hill e Jones (1992), as relações contratuais que se manifestaram no estudo em questão foram entre clientes de turismo, guias turísticos voluntários e operador turístico. Nesse viés, a TAS reconhece que os atores podem adotar várias funções, sendo considerados partes interessadas, agentes e/ou diretores, dependendo do contexto. E ainda no estudo em questão, os clientes de turismo eram um grupo de *stakeholders* que fornecia recursos financeiros a uma empresa com fins lucrativos – o operador turístico – que, em troca, projetou um produto turístico

embalado e nomeou vários guias turísticos voluntários (LAMONT; KENNELLY; WEILER, 2018).

No estudo supramencionado, a aplicação da TAS foi apropriada, pois estendeu a análise tradicional dos relacionamentos de agência de uma empresa para acomodar a interação em várias camadas entre um operador turístico, seus guias turísticos voluntários e clientes (LAMONT; KENNELLY; WEILER, 2018). Assim, Lamont, Kennelly, Weiler (2018) demonstraram a utilidade desse arcabouço teórico ao examinar os relacionamentos de agências em várias camadas na prestação de serviços.

De fato, os estudos sugerem que grande parte das medidas de governança corporativa não foi projetada para ajudar as amplas agendas sociais e ambientais das partes interessadas (SHAHZAD; RUTHERFORD; SHARFMAN, 2015). A divisão entre as perspectivas dos acionistas e *stakeholders* são desnecessárias para a construção de um corpo eficaz de conhecimento e organizações eficazes (SHAHZAD; RUTHERFORD; SHARFMAN, 2015), uma vez que o papel da governança é tratar ou prevenir problemas de agência (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Portanto, a TAS oferta uma base sólida para avaliar estratégias e para gerenciar os diversos *stakeholders*, como, por exemplo, a estratégia de gerenciamento dos funcionários (HILL; JONES, 1992; HEINFELDT; CURCIO, 1997). A TAS busca equilibrar os interesses dos diversos *stakeholders*, enquanto o conceito de agência identifica não apenas os contratos, mas também os custos que os detentores de recursos devem incorrer para garantir a ação adequada (JENSEN; MECKLING, 1976).

2.1.4 A Teoria Iluminada dos Stakeholders de Jensen (2001)

A Teoria dos Stakeholders (TS) e a Teoria da Agência (TA) evidenciam diferentes propósitos. A TA estabelece que os gestores devem tomar decisões para aumentar o valor da empresa (maximização da riqueza do acionista). O modelo de maximização da riqueza do acionista idealiza uma noção específica de responsabilidade corporativa e de boa prática gerencial em que uma empresa bem administrada é aquela que promove o aumento do preço das ações, consequentemente criando valor aos seus acionistas (JENSEN, 1989). Por outro lado, a TS diz que os gestores devem tomar decisões considerando os interesses de todos os stakeholders (partes interessadas)

em uma empresa. Então, Jensen (2001) propôs unificar o modelo de maximização da riqueza do acionista e a Teoria dos Stakeholders (TS) denominando a mesma de Teoria Iluminada dos Stakeholders (TIS).

A unificação entre a abordagem da maximização da riqueza do acionista e a Teoria dos Stakeholders concilia os interesses dos diversos *stakeholders* (acionistas e não acionistas). A TIS resolve o problema decorrente de múltiplos objetivos, pois atende a todas as partes interessadas e especifica a maximização da riqueza do acionista como o objetivo da empresa (JENSEN, 2001). De acordo com o autor, uma empresa não consegue maximizar seu valor se ignorar os interesses dos seus *stakeholders*. Portanto, apenas aceitar a abordagem da maximização da riqueza dos acionistas não assegura o desempenho da empresa.

Christopher (2011) também argumenta que a TS precisa ser integrada à Teoria da Agência (TA). Uma abordagem direcionada somente aos acionistas compromete o ambiente empresarial. Da mesma forma, a abordagem direcionada aos *stakeholders* não acionistas ao extremo cria conflitos ao invés de maximizar de forma ampla os interesses de todos (Andrade; Rossetti, 2014). A abordagem da teoria dos *stakeholders* apresenta múltiplos objetivos sem uma definição clara destes objetivos sobre como maximizar o resultado. Já um objetivo único (foco no acionista) cria divergências de interesses entre os *stakeholders*. Assim, o uso de uma determinada abordagem de forma isolada cria divergências de interesses e não permite criar uma sinergia entre todas as partes interessadas impactando nos resultados da empresa (MYGIND, 2009).

As dificuldades em definir os interesses de uma categoria de partes interessadas são vastas quando estendidas aos interesses de vários *stakeholders* (PICHET, 2011). Como exemplo, os salários mais altos para os funcionários implica em preços mais altos para os clientes. Outra situação refere-se ao *stakeholder* gestor que busca ampliar a disponibilidade de fluxo de caixa por meio da redução de custos, despesas e aumentar os investimentos (uma poupança, por exemplo). Os gestores podem tomar decisões com base em seus interesses pessoais (GOMES, 2004).

Em adição, as divergências de interesses entre acionistas principais e minoritários parece ser o conflito mais latente no mercado brasileiro, comparativamente àquele entre gestor e acionistas, uma vez que a gestão da empresa costuma ser fortemente monitorada pelos acionistas controladores. A alta concentração de propriedade, aliada

aos benefícios privados de controle, dá margem ao comportamento oportunista de acionistas controladores como a literatura tem documentado (CHEN e YOUNG, 2010; YOUNG *et al.*, 2008).

De acordo com Rodrigues (2015), a divisão do poder de controle acionário da empresa, aumento do endividamento junto a credores e a busca por profissionais externos para gerenciar a empresa deram origem a outro conflito de interesse (conflitos de agência) entre os agentes respectivamente: acionista principal (majoritário e controlador) versus minoritários, acionista principal versus credores e acionista principal versus gestores.

Devido a divergência de interesses entre acionista principal (majoritário e controlador) versus minoritários em países nos quais os últimos estão menos protegidos e a propriedade apresenta mais elevados níveis de concentração ocasiona um outro problema: a expropriação de acionistas minoritários por meio dos benefícios privados de controle (DYCK e ZINGALES, 2002).

Neste contexto, a TIS propõem manter o objetivo de maximização da riqueza do acionista como critério para a tomada de decisões corporativas e para a definição dos *trade-offs* para as divergências de interesses entre os *stakeholders*. Em uma situação de múltiplos objetivos o gestor não teria critérios claros para definir e efetuar os *trade-offs* e, portanto, para tomar decisões (JENSEN, 2001).

O termo *trade-off* é utilizado para designar os pontos de troca de uma escolha pela outra (SILVEIRA; YOSHINAGA; BORBA, 2005). Questões como: como melhores benefícios e salários para os funcionários podem ser negociados contra ganhos elevados para os acionistas, ou como a atenção à segurança do produto pode ser trocada contra empregos para funcionários e outros. Por que não adiar os gastos com novos produtos para os clientes, a fim de manter os ganhos um pouco mais altos? Por que não reduzir os benefícios médicos dos funcionários para investir em um novo sistema de controle de estoque? (FREEMAN, 2010).

No entanto, Freeman (2010) afirma que o *trade-off* não favorece a maximização do valor da empresa, pois a opção por um ou outro *stakeholder* não permitiria a criação de valor para ele. O *trade-off* não cria uma sinergia entre todas as partes interessadas. Do ponto de vista gerencial, se os gestores tem como objetivo as trocas entre as partes interessadas, eles serão motivados a criar trocas ao invés de refletirem sobre os interesses de cada *stakeholder*. Os *trade-offs* dificultam a obtenção de um “ponto

satisfatório" que significa o interesse conjunto de todas as principais partes interessadas (FREEMAN, 2010).

Os interesses das partes interessadas estão inerentemente ligados. Freeman (2010) reconhece que nem sempre é fácil encontrar uma maneira de acomodar todos os interesses das partes interessadas. Por outro lado, é mais fácil trocar um contra o outro. A troca não permite criar e distribuir riqueza suficiente para assegurar que cada interessado (acionista ou não acionista) continue como parte do *sistema de stakeholders* da empresa (FREEMAN, 2010; CLARKSON, 1995).

Diante dos fatos sobre o trade-off elencado por Freeman (2010), os pesquisadores Tantaló e Priem (2016), em seu recente trabalho "*Value creation through stakeholder synergy*", encontram uma alternativa para criar uma sinergia entre as partes interessadas. Os autores apontam a seguinte questão: como a empresa pode criar diferentes tipos de valor simultaneamente para múltiplos *stakeholders* e sem trade-offs?

Os gestores identificam novas combinações de diferentes vantagens que aumentam os benefícios em conjunto com todas as partes interessadas. Isso produz a chamada "sinergia dos stakeholders". Tal fato, aumenta o valor total criado para todos os grupos essenciais de partes interessadas devido aos efeitos positivos da sinergia dos *stakeholders*. Isso permite que os principais gestores criem realmente valor para grupos essenciais de partes interessadas, em vez de recorrer a trocas que apenas transferem valor existente entre os grupos (TANTALÓ; PRIEM, 2016).

Para realizar atingir essa sinergia deve-se seguir os seguintes processos: a) identificar os grupos de partes interessadas relevantes para o problema que está sendo tratado; b) determinar a participação e a relevância de cada grupo; c) determinar com que eficácia as necessidades e expectativas de cada grupo estão sendo atendidas atualmente e c) modificar políticas e prioridades corporativas para levar em consideração os diferentes interesses das partes interessadas (FREEMAN, 2010). Tais processos são fundamentais para aproximar os interesses potencialmente conflitantes de diversos grupos de *stakeholders* essenciais e secundárias (FRIEDMAN; MILES, 2006; HARRISON; BOSSE; PHILLIPS, 2010)

A partir desses processos, HARRISON; BOSSE; PHILLIPS (2010) afirmam que as partes interessadas têm requisitos (necessidades) mínimas para a criação de valor.

Para isso a construção de confiança entre empresas e grupos de partes interessadas é essencial. Eles argumentam que, quando houver confiança, as partes interessadas serão mais informadas sobre as sutilezas de suas funções de utilidade com vários (múltiplos) atributos, o que, por sua vez, pode proporcionar à empresa uma “melhor compreensão dos requisitos mínimos de uma parte interessada” (HARRISON; BOSSE; PHILLIPS, 2010: 61-62). Esse melhor entendimento ajuda as empresas a melhorar a criação de valor para as partes interessadas e, assim, aumentar a vantagem estratégica.

Diante do conhecimento dos requisitos mínimos de uma parte interessada Tantaló e Priem (2016) propõem a alocação de recursos por meio das abordagens “rotativas não ponderadas” e “rotativas ponderadas pela saliência (prioridade)” para gerenciar as partes interessadas, usando funções de utilidade com múltiplos atributos. Essa alocação relativa inicial mudaria com o passar do tempo, com a intenção geral de produzir uma alocação mais equilibrada de recursos em todos os grupos de *stakeholders* ao longo do tempo.

Na abordagem de atenção rotativa não ponderada ao gerenciamento de partes interessadas, em um determinado momento, os gestores de alto escalão podem alocar, por exemplo, a maioria dos recursos para aprimorar a utilidade dos acionistas, relativamente menos recursos para abordar as utilidades de fornecedores e clientes e recursos mínimos para as utilidades dos funcionários e da comunidade (TANTALÓ; PRIEM, 2016).

Já a abordagem rotativa ponderada pela saliência (relevância) também têm como base a alternância de alocações aos *stakeholders* e o “grau de saliência”, descrita por Mitchell, Agle e Wood (1997). A relevância abrange três componentes: o poder relativo de um grupo específico, a legitimidade do envolvimento desse grupo de partes interessadas com a empresa e a urgência das reivindicações do grupo (MITCHELL; AGLE; WOOD, 1997). A primeira abordagem diferencia-se da abordagem ponderada pela relevância ao adicionar apenas um parâmetro que represente a relevância percebida pelo gestor na função de utilidade com múltiplos atributos de cada grupo.

A perspectiva de sinergia dos *stakeholders* oferece um caminho para ver oportunidades para ações de criação de valor. Isso aumenta sinergicamente o valor recebido por vários grupos de partes interessadas em vez de simplesmente “estabelecer prioridades e fazer *trade-offs* entre os interesses concorrentes. A sinergia

dos *stakeholders* incorporada na proposta da TIS contribui para mitigar o problema dos *trade-offs* entre os *stakeholders* que se relacionam com a empresa (TANTALO; PRIEM, 2016). Em adição, a TIS avança na campo teórico relacionado com as teorias sobre governança corporativa. Ela atende o propósito das abordagens multiteóricas pois agrega diversos outros aspectos das Teoria da Agência; Teoria dos Stakeholders. O estudo do problema de pesquisa sob a ótica da TIS permite associar aspectos da TA com a TAS (CHRISTOPHER, 2011).

2.2 FUNDAMENTOS E ESTUDOS SOBRE BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLE, EFEITO ENTRINCHEIRAMENTO E DISTRIBUIÇÃO DE VALOR ADICIONADO

2.2.1 Fundamentos da relação entre estrutura de propriedade e controle e o desempenho

A estrutura concentrada de propriedade e controle no Brasil tem sido um dos principais temas discutidos dentro do contexto de mecanismos internos de governança. A concentração acionária passou ao longo dos anos por algumas mudanças na sua forma (grau de controle e posição) e identidade (tipos de controle), mas se manteve concentrada. Essas mudanças ocorridas na estrutura de propriedade e controle concentrada das empresas ainda são motivo de pesquisas, pois procuram entender a sua relação com outras variáveis tais como: desempenho financeiro, valor da empresa, pagamento de dividendos, custo da dívida, produtividade, entre outras. Dessa forma o presente tópico apresenta os principais conceitos sobre estrutura de propriedade e controle, estruturas piramidais, acordos com acionistas e a consequência de um fraco sistema legal.

A estrutura de propriedade e controle e o desempenho da empresa são conduzidas a partir do pressuposto fundamental que “diferentes estruturas de propriedade e controle resultam em diferentes conjuntos de possibilidades de produção e desempenho” (GÓRRIZ; FUMÁS, 1996, p. 578). A estrutura de propriedade envolve diretamente o (s) acionista(s) principal(ais) com o seu respectivo grau e a posição de

controle (direitos de controle) e a sua identidade (tipos de acionistas na estrutura de propriedade) (GEDAJLOVIC; YOSHIKAWA; HASHIMOTO, 2005).

Górriz e Fumás (1996) encontraram uma relação positiva entre concentração de controle e eficiência produtiva em empresas familiares. Os resultados corroboram com a afirmação de que os maiores acionistas policiam a eficiência eliminando ineficiências (SHEU; YANG, 2005; HILL; SNELL, 1989). Portanto, a estrutura de propriedade e controle afeta a eficiência e os recursos da empresa (SHEU; YANG, 2005; HILL; SNELL, 1989).

Em relação aos conceitos sobre o grau e posição de controle, há um entendimento que o “controle” diz respeito a quantidade de ações ordinárias em posse do acionista principal enquanto, “propriedade” refere-se à quantidade total de ações (ações ordinárias e ações preferenciais) em sua posse (SILVEIRA; BARROS, 2008). As duas classes de ações (ordinárias e preferenciais) das empresas brasileiras apresentam como diferença o direito ao voto.

A disputa pelo direito ao voto (quantidade de ações ordinárias) aumenta o seu preço e ao mesmo tempo aumenta também a disputa por ações ordinárias pertencentes aos acionistas minoritários. O prêmio de controle é apurado por essa expectativa de luta pelo controle da empresa o que acarretaria uma disputa pelas ações com direito de voto dos acionistas minoritários. Tal fato, gera uma expropriação dos acionistas minoritários (ZINGALES, 1995).

A realidade das empresas brasileiras evidencia que o princípio de “uma ação, um voto” não é seguido rigidamente por algumas empresas. Então, os acionistas utilizam-se de mecanismos para ampliar o controle como: estruturas piramidais ou indiretas, acordos com acionistas e uso de ações sem direito a voto. (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007). Os estudos no Brasil de Leal, Carvalho da Silva e Valadares (2002), Silva e Leal (2005), Silva e Subrahmanyam (2007), Bortolon (2013), e Bortolon e Leal (2014) mostram evidências de que a dualidade de ações e estruturas piramidais ou indiretas são amplamente utilizadas.

Para Leal e Silva (2008) e Bortolon (2013), as estruturas piramidais ou indiretas e a emissão de ações sem direito a voto são usadas visando a concentração de controle. Leal, Carvalho da Silva e Valadares (2002) enfatizam que os acionistas principais brasileiros investem, em média, muito mais do que o mínimo necessário para manter o controle nas suas companhias. Tal fato, contesta o argumento que o aumento da

concentração de propriedade e controle diminuiria investimentos na empresa controlada (LEAL; CARVALHAL DA SILVA; VALADARES, 2002). Assim, a motivação precisa do uso de pirâmides merece ainda esclarecimentos (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007).

Attig, Fischer e Gadhoun (2004) encontraram resultados que endossam a hipótese da expropriação nas estruturas piramidais. Esses autores estimaram um modelo *logit*, no qual a probabilidade de uma empresa pertencer a uma estrutura piramidal aumenta os direitos de voto dos últimos acionistas, as despesas de capital, os meios de ampliar controle, os *free cash flows* (fluxos de caixa livre) e há uma diminuição do *Q de Tobin* (usado geralmente como métrica do valor de mercado da empresa).

As estruturas piramidais oferecem vantagens de financiamento sobre as estruturas diretas (ALMEIDA; WOLFENZON, 2005). O acionista principal da empresa de origem (controladora) tem acesso a todo o caixa gerado na controlada e que pode ser utilizado na implantação de uma nova empresa, ou ampliar as estruturas da empresa controladora. Por outro lado, Morck (2000) e Almeida e Wolfenzon (2005) destacam que a estrutura piramidal também causa problemas externos negativos ao desenvolvimento do mercado de ações, pois forma-se um mercado de capital interno. A ampliação de controle do acionista principal, por meio das estruturas piramidais, não é apenas um meio de extração de benefícios privados de controle (BORTOLON, 2013). Aldrighi e Postali (2011) analisaram empresas de capital aberto brasileiras no período 1997-2002 e encontraram evidências, em parte coerentes com o argumento anterior descrito, de uma fraca relação com o argumento mais comum sobre a hipótese de expropriação dos acionistas minoritários.

Riyanto e Toolsema (2008) relacionam a existência da estrutura de propriedade piramidal com a formação de um mercado de capital interno. Este mercado apresenta uma presença de transações com partes relacionadas e utilização dos fluxos de caixa entre as empresas. Os autores usam duas definições: *tunneling* e *propping*. O *tunneling* refere-se à transferência de recursos de uma empresa e beneficia os acionistas principais, e o *propping* ocorre no sentido contrário, com o objetivo de salvar as empresas na base da estrutura piramidal.

Em adição, a formação deste mercado de capital interno contrapõe a hipótese de expropriação dos acionistas minoritários e dos recursos das empresas. As empresas do mercado indiano, por exemplo, por meio de empréstimos transferem recursos entre

elas para auxiliar as empresas que estão em dificuldades financeiras (GOPALAN; NANDA; SERU, 2007). Masulis, Pham, Zein (2009) estudaram as relações intergrupos em 45 países e encontraram após controlar problemas de endogeneidade que a estrutura do grupo ajuda a incrementar o valor da empresa.

No entanto, estruturas piramidais ampliam o risco moral. Ambientes com baixa proteção legal aos acionistas minoritários apresentam problemas de risco moral (BORTOLON, 2013). Investidores externos e demais *stakeholders* incertos sobre as decisões dos gestores e acionistas principais, não aceitariam determinadas ações. Como consequência, o financiamento interno via caixa de uma empresa controlada surge como solução e favorece a formação de estruturas piramidais (MASULIS; PHAM; ZEIN, 2009; ALMEIDA; WOLFENZON, 2005).

Logo, de acordo com Bortolon (2013), as estruturas piramidais de propriedade no Brasil podem servir a diferentes propósitos além daqueles advogados pela hipótese da expropriação (alavancagem dos direitos de votos) e por Almeida e Wolfenzon (2005) (constituição de um mercado interno de capital). Assim, as estruturas buscam “manter o controle da empresa dentro da mesma família” evitando que outros detentores de grandes blocos de ações contestem esse controle (VALADARES; LEAL, 2000).

O acordo de acionistas também é considerado um mecanismo de controle. O acordo de acionistas é um contrato em que acionistas individuais da empresa se reúnem e comprometem a exercer o controle societário em conjunto. O acordo de acionistas tem prazo determinado nos casos de preferência na aquisição de ações, ou indeterminado quando tem por objeto o controle, ou o aumento do poder de voto dos acionistas minoritários (SARLO NETO; RODRIGUES; ALMEIDA, 2010). Assim, acionistas, de grandes grupos econômicos, muitas vezes concorrentes, também participam do acordo de acionistas desde que tenham um objetivo comum. Esses acordos podem ser caracterizados pela finalidade e por conteúdo (PROENÇA, 2011). Quanto a finalidade, os acordos têm como objetivo a formação de um bloco de controle (acordo de comando); ou visando a proteção dos acionistas minoritários contra determinados abusos (acordo de defesa); ou buscar uma uniformização de votos em reuniões e assembleias de controladores e não controladores (acordo de entendimento) (PROENÇA, 2011).

Quanto ao conteúdo, Proença (2011) propõem: a) acordo de voto, no qual os signatários devem exercer o direito de voto de acordo com o conteúdo estabelecido no instrumento que formalizou o acordo; b) acordo de bloqueio que tem o objetivo central de evitar mudanças na composição societária da empresa por meio de cláusulas sobre a cessão de ações, dentre outras; e c) acordo múltiplo que aborda matérias de interesse pessoal e societário, dentre os quais destaca a participação societária que na constituição da companhia, os direitos dos minoritários e a forma de eleição dos administradores (PROENÇA, 2011).

Em relação à identidade do(s) acionista(s) controlador(es), estudos sobre o efeito do envolvimento de diferentes tipos de acionistas sobre o desempenho da empresa são conduzidos pela hipótese de que diferentes acionistas têm motivações diferentes (GEDAJLOVIC; YOSHIKAWA; HASHIMOTO, 2005). Diferentes tipos de acionistas seguem diferentes objetivos e motivações e afeta o modo como exercem seus direitos de controle sobre as empresas nas quais investem (CHEN; FORTH; XU, 2009). Assim, a incongruência dos objetivos de propriedade entre os principais acionistas é vista como “evidência corroboradora que tais conflitos possam conduzir a altos custos de agência” (SU; XU; PHAN, 2008, p. 17).

Dessa forma, a existência do conflito principal-principal significa que os acionistas principais não podem ser tratados como uma entidade única com interesses comuns, enquanto “a multidimensionalidade da propriedade reflete interesses potencialmente divergentes de diferentes tipos de proprietários” (PERRINI; ROSSI; ROVERRA, 2008, p. 314).

Diante da realidade complexa da estrutura de propriedade e controle das empresas brasileiras, a relação entre estrutura de propriedade e controle (forma em que é distribuído o capital da empresa relativo aos votos e ao grau de concentração do(s) proprietário(s) do capital) e desempenho da empresa ainda permanece no centro das pesquisas em Gestão; Contabilidade e Finanças (ALUCHNA; KAMINSKI, 2017).

Estudos têm investigado a relação entre estrutura de propriedade e controle concentrada e desempenho da empresa e os resultados mostram-se controversos e inconclusivos (MCCONNELL; SERVAES, 1990; LEECH; LEAHY, 1991; MORCK, 2000; THOMSEN; PEDERSEN, 2000; WEIGAND, 2000; DEMSETZ; VILLALONGA, 2001; GEDAJLOVIC; SHAPIRO, 2002; LEHMANN; CLAESSENS *et al.*, 2002; DE MIGUEL; PINDADO; DE LA TORRE, 2004;). Por exemplo, Morck (2000), Thomsen e

Pedersen (2000) e Gedajlovic e Shapiro (2002) documentaram uma relação positiva entre concentração de propriedade e controle e desempenho da empresa, enquanto Leech e Leahy (1991), Lehmann e Weigand (2000) e Claessens *et al.* (2002) consideram que a concentração acionária está negativamente relacionada ao desempenho da empresa. Outros estudos, como McConnell e Servaes, (1990) e De Miguel; Pindado; De La Torre (2004), encontram evidências de uma relação não linear entre concentração de propriedade e desempenho da empresa. Em adição, o estudo de Demsetz e Villalonga (2001) documentaram nenhuma relação significativa.

Rapaport e Sheng (2010) realizaram um estudo com empresas brasileiras com o objetivo de verificar a relação entre concentração de propriedade e controle com o valor da empresa. Os resultados mostraram que o valor da empresa influencia a estrutura de propriedade quando usaram a medida de direitos de controle (grau de controle), ou seja, observaram a presença de causalidade reversa. No entanto, quando usaram a diferença entre direitos de controle e fluxo de caixa não encontraram problemas de causalidade reversa. Então, usar o *Ordinary Least Squares* (OLS) para estimar um modelo com variáveis endógenas leva a medidas tendenciosas e inconsistentes dos coeficientes e ao erro tendencioso. Em adição, os autores encontraram uma relação significativa e negativa entre a medida de diferença entre direitos de controle e direitos de fluxo de caixa com o valor da empresa.

Em acordo com o resultado de Demsetz e Villalonga (2001), mas contra os resultados de Morck, Shleifer e Vishny (1988) e McConnell e Servaes (1990), o resultado empírico obtido no trabalho de Rapaport e Sheng (2010) mostraram que o grau de controle não influencia o valor da empresa. A diferença entre os resultados foi atribuída à identidade da estrutura de propriedade.

Com base no contexto apresentado, verifica-se que a estrutura de propriedade e controle é considerada um dos principais mecanismos de governança corporativa, pois influencia o comportamento do conselho de administração, acionistas minoritários, gestores e demais *stakeholders*, mitigando ou exacerbando potenciais conflitos de interesses (BERGLOF; CLAESSENS, 2006; LE; KROLL; WALTERS, 2010; SILVEIRA, 2008).

Inicialmente as discussões sobre o tema focaram sobre a estrutura de propriedade dispersa onde foi dominado pelo conflito entre acionistas e gestores, ou seja, a relação principal-agente (COLES; LEMMON; MESCHKE, 2012; KUMAR; ZATTONI, 2014).

Depois, as discussões foram direcionadas para a estrutura de propriedade concentrada, mais especificamente para o controle concentrado de um bloco controlador (*blockholders*) sobre o desempenho da empresa (MAURY; PAJUSTE, 2005; JARA-BERTIN; LÓPEZ-ITURRIAGA; LÓPEZ-DE-FERONDA, 2008). Em seguida, os estudos foram direcionados para os mercados emergentes e economias em transição, revelando o conflito entre acionista principal (majoritário e controlador) e acionistas minoritários ou não controladores, ou seja, o conflito principal-principal (YOUNG *et al.*, 2008; SU; XU; PHAN, 2008).

Outros, estudos relevantes apresentaram mudanças nas discussões sobre o tema estrutura de propriedade e controle. Atualmente, as pesquisas têm investigado o papel do acionista principal individualmente, ou seja, o papel do primeiro, ou segundo, ou terceiro, e o último acionista controlador, sobre o desempenho e estratégias da empresa (COLLIN *et al.*, 2013; CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2018). No entanto, o impacto destes acionistas sobre o desempenho e a estratégia da empresa ainda não foi completamente compreendido. Assim, esta relação está conceitualmente dividida entre as hipóteses de monitoramento *versus* a hipótese de expropriação ao acionista minoritário (PURSEY *et al.*, 2009; KRIVOGORSKY; BURTON, 2012).

A expropriação refere-se à capacidade de extrair benefícios para o próprio acionista principal. Um estudo do mercado brasileiro com base no diferencial de preço em ações de duas classes, demonstra que em média o grupo controlador detém um sexto do direito do fluxo de caixa, mas extrai ou espera extrair 37,5% do valor da empresa (NENOVA, 2003). Por outro lado, países com um sistema legal que provém mais restrição para investidores e proteção aos minoritários permitem um menor benefício privado dos controladores. Logo, o sistema legal tem uma importância relevante em determinar a magnitude do valor total de uma empresa (NENOVA, 2003).

O fraco ambiente legal nas empresas da *América Latina* aumenta o potencial de transferência de recursos das empresas e outros mecanismos de expropriação dos acionistas minoritários e *stakeholders* (JOHNSON *et al.*, 2000). Estes problemas são decorrentes da busca de benefícios privados pelo controle do acionista principal. A busca pelo poder de controle, conduz as empresas brasileiras a um elevado grau de concentração acionária. Isto gera problemas para os *stakeholders*. Portanto, as pesquisas documentaram que acionistas principais usam seu poder para consumir recursos corporativos para seus próprios interesses às custas dos acionistas

minoritários e de outros *stakeholders* não acionistas (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; JOHNSON *et al.*, 2000).

2.2.2 Benefícios de controle e o efeito entrincheiramento do acionista

O poder, incentivo e oportunidade constituem os três fatores determinantes, por meio dos quais o acionista principal, procura extrair o máximo de benefícios privados (ou não privados) de controle (BOZEC; LAURIN, 2008). Segundo Bozec e Laurin (2008) e Su, Yang e Yang (2010), a associação desses fatores compõem o efeito entrincheiramento do acionista principal. Associada a esses três fatores, essa tese propõe o acréscimo da expropriação dos benefícios de controle (mensurados diretamente através das transações com partes relacionadas – TPR's). A união destes quatro fatores compõe a proposta de criação de um índice de efeito entrincheiramento do acionista principal (IEAP).

Com o objetivo de compreender a proposta de criação do IEAP, o presente tópico procura primeiramente apresentar a definição, métricas utilizadas e estudos sobre os benefícios de controle do acionista. Em seguida, discute-se a composição do efeito entrincheiramento do acionista com o objetivo de mostrar que ele vai além do ato de entrincheirar-se, ou seja, de adquirir o poder de tomada de decisão sobre a empresa, pois o efeito entrincheiramento é composto por três fatores essenciais: poder, incentivo e oportunidade (BOZEC; LAURIN, 2008). Por último, apresenta-se o problema com a variável de grau de concentração de controle como medida de efeito entrincheiramento e estudos sobre o índice de efeito entrincheiramento do gestor desenvolvido por meio da análise dos componentes principais (ACP).

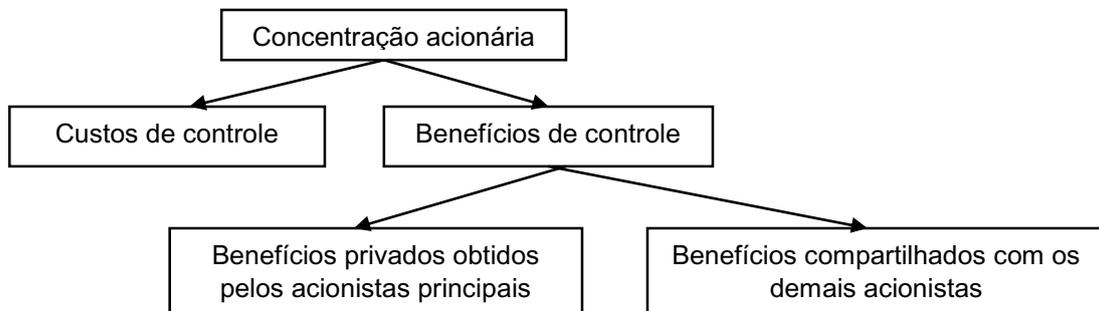
2.2.2.1 Estudos sobre os benefícios de controle do acionista

De acordo com Dyck e Zingales (2002), o valor máximo de uma empresa não é dividido igualmente entre todos os acionistas, ou seja, nem todos os investidores de uma mesma empresa recebem *payoff* proporcional aos direitos de fluxos de caixa conferidos pelas ações em sua posse. Essa diferença apropriada pelos acionistas principais da empresa é denominada benefício(s) privado de controle (BPC) (DYCK; ZINGALES, 2002).

Cronqvist e Nilsson (2003) destacam que o valor presente líquido dos fluxos de caixa gerado nas oportunidades de investimentos representa os benefícios privados de controle (BPC). Esses BPC são fluxos de caixa gerados pela empresa de capital aberto que são aproveitados, somente, pelos acionistas principais, por isso a utilização do termo “privado”.

De forma abrangente, as empresas apresentam dois tipos de benefícios aos acionistas: benefícios corporativos e benefícios privados (BARCLAY; HOLDERNESS, 1989). Os primeiros (benefícios corporativos) estão conexos a questões como: distribuição de dividendos e outros proventos, ganhos de capital operacional (resultados não operacionais na contabilidade) e de mercado, entre outros. Esses benefícios são repassados de forma proporcional à participação acionária de cada acionista e, geralmente, compõem o valor da ação negociada em bolsa, e beneficia todos os acionistas (GONZALEZ MOYANO, 2017). Os benefícios privados de controle, geralmente usufruídos por alguns acionistas, pertencentes ao bloco de controle da empresa, possuem alto poder de voto (GONZALEZ MOYANO, 2017).

Figura 4 – Tipos de benefícios de controle



Fonte: Elaboração própria com base em Barclay e Holderness (1989)

Estudos empíricos evidenciam que os benefícios privados são maiores que os benefícios compartilhados (ou corporativos) (SHLEIFER; VISHNY, 1986). A quantificação dos BPC é fornecida pela diferença entre o valor das ações negociadas na bolsa e o valor pago por compradores de blocos de ações com direito a voto que possibilitem o efetivo controle da empresa. Isso é denominado “prêmio de controle” (SHLEIFER; VISHNY, 1986; NENOVA, 2003; SAITO, 2003).

Os benefícios privados que o acionista principal possui em relação aos acionistas minoritários (sem direito a voto) justifica a existência da diferença de preços entre as

ações. Zingales (1994) registrou prêmios de controle positivos da ordem de 82% para a Itália e 20% para a Suíça. No Brasil, Saito (2003) registrou um desconto das ações com direito a voto em relação as ações sem voto de 22,1% a 5% nos anos de 1995 a 2002, que é semelhante aos resultados da pesquisa de SILVA e SUBRAHMANYAM (2007). Esses autores encontraram evidências de que (i) o prêmio de voto estaria inversamente relacionado ao nível de governança, ou seja, quanto maior a governança menor o prêmio entre as classes de ações, e (ii) empresas com controle estatal apresentariam menor prêmio de voto, pois as transferências de controle seriam menos prováveis nestas empresas (SILVA; SUBRAHMANYAM, 2007). Portanto, o diferencial de preços das ações no Brasil representa a forma de estimar o benefício de controle por meio do prêmio de controle das empresas.

Para o cálculo do prêmio utiliza-se os preços de fechamento das ações diária das empresas (NENOVA, 2003; SAITO, 2003). O valor do prêmio por controle é calculado pela equação 1:

$$\text{DPA: } \frac{\text{PON} - \text{PPN}}{\text{PPN}} \qquad \text{Equação (1)}$$

Onde:

PON = ações com direito a voto (preço de fechamento diário da ação ordinária);
PPN = ações sem direito a voto (preço de fechamento da ação preferencial).

Nenova (2003) avaliou o benefício de controle para 661 empresas em 18 países em 1997 com base no diferencial de preço entre as classes de ações. O valor do controle foi calculado entre -5% na Finlândia até 50% do valor de mercado na Coreia do Sul. O ambiente legal, o exercício das leis, a proteção ao investidor e a legislação para mudança de controle representava 68% da variação do valor do voto entre os países (NENOVA, 2003). A autora, também estudou o mercado brasileiro e constatou que o valor do controle foi diretamente afetado por mudanças na legislação. Assim, a legislação de um país e conseqüentemente a proteção ao acionista minoritário é um fator essencial na diferença de prêmio entre países.

Evidências empíricas mostram que a qualidade de proteção dos acionistas minoritários por meio de um sistema legal explica grande parte dos benefícios privados de controle entre os países (DYCK; ZINGALES, 2002; NENOVA, 2003). De

acordo com Dyck e Zingales (2002) e La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), há três *proxies* para capturar o efeito do sistema legal: os direitos formais dos acionistas minoritários; o grau de *disclosure* contábil; a qualidade do cumprimento legal.

No Brasil, o controle acionário detido por empresa (ou grupo de empresas) sediada fora do país está associado ao menor diferencial de preço entre as classes de ações. Como a empresa está sujeita a questionamentos do controlador e seus reguladores do país de origem, menor a probabilidade de expropriação dos acionistas minoritários não votantes em relação aos votantes (SILVA; SUBRAHMANYAN, 2007; SAITO; SILVEIRA, 2008).

A expropriação dos BPC pelos *insiders* (acionistas internos) acontece de várias formas. Uma dessas formas é o desvio de lucros da empresa com operações (transações) fraudulentas (BEBCHUK, 1999; JOHNSON *et al.*, 2000; DYCK; ZINGALES, 2002; NENOVA, 2003). Outras vezes é camuflada através da venda de ativos e produtos para outras empresas controladas integralmente pelos controladores por preços abaixo daqueles que seriam praticados no mercado. Também acontece através do desvio de oportunidade da empresa como a alocação de executivos mal preparados e remuneração excessiva (BEBCHUK, 1999; JOHNSON *et al.*, 2000; DYCK; ZINGALES, 2002; NENOVA, 2003). Logo, os *insiders* usam os lucros (recursos) da empresa em benefício próprio ao invés de devolver o dinheiro para os acionistas minoritários (*perquisites*).

O uso dos recursos da empresa para o pagamento de privilégios funcionais aos representantes do acionista principal é a forma mais visível, mas não a forma mais importante pelo qual os recursos da empresa são utilizados em prol da participação majoritária (HOLDERNESS, 2003). Outro exemplo, mas não evidente, refere-se à existência do desvio por meio do direcionamento das compras da empresa para fornecedores relacionados com o controlador a preços acima do mercado.

Neste contexto, o acionista principal tem o poder de decisão que pode ser usado em benefício próprio direcionando a estratégia da empresa conforme seus interesses e convicções. O acionista principal consegue obter benefícios acima de sua respectiva participação acionária na empresa. Portanto, a hipótese de benefícios privados do controle destacada por Grossman e Hart (1984) aparece porque o acionista principal usa sua posição dominante na empresa.

Existem duas correntes relevantes na literatura sobre as variáveis utilizadas para mensurar os benefícios de controle: o uso de medidas (variáveis) indiretas e diretas. Estudos mediram os benefícios privados do controle por meio de *proxies* indiretas tais como: o grau de controle (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; JOHNSON *et al.*, 2000; DJANKOV *et al.*, 2008), o desvio de fluxo de caixa dos direitos de controle por meio da razão de direitos de controle sobre os direitos de propriedade (LEASE; MCCONNELL; MIKKELSON, 1983; ZINGALES, 1994). Poucos artigos examinaram caminhos com variáveis diretas através dos quais a expropriação pode ocorrer (CHEUNG *et al.*, 2009); com base nos preços das negociações de blocos de ações (BARCLAY; HOLDERNESS, 1989; DYCK; ZINGALES, 2002); o prêmio de controle, que é o *spread* entre os preços de duas classes de ações, que possuem uma ou mais direitos de controle (NENOVA, 2003; MASULIS; PHAM; ZEIN 2009), vendas com partes relacionadas (CONOVER; NICHOLS, 2000) e a quantidade de transações com partes relacionadas (TAI; LIU; JIAN, 2007; BERKMAN, COLE; FU, 2009; CHEUNG *et al.*, 2009).

Assim, umas das formas de verificar a extração de benefícios de controle é por meio das transferências com partes relacionadas (TAI; LIU; JIAN, 2007; BERKMAN, COLE; FU, 2009; CHEUNG *et al.*, 2009). Diante da sua posição dominante, o acionista principal transfere recursos para a empresa controladora ou para si próprio. O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) estabelece transações entre partes relacionadas como transferência de recursos, serviços ou obrigações entre uma entidade que reporta a informação e uma parte relacionada, independentemente de ser cobrado um preço em contrapartida (CPC, 2010, p. 4). Dessa forma, as transações com partes relacionadas (TPR's) conduzem a uma expropriação da riqueza dos acionistas minoritários por parte dos acionistas controladores.

Com base em Camargo (2012), as transações com partes relacionadas podem ser vistas de três formas: (a) como uma prática ilícita de favorecimento para determinados agentes (acionista controlador e/ou gestor) e verdadeira modalidade de abuso de poder de controle; (b) como mera prática de governança corporativa não recomendável pela situação de conflito de interesse que normalmente gera; ou (c) como ferramenta eficiente de organização interna em um grupo empresarial. Em relação aos benefícios o autor destaca: a) vantagens tributárias; b) menos riscos de descumprimento envolvido; c) baixo custo capital. Assim, as transações com partes

relacionadas também são mecanismos potenciais de expropriação de acionistas minoritários e faz-se necessário em próximas pesquisas verificar e analisar a relação destas transações com partes relacionadas com os demais *stakeholders*. (RYNGAERT; THOMAS, 2007).

As transações de empréstimos entre partes relacionadas foram investigadas especificamente na literatura. A pesquisa desenvolvida por Berkman, Cole e Fu (2009) mostra que as empresas chinesas de capital aberto que emitiram garantias de empréstimos para os detentores do bloco de controle ou empresa controlada por eles no ano de 1999. Os autores concluíram que empresas que praticam essas transações possuem um alto grau de alavancagem e pior desempenho financeiro. Logo, os acionistas minoritários podem ser expropriados por meio das transações de empréstimos entre partes relacionadas.

Wong e Jian (2003) constaram que as transações de vendas e empréstimos com partes relacionadas são utilizadas como ferramenta de expropriação da riqueza das empresas. O estudo foi realizado com empresas que compõem o setor de matéria-prima na China, no período de 1997 a 2000.

Logo, as vendas fora do contexto de mercado, realizadas entre partes relacionadas, são usadas como forma de manipulação dos resultados uma vez que o retorno com esse tipo de venda é menor do que o retorno com vendas a partes não relacionadas (WONG; JIAN, 2003).

No Brasil, Matos (2011) abordou a influência das transações com partes relacionadas (TPR's) no desempenho das empresas listadas na BM&FBovespa (atual B3) para o período de 2008 e 2009. O autor segregou as TPR's coletadas nas demonstrações financeiras padronizadas em oito categorias e testou suas associações com as variáveis dependentes ROA e EBITDA. A pesquisa possibilitou constatar que transações de compras de ativos, por exemplo, são utilizadas para elevar o retorno operacional das empresas controladoras.

Em pesquisa efetivada nas empresas chinesas com ações listadas na bolsa de Hong Kong no período de 2002 a 2004 indica haver indícios de que algumas TPR's foram empregadas com o objetivo de *tunneling* e *propping* impactando assim negativamente e positivamente no desempenho medido pelo Q de Tobin e valor de mercado (mensurado pelo índice *market-to-book* - MTB) das empresas (LEI; SONG, 2011). O comportamento de *tunneling*, como o desvio de recursos das empresas é relatado

como parte de “outros recebíveis” no balanço patrimonial, assim pode-se coletar diretamente esse tipo de transação entre as empresas (NI, 2015).

2.2.2.2 Estudos sobre o efeito entrincheiramento

No Brasil, a estrutura de propriedade e controle concentrada é composta pela estrutura de propriedade (representada pelos direitos de fluxo de caixa do acionista) e pela estrutura de controle (representada pelos direitos de controle do acionista).

A estrutura de propriedade e controle concentrada gera um problema denominado, na literatura, de Tipo II (conflitos entre o acionista principal e os acionistas minoritários) (JENSEN; MECKLING, 1976). As divergências de interesses entre o acionista principal e os acionistas minoritários fazem o acionista principal concentrar maior grau de controle (quantidade de ações ordinárias que permite direito a voto). O desvio da regra "uma ação, um voto" que, em geral, é obtida por meio do uso de ações com direitos múltiplos de voto, potencializa problemas de agência, entre os quais, a assimetria informacional (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007), que conduz às questões de “*moral hazard*” e “seleção adversa”, acarretando no efeito entrincheiramento do acionista principal (BEBCHUK; KRAAKMAN; TRIANTIS, 2000; JENSEN; MECKLING, 1976).

O ato de entrincheirar-se, no contexto da concentração de propriedade e controle, significa assumir o poder (o controle de tomada de decisões sobre a empresa) e impedir que outros *stakeholders* (entre os quais, acionistas minoritários) possam tomar decisões divergentes do principal. Ou seja, o acionista principal (majoritário e controlador) cria bloqueios (trincheiras) e faz uso de recursos para impedir que outros *stakeholders* possam ameaçar o seu poder. O poder é assumido por um acionista principal, dois acionistas ou um grupo de acionistas (*blockholders*), permitindo-lhe(s), associado a outros fatores (incentivo e oportunidade), utilizar(em)-se de mecanismos para extrair o máximo de benefício privados (ou não privado) de controle (BEBCHUK; KRAAKMAN; TRIANTIS, 2000; BOZEC; LAURIN, 2008).

E ainda, quando a propriedade está concentrada nas mãos de um acionista principal (majoritário e controlador), os mecanismos de governança (Conselho de Administração ou mercado de controle corporativo, por exemplo) podem não ser eficazes. As empresas estão expostas a um problema de entrincheiramento – uma

situação onde o acionista principal tem o poder de fazer uso da empresa na busca de seus próprios interesses, ao invés dos interesses dos acionistas minoritários (BOZEC; LAURIN, 2008).

Com base nos estudos de Bozec e Laurin (2008) e Bebchuk (1999), infere-se uma definição de efeito entrincheiramento: a condição na qual o acionista principal faz uso do poder (intervêm no processo decisório onde o Conselho de Administração e outros mecanismos de controle corporativo não tenham força para impedir seus atos), do incentivo (divergência entre direitos de fluxos de caixa e controle) e da oportunidade (disponibilidade de recursos financeiros), para extrair o máximo de benefícios privados (ou não privados) de controle dos acionistas minoritários e da empresa.

A definição com base nos estudos de Bozec e Laurin (2008) corrobora para o início da discussão sobre o problema do uso isolado da variável grau de concentração acionária (poder) e adiciona outros componentes essenciais para analisar e propor um índice de efeito entrincheiramento do acionista principal: o incentivo, a oportunidade e o benefício de controle, para expropriar acionistas minoritários e os recursos das empresas.

Por outro lado, as definições e variáveis destacadas na literatura (OKIMURA, 2003; SILVEIRA *et al.*, 2004;; CAIXE; KRAUTER, 2013; LI, 2016; KONRAHT; CAMARGO; VICENTE, 2016; COELHO; HOLANDA; MOURA, 2017; HONG; KIM; WELKER, 2017;;; RAFIQUE; AL; MARGURITE, 2017; ALUCHNA; KAMINSKI, 2017; HO; KWANGWOO; ANDREW, 2018) consideram o efeito entrincheiramento como o grau de concentração acionária ou a diferença entre direitos de controle e direitos de fluxo de caixa, ambos de forma isolada.

O grau de concentração acionária dá poder ao acionista principal de expropriar o acionista minoritário. A expropriação dos recursos da empresa e dos acionistas minoritários via benefícios de controle ocorre de várias formas, a saber: *tunneling*; expropriação do fluxo de caixa; expropriação de ativos, por meio de informações privilegiadas; lucro etc. (BAÍA, 2010). Ainda sobre a questão, Caixe e Krauter (2013) também destacam o pagamento excessivo de salários ou de outros benefícios autoconcedidos e a resistência a ações vantajosas para os demais acionistas (liquidação, cisões e fusões, por exemplo). Portanto, o grau de concentração acionária do(s) *stakeholder(s)* acionista(s) principal(ais) é determinante na gestão de uma

empresa, uma vez que influencia o direcionamento de recursos (aplicações e distribuição) (BAÍA, 2010).

Claessens *et al.* (2002) apresentam uma explicação para o efeito entrenchamento do acionista controlador, com base na separação dos direitos de voto e dos direitos de fluxo de caixa, como uma medida do fortalecimento do acionista controlador: quanto maior o grau de separação, mais entrenchado se encontra o acionista controlador e menor é o custo que ele suportaria se ele fosse expropriar; ou seja, quando o grau de separação aumenta, o grau de alinhamento (incentivo) com acionistas minoritários diminui (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988; CLAESSENS *et al.*, 2002; FAN; WONG, 2002; CRONQVIST; NILSSON, 2003;).

Em adição, o efeito entrenchamento acompanha a divergência entre os direitos de controle e os direitos de fluxo de caixa. Para comprovar tal afirmativa, Claessens *et al.* (2002) fizeram uso de uma base de dados com 1301 empresas do leste asiático (Hong Kong, Indonésia, Coreia do Sul, Taiwan, Tailândia, Filipinas, Singapura, Malásia). O objetivo ali foi investigar o efeito entrenchamento e o efeito incentivo no valor das empresas. Os resultados apontaram que o valor da empresa aumenta quando os direitos de fluxo de caixa estão nas mãos dos acionistas controladores – resultados que corroboram com a hipótese de expropriação de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), ou seja, os baixos valores para as empresas estão relacionados com as estruturas de propriedades e controle concentradas.

O efeito entrenchamento ocorre quando acionista principal passa a perseguir benefícios do controle à custa dos demais investidores (SILVEIRA *et al.*, 2004). Os benefícios do controle (compartilhados e não compartilhados) consistem na utilização, pelos acionistas principais, do direito de controle (direito de voto) para perseguirem objetivos que os beneficiem, ao invés de beneficiar a todos os *stakeholders*, acarretando aos acionistas principais um ganho superior além do que seria justo pela sua fatia da propriedade (BEBCHUK, 1999). Nesse viés, o efeito entrenchamento do acionista principal faz com que o Conselho de Administração e o mercado de aquisições hostis percam espaço para o poder exercido pelo acionista principal, podendo, por meio do benefício de controle, fazer uso de possíveis fatores de expropriação aos *stakeholders* acionistas minoritários.

Por outro lado, o efeito de incentivo do acionista principal se refere ao argumento de que ele exerce maior monitoramento sobre os gestores, reduz conflitos de agência e

maximiza o valor da empresa (SHLEIFER; VISHNY, 1997; CHEN; YOUNG, 2010). Em contrapartida, tal efeito acarreta no fato de que os gestores têm incentivos para maximizar seus próprios benefícios à custa dos acionistas minoritários (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Portanto, é possível afirmar que a concentração de controle (mensurado via quantidade de ações ordinárias do acionista principal) é uma variável dicotômica, originando dois efeitos contrários à governança das empresas, quais sejam: 1) Incentivo, que torna o monitoramento da gestão mais eficiente; e, 2) Entrincheiramento, que torna mais fácil para proprietários oportunistas expropriarem proprietários minoritários (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988).

A partir das pesquisas de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) e Claessens *et al.* (2002), estudos realizados no Brasil (OKIMURA, 2003; SILVEIRA *et al.*, 2004;; CAIXE; KRAUTER, 2013; ALUCHNA; KAMINSKI, 2017) buscaram investigar a estrutura de propriedade e controle concentrada e sua relação com aspectos financeiros da empresa (desempenho financeiro, valor da firma, custo da dívida etc.). Estudos no exterior também avançaram em outras direções, quais sejam: assimetria de informações na relação principal-principal (LI; 2016); efeito entrincheiramento e informatividade do lucro (COELHO; HOLANDA; MOURA, 2017); influência no preço das ações (HONG; KIM; WELKER, 2017); restrições financeiras (HO; KWANGWOO; ANDREW, 2018); excesso de controle acionário (KONRAHT; CAMARGO; VICENTE, 2016); e, qualidade da informação financeira (RAFIQUE; AL; MARGURITE, 2017). Em geral, esses encontraram relações significativas entre a estrutura de propriedade e o controle e os aspectos financeiros das empresas supramencionadas.

Com o objetivo de capturar o efeito incentivo e entrincheiramento foram utilizados, respectivamente, o percentual de ações ordinárias e preferenciais totais (direito sobre fluxo de caixa) e o percentual de ações ordinárias em posse do acionista principal (direito de voto) (CAIXE; KRAUTER, 2013).

É sabido que o efeito entrincheiramento reduz o valor da empresa, enquanto o efeito incentivo é benéfico para o desempenho corporativo (MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015). Nesse ínterim, a concentração acionária elevada induz os controladores a expropriar os minoritários, buscando extrair os benefícios de controle e implicando maior custo de agência requerido para monitoramento e menor valor da empresa – o efeito entrincheiramento (MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015).

Os acionistas majoritários tendem a ampliar suas despesas supérfluas (gastos não pecuniários), uma vez que o custo relacionado às mesmas será compartilhado entre todos acionistas (majoritários e minoritários).

Por outro lado, a teoria sugere que maior concentração de propriedade (direito de fluxo de caixa) tende a ser benéfica para o desempenho corporativo (MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015). Aqui, a diminuição da separação entre direitos de controle e de fluxo de caixa (ações ordinárias e preferenciais) minimiza o conflito entre acionistas controladores e minoritários, contribuindo para o valor da empresa. No entanto, no Brasil, prevalece a situação de empresas com controle exercido por um acionista principal ou um pequeno conjunto deles (MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015).

O efeito entrincheiramento potencializa a assimetria de informações entre acionistas controladores e minoritários. Para as empresas controladas por famílias, seus membros têm tanto o incentivo quanto a oportunidade de manipular ganhos para interesses privados (LI, 2016) – argumento consistente com o argumento de que o problema de agência do Tipo II (conflito entre o acionista(s) controlador(es) e os acionistas não controladores) é mais comum entre as empresas controladas pela família. Logo, o grau de concentração de propriedade e controle afeta a natureza dos contratos e cria um problema de agência (LI, 2016).

Já no tangente ao efeito de alinhamento, os interesses das famílias controladoras e de outros acionistas estão mais bem alinhados devido aos grandes blocos de ações detidos por membros da família e seu comprometimento de longo prazo com o negócio. A riqueza dos membros da família está intimamente ligada ao valor da empresa (LI, 2016).

A informatividade dos lucros também tem relação com o efeito entrincheiramento e alinhamento, pois, o efeito entrincheiramento ocorre quando a concentração de votos tem o objetivo e a capacidade de manter o controle efetivo da gestão (COELHO, HOLANDA; MOURA, 2017). A redução na informatividade contida nos lucros contábeis se dá em decorrência de ações explícitas dos acionistas controladores em reportar informação contábil com baixa qualidade, seja no sentido de omitir expropriações realizadas ou para omitir sinais de desempenho deficiente (SARLO NETO, 2009).

Por outro lado, o efeito alinhamento ocorre quando o percentual de direitos ao fluxo de caixa é maior que a concentração de votos (direitos de controle), de modo a sinalizar aos acionistas minoritários sua disposição em tomar decisões que colaborem para a maximização do valor da empresa, aliando, assim, interesses corporativos. Aqui, acionistas majoritários e minoritários, ao alinharem interesses, contribuiriam para a ampliação da informatividade dos lucros (COELHO, HOLANDA; MOURA, 2017).

É preciso salientar que a divergência entre os direitos de fluxo de caixa (propriedade) e direitos de voto (controle) provoca alterações no preço da ação (HONG; KIM; WELKER, 2017). Nesse ínterim, a percepção dos *stakeholders* acionistas *outsiders* quanto à probabilidade de valores extremos e negativos se dá nas distribuições de retorno de ações. O estudo de Hong, Kim, Welker (2017) fez uso de um conjunto abrangente de dados de painel de empresas com uma estrutura de compartilhamento de duas classes de 20 países em todo o mundo entre o período de 1995-2007.

Em adição, a divergência entre os direitos de fluxo de caixa (propriedade) e direitos de voto (controle) tem uma relação positiva e estatisticamente significativa sobre o custo da dívida (KONRAHT; CAMARGO; VICENTE, 2016), sugerindo que os *stakeholders* credores interpretam-na como um entrincheiramento do controle, incrementando o risco da concessão de crédito e, conseqüentemente, aumentando o custo da dívida (KONRAHT; CAMARGO; VICENTE, 2016). Para a análise do problema de pesquisa fez-se uso da regressão com dados em painel, comparando o nível de excesso de controle acionário e o custo da dívida das empresas. Do ponto de vista científico, o estudo Konraht, Camargo, Vicente (2016) contribui com a literatura ao identificar como a estrutura de controle concentrada impacta na percepção de risco pelos *stakeholders* credores e no custo da dívida. Assim, os resultados indicam alguma relação positiva e estatisticamente significativa entre o excesso de controle acionário e o custo da dívida.

De fato, a desproporcionalidade do controle interno (em relação à concentração de votos) está negativamente associada ao ambiente de informações dos analistas financeiros. O direito de privilégio de propriedade (concentração de votos nas mãos de poucos acionistas majoritários), por exemplo, foi relacionado com a precisão e dispersão das previsões dos *stakeholders* “analistas financeiros” em uma amostra de empresas com dupla classe de ações ordinárias nos Estados Unidos da América

(EUA) (FORST; HETTLER; BARNIV, 2016). Fazendo uso de uma amostra abrangente coletada de empresas norte-americanas, que mantêm mais de uma classe de ações ordinárias, Forst, Hettler e Barniv (2016) segregaram os efeitos de incentivo e entrincheiramento. Ali, a falta de resultados significativos sobre a relação entre o privilégio de propriedade e a precisão das previsões pode ser atribuída às forças compensadoras desses dois efeitos.

Aluchna e Kaminski (2017) corroboram a existência de uma associação negativa entre concentração de propriedade e desempenho (ROA) – o que é consistente com alguns estudos anteriores na Europa. Os autores investigaram as relações entre a estrutura de propriedade e o desempenho financeiro das empresas em uma amostra de 495 empresas não financeiras polonesas listadas na Warsaw Stock Exchange (WSE) no período 2005-2014. Eles fizeram uso da análise do painel, controlando a endogeneidade e o setor de operação. Entretanto, a revisão dos estudos existentes revela resultados mistos, tanto para a concentração de propriedade, quanto para a propriedade de diferentes acionistas no desempenho da empresa (ALUCHNA; KAMINSKI, 2017). Portanto, pouco ainda é conhecido sobre a relação entre a propriedade e o desempenho em economias emergentes.

Alguns aspectos contrários em relação ao efeito entrincheiramento são apresentados na pesquisa de Ho, Kwangwoo e Andrew (2018), que afirmam que uma maior divergência entre os direitos de fluxo de caixa e direitos de controle diminui sua propensão ao investimento excessivo, acarretando em diminuição das restrições financeiras da empresa. Os autores ainda examinaram o efeito da propriedade concentrada por empresas controladoras sobre as restrições financeiras das empresas em 22 economias no período 1982-2009. O argumento ali apresentado implica que um grau mais elevado de conflito de interesses entre administradores (ou acionistas controladores) e acionistas minoritários poderia enviar um sinal negativo aos investidores externos que seus ativos podem ser expropriados pelos *insiders* – a empresa seria financeiramente mais restrita. Portanto, descobriu-se que a propensão ao superinvestimento dos acionistas controladores se torna menos irreduzível com um aumento nos direitos de fluxo de caixa.

A pesquisa de Ayuningtyas e Diyanty (2017) explica o efeito entrincheiramento decorrente da venda e compra de transações com partes relacionadas em conglomerados de grupos de negócios. Ali foi possível a aquisição de evidências de

que a apropriação por conglomerados empresariais, ou seja, a identidade da estrutura de propriedade também fortalece o efeito de entrincheiramento. A pesquisa dos autores utilizou dados de empresas listadas na Bolsa de Valores da Indonésia no período 2012-2013.

A estrutura de propriedade e controle também impacta a qualidade do relatório financeiro. Sobre a questão, Rafique, Al e Margurite (2017) utilizaram uma amostra de empresas de três países (Austrália, Malásia e Paquistão), sendo observadas as evoluções detalhadas de propriedade para o período 2011-2013. Ali, tanto a concentração de propriedade quanto a identidade de propriedade forneceram evidências mais abrangentes sobre a ligação entre a estrutura de propriedade e a qualidade da informação financeira. No geral, aqueles autores descobriram que no Oriente, a concentração de propriedade está negativamente associada à qualidade do relatório financeiro. E ainda, a propriedade individual e do grupo de controle foram negativamente associadas com o gerenciamento de resultados no Paquistão. No entanto, na Malásia, os mesmos foram associados positivamente. Portanto, os resultados destacaram os efeitos altamente individualizados dos *blockholders* e a necessidade de pesquisa para melhor compreender os mecanismos pelos quais o acionista principal impacta a qualidade do relatório financeiro.

2.2.3 Problemas com a variável grau de concentração de controle

Estudos sobre a relação entre estrutura de propriedade e controle concentrada e desempenho apresentam resultados inconclusivos. Devido as divergências nas pesquisas iniciou-se questionamentos sobre o uso da variável grau de concentração de controle (quantidade ou percentual) como métrica do efeito entrincheiramento do acionista principal.

Overland, Mavruk, e Sjogren (2012) distinguiram três razões principais pelas quais os resultados diferem entre os estudos: a) diferenças nas configurações contextuais (estudos baseados em dados de diferentes países e períodos); b) diferenças na qualidade dos dados (problemas associados a dificuldade de rastrear o último acionista); e c) as diferenças metodológicas (diferentes medidas de concentração de controle nos modelos de regressão, mensurada como a quantidade ou o percentual

de ações ordinárias do acionista principal (majoritário e controlador) ou a combinação de percentuais de ações ordinárias de vários acionistas principais).

Diante da questão das diferenças metodológicas, o impacto modificador de várias medidas de concentração de controle não foi firmemente estabelecido na literatura. Ainda na linha de Overland, Mavruk, e Sjogren (2012), o controle efetivo do acionista principal permite influenciar a tomada de decisões e afetar as políticas corporativas (BALLA; ROSE, 2015).

O papel e a métrica para evidenciar o(s) acionista(s) principal(ais) não estão completamente compreendido na literatura de estrutura de propriedade e controle concentrada (HOLDERNESS, 2003). Da mesma forma, o papel de um único acionista principal e sua relação com benefícios, custos, e a outros *stakeholders* acionistas e não acionistas (TRUONG; HEANEY, 2007; HEYDEN *et al.*, 2015;).

Em adição, Bozec e Laurin (2008) destacaram o uso isolado da variável e propuseram a discussão sobre os elementos que compõem o efeito entrincheiramento. A conceitualização do construto de concentração de propriedade e controle é geralmente operacionalizada como a participação acionária do acionista principal em que maiores participações de direitos de voto implicam maior monitoramento e, conseqüentemente, custos de agência mais baixos na relação entre o acionista principal e os gestores (na condição de agente) (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Por outro lado, este mesmo construto (com elevado percentual do acionista principal) implica maior concentração e custos de agência mais altos na relação principal-principal (acionistas minoritários).

Short (1994) analisou a deficiência do grau de concentração de controle. Expressar o grau de controle de um acionista principal com o uso de participação no capital votante da empresa não é simples. Primeiramente, a estrutura de controle não é totalmente refletida apenas pela dicotomia do proprietário-gestores, uma vez que praticamente todos os *stakeholders* (por exemplo, acionistas, reguladores, governo, clientes, credores e fornecedores) têm sua opinião sobre como a empresa é governada. Segundo, as medidas de concentração não transmitem informações sobre a identidade do acionista principal (SHORT, 1994). Assim, a variável grau de concentração de controle (representada pelo percentual da quantidade de ações ordinárias em posse do acionista principal) é uma variável dicotômica e sozinha não

é suficiente para mensurar o efeito entrenchamento do acionista principal (SU; YANG; YANG, 2010; BOZEC; LAURIN, 2008).

Adicionalmente, a medida de concentração de controle é falha ao tentar capturar duas dimensões diferentes (OVERLAND; MAVRUK; SJOGREN, 2012). A dimensão de monitoramento, refere-se ao uso extensivo de mecanismos de monitoramento da gestão. Por outro lado, a dimensão conflito de acionistas refere-se a interesses conflitantes entre os próprios proprietários (acionistas principais) (OVERLAND; MAVRUK; SJOGREN, 2012). Então, o grau de concentração de controle é uma *proxy* viável para analisar uma das duas dimensões, mas errônea para a outra dimensão. Por exemplo, se a análise centralizar na dimensão de monitoramento, o percentual do capital votante (ações ordinárias) detido pelo acionista principal é uma *proxy* razoável para análise da concentração de controle, mas não traz informações adequadas para a análise da dimensão do conflito principal-principal (OVERLAND; MAVRUK; SJOGREN, 2012).

A divergência (separação) entre direitos de propriedade e direitos de controle evidencia o incentivo (interesse) em expropriar os recursos da empresa, mas não evidencia a ocorrência da expropriação via transferência de recursos entre partes relacionadas. No entanto, estudos têm utilizado esta diferença como métrica do efeito entrenchamento do acionista principal (CLAESSENS *et al.*, 2002; FACCIO; LANG, 2002).

A separação entre propriedade e controle gera custos de agência que reduzem valor para o acionista (GROSSMAN; HART, 1984; HARRIS; RAVIV, 1988). Especificamente, além de um certo nível de participação acionária, os acionistas principais tipicamente mantêm o controle sobre os recursos da empresa permitindo que esses acionistas se engajem em atividades de expropriação que são potencialmente prejudiciais para os *stakeholders* (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988). Além disso, o uso de acordos entre acionistas cria divergência entre os direitos de fluxo de caixa e os direitos de controle. Desta forma, aumenta a propensão dos acionistas controladores de extrair benefícios privados de controle enquanto incorrem em uma parte relativamente pequena dos custos de seu mau comportamento (CLAESSENS *et al.*, 2002; CRONQVIST; NILSSON, 2003).

Nesta linha, a separação entre direitos de voto e fluxo de caixa também terá um efeito adverso no desempenho da empresa principalmente quando os fluxos de caixa livres

são maiores do que a média e quando o acionista dominante tem menores direitos de fluxo de caixa. Quando essas condições prevalecem o acionista principal não tem apenas o poder e o incentivo para expropriar acionistas minoritários, mas também tem a oportunidade de fazê-lo (BOZEC; LAURIN, 2008).

Além disso, os fluxos de caixa livre também são um fator essencial para o efeito entrincheiramento, pois a extração de benefícios de controle serão exercidas caso a empresa apresentar disponibilidade de recursos financeiros (oportunidade). Bozec e Laurin (2008) associam o controle à disponibilidade de recursos no fluxo de caixa livre. Eles apontam que devido à não correspondência de alto controle e baixo fluxo de caixa, os controladores finais têm a motivação de transferir recursos da empresa controlada para obter benefícios privados de controle em detrimento de outros acionistas.

Então, o efeito entrincheiramento do acionista principal será prejudicial ao desempenho da empresa quando prevalecer uma combinação de três fatores. Esses três fatores são: (1) o maior acionista tem direitos de voto suficientes para expropriar os acionistas minoritários, (2) o maior acionista tem baixos direitos de fluxo de caixa para que ele ou ela tenha incentivo para expropriar acionistas minoritários, e (3) uma empresa que apresenta altos fluxos de caixa livres está exposta à expropriação (BOZEC; LAURIN, 2008). Desta forma, a proposta de um índice de efeito entrincheiramento do acionista principal deve considerar estas variáveis e outras que possam ser incluídas e também refletir melhor a condição do efeito entrincheiramento do acionista principal.

De forma análoga, a utilização de um índice de efeito entrincheiramento para a gestão foi apresentada em alguns estudos (FLORACKIS; OZKAN, 2009; MOUSSA; RACHDI e AMMERI, 2013; LIN *et al.*, 2014; AMMARI; BOUTESKA; REGAIEG, 2016; LAIL; MARTIN, 2017; SALEHI; MAHMOUDABADI; ADIBIAN, 2018). O gestor é considerado entrincheirado quando não pode ser facilmente demitido pelo conselho de administração. O entrincheiramento do gestor abrange fenômenos que o protege contra: os efeitos disciplinares do monitoramento do conselho; a ameaça de demissão; e a remuneração baseada no desempenho (BERGER; OFEK; YERMACK, 1997).

O efeito entrincheiramento do gestor possui critérios de análise que não inclui somente o grau de concentração. De acordo com Castro Martins (2016), há três formas do

gestor se entrincheirarem no controle da empresa. A primeira por meio dos investimentos que possam aumentar o valor do gestor para a empresa inviabilizando seu desligamento. A segunda por meio da quantidade ou percentual de ações ordinárias (poder de voto) que o gestor mantém em sua carteira. E a terceira, características pessoais: idade, reputação, *status* e tempo no cargo

Dessa forma, as variáveis envolvidas no fenômeno do entrincheiramento do gestor são múltiplas e os resultados obtidos da análise do impacto do entrincheiramento gerencial sobre o desempenho da empresa produz resultados divergentes (MOUSSA; RACHDI; AMMERI, 2013).

Diante disso, as predições da hipótese de entrincheiramento não são diretamente testáveis já que o grau de efeito entrincheiramento de um gestor dependerá não apenas da quantidade ou percentual de ações em sua posse, mas também de outros fatores como seu tempo no cargo, seu eventual *status* como empreendedor da empresa, ou mesmo sua personalidade (que podem resultar em um alto nível de entrincheiramento).

Ammari, Bouteska, e Regaieg (2016) afirmam que o impacto do entrincheiramento do CEO no desempenho da empresa é positivo. Este estudo mostrou um novo método para medir o entrincheiramento do CEO por meio da Análise de Componentes Principais Não-Lineares (ACPNL) para combinar vários atributos do CEO tais como propriedade, idade, posse e estrutura do conselho. Os autores investigaram a relação entre efeito entrincheiramento CEO e desempenho da empresa. Utilizou-se uma amostra de 80 empresas francesas pertencentes ao índice SBF 120 (*Société des Bourses Françaises*). Os dados financeiros foram coletados usando relatórios anuais da Paris Market Exchange e sites de empresas selecionadas. Os dados abrangeram os períodos de 2001-2013 (80 empresas em um período de 13 anos - 1.040 observações). Utilizou-se a técnica de dados em painel, pois permite aproveitar as dimensões individuais e temporais das informações disponíveis (AMMARI; BOUTESKA; REGAIEG, 2016). Os coeficientes dos índices de entrincheiramento gerenciais (CEO) extraídos da ACP não linear foram positivos e significativos. Portanto, o gestor suficientemente entrincheirado procura implementar estratégias para melhorar a empresa.

Por outro lado, evidências que o entrincheiramento do gestor degrada a qualidade do relatório financeiro foram confirmadas nos estudos de Lail e Martin (2017). Os autores

examinaram a relação entre o entrincheiramento do gestor e a qualidade do relatório financeiro. Utilizou-se uma amostra dos dados anuais de demonstrativos financeiros obtidos da *Compustat* e *Capital IQ* para o período de 1989 a 2013 (23 anos, entre os anos fiscais de 1989 e 2013). As instituições financeiras foram excluídas da amostra devido ao seu ambiente regulatório único. As informações sobre o entrincheiramento do gestor estavam disponíveis através da “RiskMetrics” (a partir de 1990). Os autores encontraram evidências que a diferença na qualidade do relatório financeiro pode enfraquecer em situações em que o oportunismo pode ser mais prevalente. Os resultados têm implicações importantes para os pesquisadores de contabilidade, que geralmente concordam que os mecanismos de governança devem ter um papel direto na divulgação dos resultados e implicações indiretas para reguladores, gestores e acionistas (LAIL; MARTIN, 2017).

Florackis e Ozkan (2009) destacam a vantagem adicional do *Principal Components Analysis* (PCA). Segundo os autores a PCA produz pesos automaticamente para que a *proxy* de efeito entrincheiramento explique grande parte da variação no grupo de atributos e não requer a determinação “ex ante” dos pesos. A maioria dos estudos anteriores que tentaram estabelecer variáveis de classificação de entrincheiramento baseia-se na hipótese de que todos os atributos contribuem igualmente para o *proxy* de efeito entrincheiramento (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; BEBCHUK; COHEN, 2005).

Lin *et al.* (2014) investigaram a influência das características do CEO na qualidade do controle interno das empresas nos EUA. Na primeira etapa, foi construído o modelo para determinar o efeito entrincheiramento do CEO. Depois foi criada uma pontuação de entrincheiramento do CEO com base na análise dos fatores dos componentes principal (ACP) das seis variáveis de características do CEO (LIN *et al.*, 2014).

Salehi, Mahmoudabadi e Adibian (2018) indicaram uma relação negativa e significativa entre entrincheiramento gerencial e gerenciamento de resultados e uma relação positiva e significativa entre entrincheiramento gerencial e inovação da empresa. O objetivo da pesquisa foi avaliar o impacto do índice de efeito entrincheiramento gerencial, no gerenciamento de resultados e na inovação da empresa. A variável de entrincheiramento gerencial incluiu as variáveis: independência do conselho, dupla função da gestão, remuneração do conselho e percentual de propriedade do conselho. O índice foi estimado por meio da análise

fatorial exploratória (AFE) e seu efeito avaliados nas variáveis dependentes do estudo, utilizando o teste de regressões multivariadas. A amostra foi constituída por um total de 103 empresas listadas na bolsa de valores de Teerã e analisadas durante o período de 2011 a 2016 (SALEHI; MAHMOUDABADI; ADIBIAN, 2018).

Assim, em complementação a pesquisa de Bozec e Laurin (2008), esta tese acrescenta uma variável que possa representar o benefício de controle. A proposta é adicionar uma variável que apresente um valor mais próximo dos recursos transferidos entre as partes relacionadas (TPR's) para outros (empresas ou acionistas), via *tunneling* ou *propping*. A adição da variável à análise permite verificar um valor direto da extração de benefícios de controle por parte do acionista principal. A análise de componentes principais combina um conjunto de variáveis que permite verificar o efeito combinado dessas influências no valor adicionado gerado e distribuído aos *stakeholders* não acionistas e acionistas.

Portanto, com o objetivo de integrar o indicador de efeito entrincheiramento do acionista principal com o valor adicionado gerado e distribuído, esta tese trabalha sob a perspectiva de abordagens multiteóricas e a teoria da agência dos *stakeholders* (TAS) de Hill e Jones (1992). Essa abordagem teórica permite atender a ambos os *stakeholders* acionistas e não acionistas.

2.2.4 A demonstração do valor adicionado e estrutura de propriedade e controle concentrada

2.2.4.1 Estrutura e usuários da demonstração do valor adicionado (DVA)

As informações sobre a distribuição de valor tangível (valor adicionado a distribuir) que representam os interesses dos *stakeholders* podem ser extraídos da Demonstração do Valor Adicionado (DVA), cujo surgimento se deu nos anos 1970, na Europa, atingindo grande popularidade no Reino Unido, com o propósito de evidenciar como os benefícios e os esforços de uma empresa são distribuídos entre os empregados, provedores de capital, Estado e reinvestimentos (CUNHA; RIBEIRO E SANTOS, 2005).

Segundo Martins *et al.* (2013, p. 667), “a DVA tem por objetivo demonstrar o valor da riqueza econômica gerada pelas atividades da empresa como resultante de um

esforço coletivo, e sua distribuição entre os elementos que contribuíram para sua criação”.

Cunha, Ribeiro e Santos (2005) apontam que a DVA, por evidenciar a geração de riqueza, constituiu em uma nova visão para os trabalhadores, sendo possível avaliar a riqueza produzida pela empresa e o montante ganho pelos trabalhadores, possibilitando lutar por aumento de salários e de incentivos. Assim, a relação entre a empresa e os outros *stakeholders* proporciona maior evidenciação da geração de riqueza pela empresa e como essa foi distribuída entre os *stakeholders* que contribuíram para sua formação (OLIVEIRA; RECH; CUNHA, 2015).

A DVA é uma explanação de como a empresa criou riquezas (valor de suas vendas de bens e serviços deduzidos dos bens e serviços adquiridos de terceiros) e como a distribuiu entre os *stakeholders* não acionistas e acionistas: fornecedores de capital, recursos humanos e governo. Ou seja, a parte da riqueza distribuída que cabe aos financiadores (via juros e aluguéis), aos sócios (via dividendos e lucros retidos), aos detentores de tecnologia (via *royalties*), aos de recursos humanos (via salários, gratificações, honorários, participações nos resultados; e, ao governo (via impostos, diretos e indiretos) (SEVERO *et al.*, 2012). Portanto, a DVA é um modo de perceber a função social da empresa, além de evidenciar sua parcela na criação da riqueza global do Brasil (Produto Interno Bruto – PIB), em vez de somente dar ênfase à linha final da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE).

Riahi-Belkaoui (1999) realizou estudos sem a publicação da DVA, isto é, os trabalhos calcularam o valor adicionado com base nas remunerações dos fatores de produção (salários, dividendos, juros, aluguéis, impostos e lucros retidos).

Simonsen e Cysne (2007) relataram que a produção de um país envolve produtos e serviços para serem consumidos pela sociedade (consumo final) ou utilizados na produção de outros bens e serviços (consumo intermediário).

Nesse íterim, para evitar o problema da dupla contagem, o produto do país inclui apenas os bens e serviços destinados ao consumo final ou faz uso do conceito de valor adicionado. Logo, o valor adicionado em determinada etapa de produção é “a diferença entre o valor bruto produzido nessa etapa (igual a vendas mais acréscimo de estoques) e os consumos intermediários” (FREGONESI, 2009, p. 161). A Equação 2, a seguir, expressa a distribuição do valor adicionado líquido, onde seu lado

esquerdo apresenta a formação do valor adicionado e, o lado direito, como o valor adicionado foi distribuído entre os *stakeholders* (MORLEY, 1979):

$$RC = RV - IB - SE - DF - T - Dep \quad \text{Equação (2)}$$

Onde:

RC = Resultado Contábil (lucro ou prejuízo), em que $RC = Div + LR$, sendo que: *Div* representam os dividendos pagos ou provisionados para os acionistas; e, *LR* representa os lucros retidos.

Logo, substituindo e invertendo as informações, tem-se a Equação 3, que se segue:

$$LR = RV - IB - SE - DF - T - Dep - Div \quad \text{Equação (3)}$$

Onde:

LR = Lucros Retidos;
 RV = Receita de Vendas;
 IB = Insumos Básicos adquiridos de terceiros vendidos no período;
 SE = Salários e Encargos sociais;
 DF = Despesas Financeiras;
 T = Impostos e taxas;
 Dep = Depreciação, amortização e exaustão; e
 Div = Dividendos pagos ou provisionados para os acionistas.

No caso, o lado esquerdo aponta o valor adicionado bruto e, o lado direito, sua distribuição. Nesse viés, a possibilidade de calcular o valor adicionado pelo método aditivo viabilizou o estudo da DVA em países que não têm como prática a elaboração e divulgação dessa demonstração (RIAHI-BELKAOUI, 1999). Logo, explica-se a igualdade das duas partes da DVA, quais sejam: 1) Criação do valor adicionado; e, 2) Distribuição do valor adicionado.

$$RV - IB - Dep = SE + DF + T + Div + LR \quad \text{Equação (4)}$$

Onde:

LR = Lucros Retidos;
 RV = Receita de Vendas;
 IB = Insumos Básicos adquiridos de terceiros vendidos no período;
 SE = Salários e Encargos sociais;
 DF = Despesas Financeiras;
 T = Impostos e taxas;
 Dep = Depreciação, amortização e exaustão; e
 Div = Dividendos pagos ou provisionados para os acionistas.

$$VAL = SE + DF + T + Div + LR \quad \text{Equação (5)}$$

Onde:

LR = Lucros Retidos;
 VAL = Valor Adicionado Líquido;
 SE = Salários e Encargos sociais;
 DF = Despesas Financeiras;
 T = Impostos e taxas; e
 Div = Dividendos pagos ou provisionados para os acionistas.

A DVA tem como base as instruções do Comitê de Pronunciamentos Contábeis 2009 (CPC 09 – Demonstração de Valor Adicionado – DVA). Uma parte da DVA, com base nessa instrução, solicita que a empresa apresente detalhadamente como procedeu a distribuição da riqueza adicionada, de modo que os componentes sejam: pessoal (remuneração direta, benefícios e Fundo de Garantia do Tempo de Serviço – FGTS), impostos, taxas e contribuições (federais, estaduais e municipais), remuneração de capitais de terceiros (juros, aluguéis e outros) e remuneração de capitais próprios (juros sobre o capital próprio e dividendos e lucros retidos e prejuízos do exercício) (CPC 09).

O Manual de Contabilidade Societária da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI) (2013) e Fregonesi (2009) apresentam esclarecimentos sobre a distribuição de valor aos funcionários, ao governo, aos financiadores (credores) e aos acionistas. A distribuição de valor adicionado aos funcionários representa as despesas da empresa com pessoal considerando todos os valores que beneficiam diretamente os empregados. Por isso, não é considerado, neste item, o concernente ao Instituto Nacional do Seguro Social (INSS). “Nesse item

deverão ser incluídos os encargos com férias, 13º salário, FGTS, alimentação, transporte, etc., apropriados ao custo do produto ou resultado do período (sem o INSS)” (FIPECAFI, 2013, p. 503).

Os impostos, as taxas e as contribuições, na DVA, representam a parcela da remuneração dos fatores de produção, que é entregue para financiamento do governo. Apesar do item “governo” não ser um fator de produção, a parte do valor adicionado entregue ao Estado é considerada uma forma de distribuição da renda, tanto na visão econômica quanto na DVA (FREGONESI, 2009) – o que pode ser explicado pela própria função de Estado de redistribuição de renda.

Os juros e aluguéis, por exemplo, representam a remuneração do capital de terceiros. Em aluguéis inclui-se a remuneração pelo uso de ativos tangíveis e intangíveis (*royalties* e franquias). O pagamento de aluguel de bens tangíveis é tido como consumo intermediário, ou seja, insumos adquiridos de terceiros, e não remuneração do capital de terceiros. Neste item, o modelo FIPECAFI considera “as despesas financeiras e as de juros relativas a quaisquer tipos de empréstimos e financiamentos junto a instituições financeiras, empresas do grupo ou outras e os aluguéis (incluindo-se as despesas com *leasing*) pagos ou creditados a terceiros” (FIPECAFI, 2013, p. 503).

A remuneração do capital próprio e o reinvestimento dos lucros na companhia, em realidade, representam a remuneração do acionista, pois, o lucro é o próprio retorno do acionista (FREGONESI, 2009). Segundo a FIPECAFI (2013), os juros sobre o capital próprio e os dividendos incluem os valores pagos ou creditados aos acionistas. Estes, sobre o capital próprio contabilizados como reserva, deverão constar do item “lucros retidos”. Os lucros retidos/prejuízo do exercício devem ser incluídos nos lucros do período destinados às reservas de lucros e eventuais parcelas ainda sem destinação específica (FIPECAFI, 2013).

Sobre a questão, Lopes e Ludícibus (2004) afirmam que cada *stakeholder*, por meio de contratos, contribui com algo para a empresa, com o objetivo de receber algo em troca. A participação de cada um na riqueza gerada pode ser determinada pelo contexto societário, na medida em que a alta concentração acionária define os objetivos e as preferências da empresa (PEDERSEN, THOMSEN, 2003).

Diante da relação *stakeholders*-empresa, a DVA mostra-se um relatório essencial para a tomada de decisões. Ela pode ser utilizada por entidades governamentais para a

concessão de incentivos fiscais, subsídios ou financiamentos com taxas de juros subsidiadas, pois “[...] entre empresas de igual perspectiva de rentabilidade e risco, melhor seria dar preferência àquela que agregasse mais valor à economia” (OLIVEIRA; ALVES, 2003, p. 5).

A estrutura da DVA fornece informações essenciais, como, por exemplo, para mitigar a preocupação dos investidores com a riqueza gerada como um todo, e não apenas com sua distribuição e retenção dos lucros pela empresa. Entretanto, é possível perceber que os investidores não estão preocupados sobre como a riqueza é distribuída, mas sim, interessados em saber o quanto de riqueza foi gerada (valor adicionado) e o valor do lucro obtido (lucro líquido – um dos principais determinantes dos dividendos), bem como o tamanho da empresa, ou seja, a capacidade da empresa em gerar e manter ativos (SANTOS; BOTINHA; LEMES, 2019).

Por meio da estrutura da DVA, Van Aswegen, Steyn e Hamman (2005) observaram indicadores de análise gerados a partir das informações desse relatório. Por exemplo, o indicador que mede a relação entre o valor adicionado líquido para a distribuição e o total do ativo, ou ainda, entre o valor adicionado e a receita bruta, podem ser utilizados como ferramentas de diagnóstico e projeção, além de servir de parâmetros setoriais contra os quais as empresas podem julgar seu desempenho em relação a seus concorrentes do mesmo setor de atividade. O indicador que relaciona o valor adicionado à receita da empresa pode apontar a eficiência de uma empresa (RIAHI-BELKAOUI, 1992; COSENZA; GALLIZO; JIMENEZ, 2002).

Já Haller e Van Staden (2014) destacaram o uso na determinação de riscos e retornos futuros para a verificação de sucesso ou insucesso empresarial e para a estimação de preços futuros das ações.

Scherer (2006) resume as diversas informações que podem ser extraídas da DVA: a) Mensuração e divulgação da riqueza criada por uma entidade; b) Redução de conflitos de agência e de assimetria informacional; c) Ferramenta de diagnóstico e projeção; e, d) Ferramenta de gestão e comunicação.

Portanto, como complemento às demonstrações financeiras convencionais, a DVA é tida como um relatório sobre o retorno obtido por um grupo maior de *stakeholders*, composto por todos os provedores de capital, mais funcionários e governo (BANNISTER; RIAHI-BELKAOUI, 1991).

Lopes e Ludícibus (2004, p. 173) assim observa que a DVA desempenha um importante papel entre acionistas e *stakeholders*:

[...] a empresa é vista como um conjunto de contratos entre os diversos participantes. Cada participante contribui com algo para a firma e em troca recebe sua parte do bolo. Empregados contribuem com sua força de trabalho e recebem seus salários. Acionistas contribuem com capital e recebem dividendos e ganhos de capital. [...] O governo contribui (ou pelo menos deveria) garantindo a estabilidade institucional e para isso recebe os impostos. Os contratos são de diversas naturezas, dependendo da relação entre os interessados. Muitos desses contratos não são explícitos e não possuem nenhum tipo de estrutura forma [sic]. O importante é estabelecer que qualquer relação estabelecida entre a firma e seus agentes é feita por intermédio de um ou outro tipo de contrato.

Contudo, podem ocorrer conflitos entre os *stakeholders* por conta da percepção de ampliação da participação de um grupo e da diminuição da participação de outro grupo, como, por exemplo, quando da ocorrência de um aumento da distribuição de valor ao governo em detrimento da parcela distribuída aos acionistas, ou ainda, de um aumento da distribuição de valor aos acionistas em detrimento da distribuição de valor aos empregados. No caso, a divulgação da DVA culminaria no efeito inverso da proposta de redução dos conflitos de agência (SCHERER, 2006).

2.2.4.2 Relação entre a estrutura de propriedade e controle concentrada, a produtividade e o valor adicionado

A estrutura de propriedade e controle concentrada impacta no valor adicionado gerado pela empresa (JENSEN; MECKLING, 1976; BANNISTER; RIAHI-BELKAOUI, 1991; SU; HE, 2012).

Jensen e Meckling (1976) argumentaram que a estrutura de propriedade da empresa impacta a função de produção da empresa, juntamente com a tecnologia e os recursos produtivos. Os resultados de estudo em questão confirmaram que os acionistas poderosos policiam a eficiência, eliminando ineficiências (BANNISTER; RIAHI-BELKAOUI, 1991). No entanto, quando a propriedade fracionária do maior acionista excede certo limite, o aumento da concentração de propriedade e controle aumenta a probabilidade de *tunneling* e diminui a eficiência da empresa (SU; HE, 2012). Assim, sob a ótica da TAS, a empresa é umnexo de contratos entre acionista principal, que detêm direitos de decisão sobre os recursos gerados da empresa e

consequentemente sobre a distribuição aos *stakeholders* não acionistas e acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976).

Os recursos da empresa criados (valor adicionado bruto) são distribuídos aos acionistas e a outros *stakeholders* não acionistas (funcionários, governo e credores). As medidas tradicionais de desempenho contábil têm por base os lucros, concentrando-se apenas nos acionistas (COSENZA; GALLIZO; JIMENEZ, 2002).

Uma alternativa às medidas com base em resultados é o valor adicionado (ASKREN, BANNISTER; PAVLIK, 1994) – uma medida contábil do retorno total atribuível aos *stakeholders* da empresa (acionistas, credores, funcionários e órgãos tributários governamentais e outros) (BANNISTER; RIAHI-BELKAOUI, 1991).

O valor adicionado é o aumento da riqueza gerada e derivada do uso produtivo dos recursos da empresa antes de sua distribuição entre os *stakeholders*, incluindo; pessoal, credores, governo, acionistas e a própria empresa (RIAHI-BELKAOUI, 1992; BAO; BAO, 1998).

Segundo Santos, Chan e Silva (2007), o valor adicionado representa o incremento de valor que se atribui a um bem durante o processo produtivo, agregando valor ao novo produto. Ele pode ser calculado adicionando custos com pessoal e despesas financeiras à receita antes dos impostos ou deduzindo as aquisições externas do faturamento líquido, nas quais se incluem todas as despesas incorridas na compra de bens e serviços de outras empresas (RIAHI-BELKAOUI, 1992). Em adição, o valor adicionado é o resultado da eficiência pelo uso produtivo dos recursos da empresa antes de sua distribuição entre acionistas, financiadores, trabalhadores e o governo. Assim, enquanto o lucro é o retorno final ganho pelos acionistas, o valor adicionado é o retorno total ganho pelos *stakeholders* (trabalhadores, fornecedores de capital, e o governo) (RIAHI-BELKAOUI, 1992).

A Produtividade Total dos Fatores (PTF) é uma medida diretamente associada à eficiência de uma empresa (GAITAN; HERRERA-ECHEVERRI; PABLO, 2018).

Segundo Kim (2006), o desempenho da produtividade de uma empresa pode ser um bom indicador de investimento eficiente para vários *stakeholders* quando de um determinante do crescimento futuro a longo prazo. A análise da relação entre a produtividade total dos fatores e a governança corporativa, de fato, apresenta uma visão de como a governança corporativa ideal dentro de uma empresa pode aumentar a eficiência independentemente das políticas de negócios do país, que afetam

exogenamente todas as empresas situadas no país (GAITAN; HERRERA-ECHEVERRI; PABLO, 2018).

Em adição, sob a ótica das teorias de crescimento endógeno de Romer (1986) e Lucas (1988) as empresas e os indivíduos devem investir no desenvolvimento da tecnologia e na acumulação do capital humano e não apenas em capital físico, uma vez que, para eles o crescimento econômico surge também pelo desenvolvimento do conhecimento e acumulação de capital humano. Estes autores constituem uma relação direta entre o conhecimento e o crescimento econômico (BALEIRAS, 2011).

No âmbito dos modelos de crescimento endógeno, Baleiras (2011) refere que o conhecimento é crucial para se obter mais produtividade dos fatores de produção, trabalho e capital físico. O poder e o conhecimento decorrente da assimetria informacional faz com que o acionista principal tome decisões sobre os investimentos em pesquisa e desenvolvimento essencial aos fatores produtivos. Em adição, Santos (2008) afirma que a PTF é um indicador que possibilita a visão do progresso tecnológico e dos demais recursos que propiciam e determinam o crescimento econômico.

Nesta linha, a PTF é definida como uma variação na produção que não pode ser atribuída às variações nos insumos (VAN BEVEREN, 2012). A PTF é a medida do aumento do produto, que não é explicado somente pelo aumento dos fatores de produção (capital e trabalho) na mensuração do crescimento econômico (STEINGRABER, 2009). Nesse ínterim, o tomador de decisão (acionista principal ou gestor) aloca diferentes insumos, organiza a produção e toma decisões de investimento que são fatores observáveis. Ou seja, a PTF é um vetor de esforços que afeta a produtividade geral ingressando, mais precisamente, na função de produção como um fator multiplicativo. Logo, é determinada via derivação da função de produção *Cobb-Douglas* com duas entradas de fatores, sendo descrita conforme a Equação (6) que se segue (MNASRI; ELLOUZE, 2015; ABID; FOURATI, 2009):

$$Y_{it} = K_{it}^{\beta_K} L_{it}^{\beta_L} A_{it}$$

Equação (6)

Onde:

Y_{it} = valor adicionado (definido como vendas totais menos os insumos adquiridos de terceiros);

K_{it} = custo da entrada de capital (definido como ativos tangíveis);

L_{it} = despesas de pessoal; e

A_{it} = medida da PTF para a empresa i no ano t .

Produção da empresa i no tempo t será $Y_{it} = K_{it}^{\beta_K} L_{it}^{\beta_L} A_{it}$ e para esta produção ela terá despesas com capital (custo do capital com juros, por exemplo) e mão-de-obra que serão os salários pagos. Com isso, $p \cdot Y_{it} = r \cdot K_{it} + w \cdot L_{it}$. Empresas que procuram maximizar seus lucros vendendo mais ou minimizando custos pagarão salários e juros de acordo com as produtividades marginais da mão-de-obra e do capital, respectivamente, tal que:

$$PMg_K = r/p$$

e

$$PMg_L = w/p$$

Em seguida, tem-se a função de produção log-linear. Como o valor adicionado (Y_{it}) pode ter um componente estocástico, adiciona-se um termo de erro, ε_{it} , conforme evidenciado na Equação (7) que se segue:

$$\ln(Y_{it}) = \beta_K \ln(K_{it}) + \beta_L \ln(L_{it}) + \ln(A_{it}) + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação (7)}$$

Onde:

Y_{it} = valor adicionado (definido como vendas totais menos os insumos adquiridos de terceiros);

K_{it} = custo da entrada de capital (definido como ativos tangíveis);

L_{it} = despesas de pessoal; e

A_{it} = medida da PTF para a empresa i no ano t .

A interpretação da PTF tem relação com a presença de progresso tecnológico. Porém, outros fatores explicam a presença do diferencial no produto, tais como: mudanças organizacionais, ganhos de escala, abertura comercial, estrutura de propriedade e controle da empresa, inovação, entre outros (STEINGRABER, 2009). Assim, é possível considerar a PTF (A_{it}) em função da estrutura de propriedade e controle da empresa e substituir na Equação (8) que se segue:

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 K_{it} + \beta_2 L_{it} + \beta_3 (\text{estrutura de propriedade e controle})_{it} + \varepsilon_{it}, \quad \text{Equação (8)}$$

Onde:

Y_{it} = valor adicionado (definido como vendas totais menos os insumos adquiridos de terceiros);

K_{it} = custo da entrada de capital (definido como ativos tangíveis);

L_{it} = despesas de pessoal; e

A_{it} = medida da PTF para a empresa i no ano t .

A partir da discussão sobre a PTF e o modelo teórico, alguns estudos se propuseram a analisar o impacto da estrutura de propriedade e controle sobre o valor adicionado da empresa (BANNISTER; RIAHI-BELKAOUI, 1991; RIAHI-BELKAOUI; PICUR, 1994; GÓRRIZ; FUMÁS, 1996; SU; HE, 2012; MACHADO; MACEDO; MACHADO, 2015; MNASRI; ELLOUZE, 2015; JIN; ZHAO; KUMBHAKAR, 2018).

Bannister e Riahi-Belkaoui (1991), por exemplo, encontraram uma relação positiva entre a concentração acionária e a produtividade – o que indica a importância que um grupo constituído de acionistas principais tem para a eficiência de uma empresa. Aqueles autores confirmam que, além de um efeito direto, os acionistas principais detêm efeito indireto sobre a produtividade, influenciando a estratégia de diversificação de uma empresa e investimento em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D). A estratégia mediou parcialmente a relação entre a concentração de propriedade e a produtividade. As relações mediadoras sustentam a alegação de que os acionistas principais fazem uso de uma ameaça implícita ou explícita para levar determinada questão a votação ou vender suas ações como um meio de influenciar o

desenvolvimento estratégico de uma empresa do modo que acharem apropriado (BANNISTER; RIAHI-BELKAOUI, 1991). Entretanto, uma relação negativa foi observada para as participações acionárias da gestão (BANNISTER; RIAHI-BELKAOUI, 1991).

Su e He (2012) afirmam que a relação entre a concentração de propriedade e a eficiência da empresa é uma questão empírica complexa. Tal relação assume uma forma de U, mas não invertida. Contrapondo a hipótese de entrincheiramento, à medida que a concentração de propriedade e controle se aproxima de 100%, o efeito de *tunneling* diminui e a relação entre a concentração de propriedade e a eficiência da empresa se torna positiva novamente (SU; HE, 2012). O estudo em questão concluiu que a eficiência da empresa está negativamente relacionada à identidade governamental, enquanto positivamente relacionada à identidade das ações do público e dos funcionários.

As evidências empíricas encontradas nos estudos de Machado, Macedo e Machado (2015) sugerem que a DVA possui conteúdo informacional relevante, pois logrou explicar a variação no preço das ações das empresas pesquisadas. Para tanto, foi analisada a relação entre o preço das ações e a DVA, adotando como *proxy* a Riqueza Criada por Ação (RCPA), no período 2005-2011, das empresas não financeiras de capital aberto. Assim, no estudo em questão, a relação entre a RCPA e o preço das ações mostrou-se significativa, mesmo depois da inclusão das variáveis de controle.

Riahi-Belkaoui e Picur (1994) realizaram um estudo onde investigaram a capacidade incremental do valor adicionado em relação ao lucro para explicar o retorno das ações. Para tanto, coletaram os dados de todas as companhias com ações negociadas na bolsa de valores de Nova Iorque que possuíam os dados necessários para determinação do valor adicionado no banco de dados COMPUSTAT no período 1979-1983, logrando, assim, um total de 2398 observações. Após, desenvolveram três modelos em que o retorno da ação era a variável dependente e, como variável independente, respectivamente, a variação de lucros, a variação de valor adicionado e a variação de lucros e de valor adicionado. Os resultados confirmaram que as variações de lucros são estatisticamente relacionadas com o retorno das ações, a um nível de significância de 95%, com coeficiente R^2 de 0,035, estando coerentes com as evidências apresentadas por Lev (1989). Além disso, o estudo em questão também demonstrou associação estatisticamente significativa a 99% entre o retorno das ações

e a variação de valor adicionado, sendo que o coeficiente R^2 encontrado nessa regressão foi de 0,066 – maior que o coeficiente encontrado na regressão da variação de lucros: 0,035. Ao regredir o retorno das ações sobre a variação do lucro e do valor adicionado, o coeficiente do lucro mostrou-se não relevante, mesmo a um nível de significância de 90%. Já o coeficiente o valor adicionado mostrou-se estatisticamente significativo a 99%. Aqueles autores finalizam seu estudo afirmando que a informação contábil do valor adicionado apresenta importante poder explicativo em relação ao preço ou retorno das ações.

A pesquisa de Jin, Zhao e Kumbhakar (2018) explorou a ligação entre restrições financeiras e produtividade no nível da empresa fazendo uso de dados das empresas chinesas do setor de manufatura. Aqueles autores apontaram que a relação entre restrições financeiras e produtividade é uma forma de U invertida – o que sugere que a produtividade no nível da empresa é menor para as empresas com menos e com mais restrições. Nesse ínterim, a produtividade aumenta com restrições financeiras para as empresas com restrições moderadas, ao passo que as restrições financeiras maiores que um limite (quando a produtividade é maximizada) tem diminuição constatada.

Em geral, as restrições financeiras geram ganho de produtividade – 21% no curto prazo e 36% no longo prazo – após o controle de características específicas da empresa. Para empresas estatais ou investidas pelo Estado, que normalmente não têm ou menos restrições financeiras, o efeito marginal das restrições financeiras à produtividade é positivo (JIN; ZHAO; KUMBHAKAR, 2018). Portanto, a produtividade aumenta com o investimento em P&D e diminui com o patrimônio do Estado (JIN, ZHAO; KUMBHAKAR, 2018).

Janang, Suhaimi e Salamudin (2015) examinaram o impacto da concentração e a estrutura de propriedade na eficiência produtiva da empresa. Um modelo de fronteira estocástica com efeitos de ineficiência foi ajustado a um conjunto de dados de painel desequilibrado de 31 empresas vinculadas ao governo (GLC`s) listadas na Bolsa de Valores da Malásia (Bursa Malaysia) por um período de 12 anos (2001-2012). As variáveis de propriedade no modelo de ineficiência foram representadas pelos itens concentração de propriedade, propriedade do governo e propriedade gerencial. O coeficiente de propriedade do governo foi negativamente diminuto, mas muito significativo, fornecendo evidências de que a propriedade do governo tende a reduzir

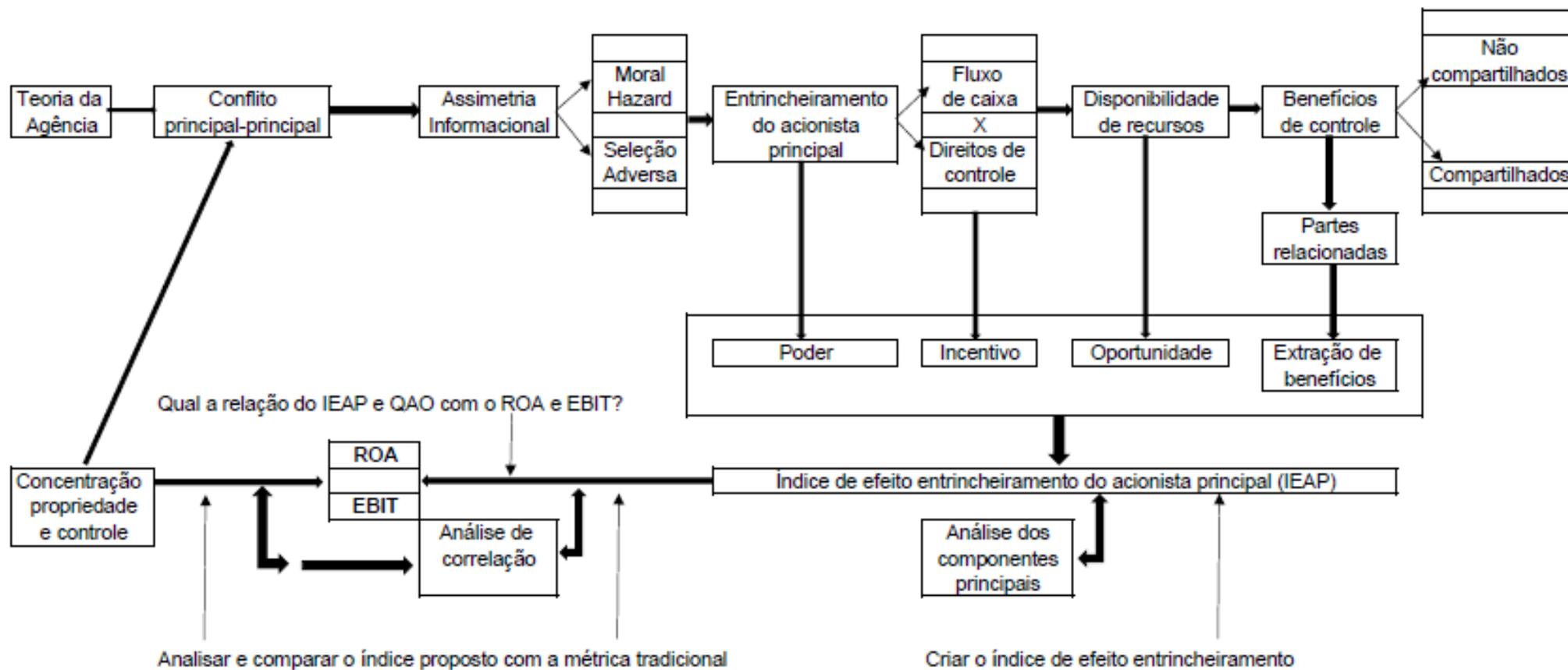
a ineficiência (aumentar a eficiência) ao longo do tempo. Ambos os coeficientes, para a concentração de propriedade e propriedade do conselho, ofertaram resultados insignificantes, mas positivos, indicando que uma maior concentração acionária e participação acionária do conselho entre as GLC`s têm efeito positivo na ineficiência (ou efeito negativo na eficiência) ao longo do tempo.

Mnasri e Ellouze (2015) evidenciaram que a concentração de um bloco de controle leva a maiores investimentos na empresa que apresenta melhor desempenho de produtividade a longo prazo.

Outros estudos, como, por exemplo, Sakai e Asaoka (2003) apontaram que a presença de detentores de blocos contribui significativamente para o crescimento da produtividade. Do mesmo modo, Koke e Renneboog (2005) descobriram que em empresas de baixo desempenho no Reino Unido, a presença de fortes detentores de blocos externos leva a aumentos substanciais na produtividade. Por isso, aqueles autores apresentaram a hipótese que a concentração de propriedade está positivamente relacionada à PTF (MNASRI; ELLOUZE, 2015).

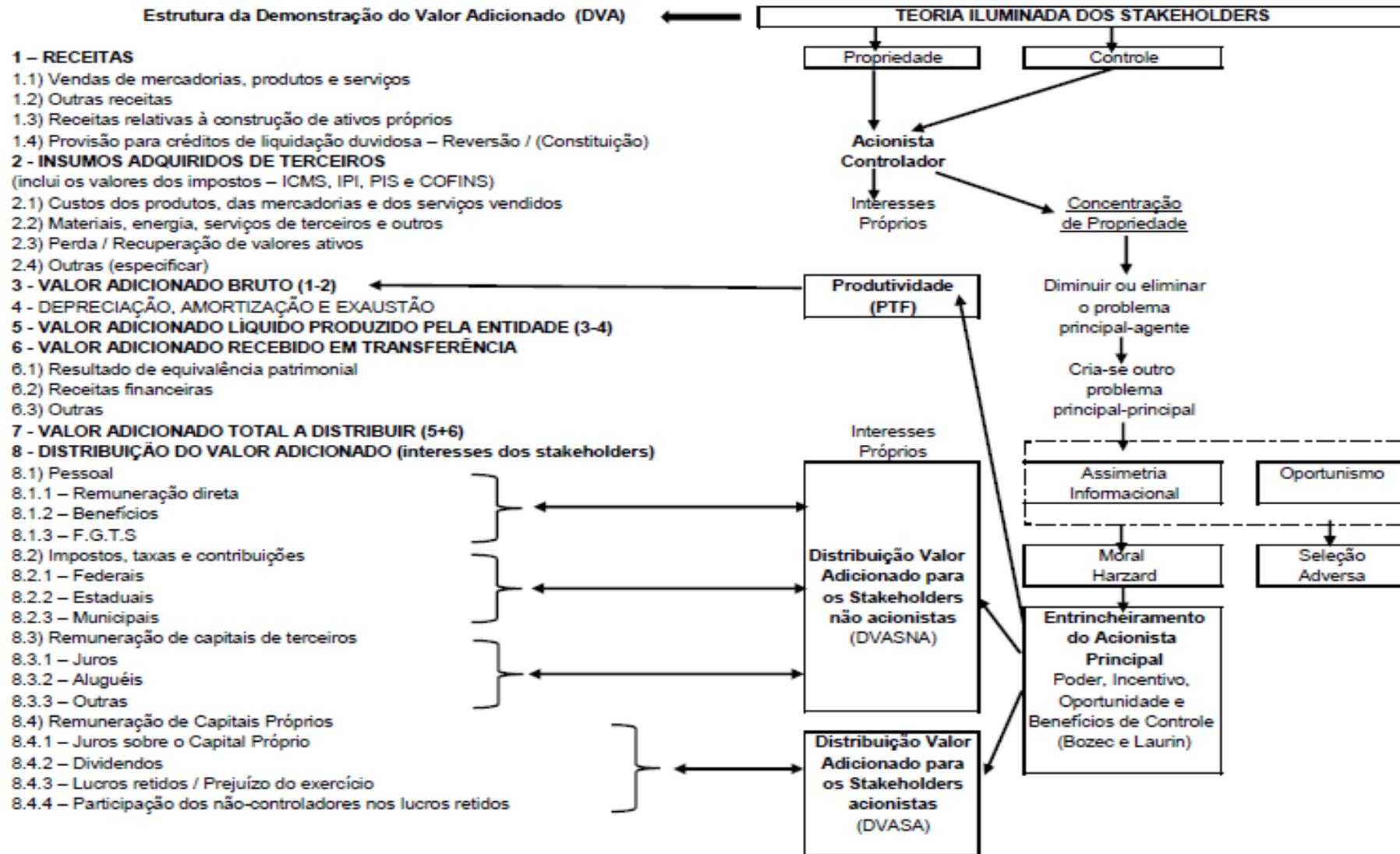
Em suma, espera-se que blocos de controle sejam associados a uma melhor produtividade (MNASRI; ELLOUZE, 2015) – resultado consistente com evidências anteriores, onde os *blockholders* monitoram o gerenciamento e influenciam a política corporativa. Assim, os acionistas controladores são capazes de impor a meta de melhoria da produtividade sobre a gestão (SHLEIFER; VISHNY, 1986; CLAESSENS *et al.*, 2002; KOKE; RENNEBOOG, 2005).

Figura 5 – Primeira parte da estrutura da pesquisa - criação do índice de efeito entrincheiramento do acionista principal (IEAP)



Fonte: Elaboração própria

Figura 6 – Segunda parte da estrutura da pesquisa – relação entre IEAP e valor adicionado gerado e distribuído aos stakeholders



3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Desta forma, para atingir os objetivos fundamentais e responder o problema de pesquisa este tópico será apresentado da seguinte forma: o posicionamento epistemológico, o delineamento da pesquisa, a população e amostra, as hipóteses, a definição e métricas das variáveis utilizadas na pesquisa. Foi utilizada a metodologia ACP para o cálculo da variável explicativa IEAP, em seguida a variável IEAP foi testada (análise de correlação) com as variáveis ROA e QAO (conforme figura 5, p. 93), depois a elaboração dos modelos para análise da relação entre IEAP e a distribuição de valor adicionado gerado e distribuído aos stakeholders (conforme figura 6, p. 94).

3.1 POSICIONAMENTO EPISTEMOLÓGICO E DELINEAMENTO DA PESQUISA

Em relação ao posicionamento epistemológico, a tese posiciona-se no pressuposto do objetivismo, com abordagem no positivismo (BURRELL; MORGAN, 1979). A abordagem epistemológica positiva procura encontrar regularidades e relações causais de um fenômeno, de um objeto de estudo e procura desenvolver hipóteses e testá-las conforme destacado no estudo de Burrell e Morgan (1979). É nomotético, cuja abordagem enfatiza a importância de basear a pesquisa em protocolo sistemático e em técnica, focaliza o processo de testar hipótese(s) e está preocupada com a construção de testes científicos e no uso de técnicas quantitativas para a análise de dados. (BURRELL; MORGAN, 1979).

O delineamento do estudo está estruturado quanto ao campo da ciência, a finalidade, ao objetivo, a natureza, aos procedimentos da pesquisa e origem dos dados, a abrangência temporal e espacial e a abordagem do problema. Esse delineamento do estudo é essencial pois, ajuda o pesquisador a verificar qual o tipo de procedimentos metodológicos deve-se utilizar e, também, a possibilidade de readequar os objetivos e as hipóteses (FARIAS FILHO; ARRUDA FILHO, 2013).

A pesquisa está inserida em um campo da ciência interdisciplinar. Ela utiliza-se de conhecimentos das disciplinas de governança corporativa, estratégia, contabilidade e finanças. A governança corporativa ajuda os pesquisadores a entender os principais conceitos relacionados com a estrutura de propriedade e controle concentrada, especificamente o efeito entrenchamento. A estratégia aborda a criação e

distribuição de valor para os stakeholders enquanto a contabilidade e finanças propõe métricas tangíveis de verificar a distribuição de valor para os stakeholders por meio da Demonstração do Valor Adicionado (DVA). Dessa forma, todas as quatro disciplinas terão suporte da Teoria dos Stakeholders (TS). Portanto, fazendo uma integração e promovendo a interdisciplinaridade na pesquisa.

O objetivo da pesquisa pretende cumprir duas finalidades fundamentais: a) produzir conhecimento e contribuir para as teorias existentes (pesquisa básica); e b) solucionar problemas de ordem prática (pesquisa aplicada) (SAMPIERI, COLLADO e LUCIO, 2006). Assim, a pesquisa básica oferece elementos para a construção e desenvolvimento da “teoria da agência dos stakeholders”, efeito entrenchamento e distribuição de valor para os stakeholders. A pesquisa aplicada contribui com elementos para a estrutura de propriedade e controle concentrada, efeito entrenchamento e distribuição de valor, estabelecendo as relações orientadas pela literatura pertinente.

Quanto aos objetivos, o estudo caracteriza-se como pesquisa descritiva. Este tipo de pesquisa procura descrever as características de determinada população ou fenômeno, ou o estabelecimento de relações entre duas ou mais variáveis ou conceitos. A pesquisa descritiva também se refere a uma questão ou hipótese na qual o pesquisador pergunta ou declara algo a respeito de tamanho, forma, distribuição ou existência de uma variável (COOPER; SCHINDLER, 2003). Assim, segundo Hair Jr. *et al.* (2010) os planos de pesquisa descritiva em geral são estruturados e especificamente criados para medir as características descritas em uma questão de pesquisa. Portanto, neste estudo foi proposto investigar a relação entre as variáveis de valor adicionado gerado e distribuído aos stakeholders não acionistas e acionistas e a variável índice de efeito entrenchamento do acionista principal embasados na teoria da agência dos stakeholders, teoria da produtividade dos fatores totais e teoria dos stakeholders.

Em relação a natureza a pesquisa está caracterizada como quantitativa, ou seja, pretende delimitar a informação, medir com precisão as variáveis do estudo e ter foco (SAMPIERI, COLLADO E LUCIO, 2006). Devido ao problema de pesquisa, foi utilizada a metodologia quantitativa, pois se caracteriza pelo emprego de instrumentos estatísticos, tanto na coleta quanto no tratamento dos dados, uma vez que os dados levantados são passíveis de serem quantificados. Portanto, nesta pesquisa foram usadas medidas de estatísticas descritivas, análise dos componentes principais para

construir a proxy “efeito entrincheiramento” e regressão linear múltipla com os dados em *pooled*.

Quanto aos procedimentos da pesquisa e origem dos dados este estudo caracteriza-se como documental. Pesquisas documentais valem-se de materiais não editados, ou que ainda não receberam um tratamento analítico, ou ainda, que podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa, tais como relatórios, avaliações, entre outros (FARIAS FILHO; ARRUDA FILHO, 2013). Logo a pesquisa utiliza-se como origem dos dados a Demonstração do Valor Adicionado (DVA) e o Formulário de Referência (FR) das empresas, os relatórios anuais das empresas do objeto de estudo, no período entre 20011 a 2018.

O Formulário de Referência (FR) foi exigido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio da Instrução Normativos CVM 480/2009. Esse formulário se apresenta como mais um instrumento de divulgação da informação contábil e sua estrutura é baseada principalmente em textos narrativos, não se limitando a informações contábeis e indicadores econômico-financeiros. Assim, o levantamento das informações sobre estrutura de propriedade e controle concentrada, mais especificamente o efeito entrincheiramento serão calculadas com base nas informações evidenciadas neste formulário (participações acionárias ordinárias e preferenciais do acionista principal e da empresa). Segundo Grob (2007), a concentração da propriedade e controle gera informação quantitativa sobre a propriedade da empresa, assim pode ser representada em percentual acionário ou quantidade de ações. Portanto, estes materiais apresentam características de fontes secundárias, já que não receberam tratamento analítico por parte do pesquisador.

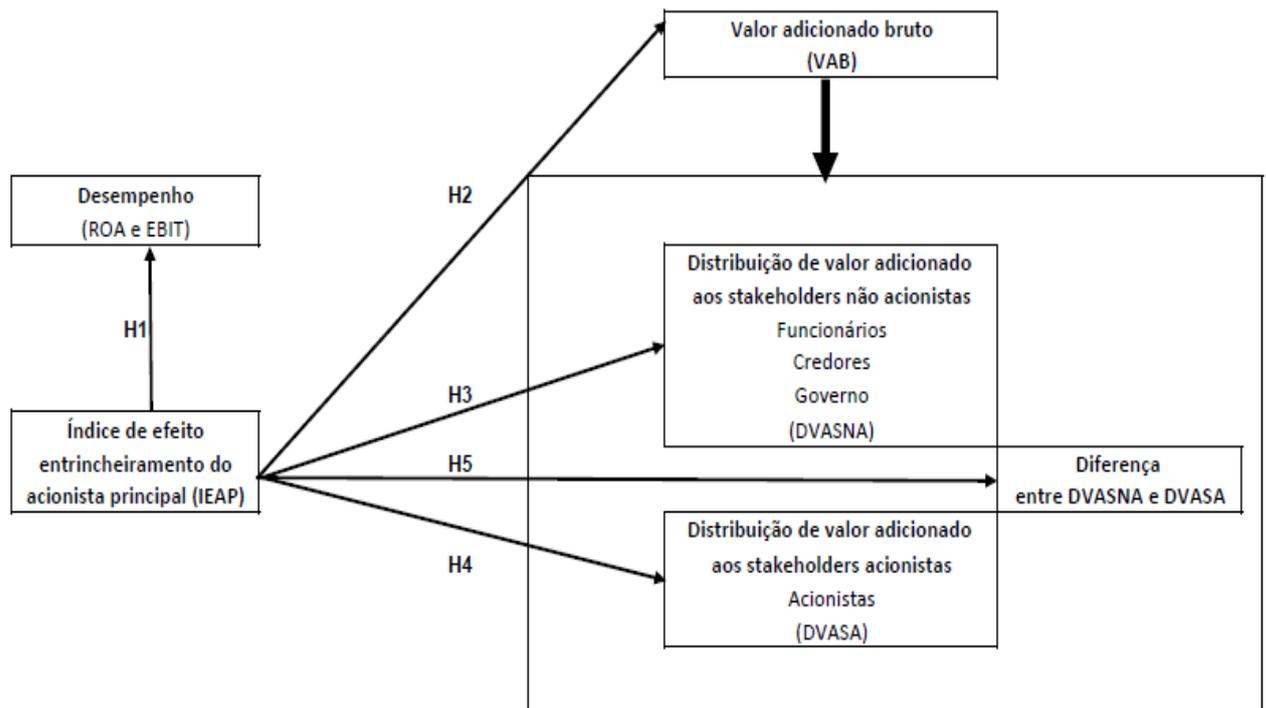
Por último, para gerar determinado conhecimento o método empregado nessa tese é o hipotético-dedutivo. Sampieri, Collado e Lucio (2006) explicam que o método hipotético-dedutivo considera as seguintes premissas: a) delineamos teorias e delas derivamos hipóteses; b) as hipóteses são submetidas à prova utilizando os modelos de pesquisa apropriados; c) se os resultados sustentam as hipóteses ou forem condizentes com elas, é obtida evidência em seu favor. Logo, se os resultados as refutam, são descartadas em busca de melhores explicações e hipóteses.

3.2 HIPÓTESES DA PESQUISA

As hipóteses revelam os objetivos e a questão de pesquisa – formulados para orientar as linhas em questão – e decorrem de uma teoria ou de uma ideia ou interesse de pesquisa a ser investigado. (HAIR Jr. *et al.*, 2010; SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2006). Desta forma, as hipóteses são suposições ou proposições que funcionam como tentativa de explicação de certos fatos ou fenômenos e que possibilitam explicações sobre a natureza de uma situação específica.

Neste estudo foram formuladas cinco hipóteses de pesquisas, apresentadas e relatadas a seguir (figura 7) que decorrem da teoria, ideia e interesse acadêmico. Assim, a presente pesquisa se deu sob a perspectiva da teoria da agência dos *stakeholders* (TAS) desenvolvida por Hill e Jones (1992), da proposta de Bozec e Laurin (2008) sobre a proposição de uma análise do efeito entrincheiramento do acionista principal a partir de um grupo de variáveis e do interesse acadêmico em investigar a relação entre efeito entrincheiramento do acionista principal e a distribuição de valor aos *stakeholders*.

Figura 7 – Hipóteses da pesquisa



Fonte: Elaboração própria

Morck (2000), Thomsen e Pedersen (2000) e Gedajlovic e Shapiro (2002) documentaram uma relação positiva entre concentração de propriedade e controle e desempenho da empresa. Aluchna e Kaminski (2017) corroboram a existência de uma associação negativa entre concentração de propriedade e desempenho e o ROA – o que é consistente com alguns estudos anteriores na Europa. Silanes e Shleifer (1999) mostraram que os baixos valores para as empresas estão relacionados com as estruturas de propriedades e controle concentradas.

Por outro lado, Ho, Kwangwoo e Andrew (2018) destacaram um ponto positivo do alto grau de concentração de controle. Os autores afirmam que uma maior divergência entre os direitos de fluxo de caixa e direitos de controle diminui sua propensão ao investimento excessivo, acarretando em diminuição das restrições financeiras da empresa.

Assim, o grau de concentração acionária do(s) acionista(s) principal(ais) tem sido determinante na gestão de uma empresa, uma vez que influencia o direcionamento de recursos (aplicações e distribuição) (BAÍA, 2010). O grau de concentração de propriedade e controle tem sido utilizado como uma métrica para verificar o impacto do efeito entrincheiramento do acionista principal sobre as métricas de desempenho. No entanto os estudos têm-se apresentados inconclusivos.

Dessa forma, as empresas estão expostas a um problema de entrincheiramento tem o poder de fazer uso da empresa na busca de seus próprios interesses, ao invés dos interesses dos acionistas minoritários (BOZEC; LAURIN, 2008). Esse entrincheiramento deve ser analisado a partir de um conjunto de elementos e com uma metodologia que possibilite agrupar estas informações formando um índice de efeito entrincheiramento do acionista principal.

Ammari, Bouteska, e Regaieg (2016) propõem calcular um índice de efeito entrincheiramento por meio da ACPNL combinando vários atributos do CEO, como propriedade, idade, posse e estrutura do conselho. Os autores investigaram a relação entre efeito entrincheiramento CEO e desempenho da empresa e concluíram que o gestor suficientemente entrincheirado procura implementar estratégias para melhorar a empresa.

Florackis e Ozkan (2009) destacaram a vantagem adicional do PCA. Segundo os autores a PCA produz pesos automaticamente para que a *proxy* de efeito entrincheiramento consiga explicar maior parte da variação no grupo de atributos e não requer a determinação “ex ante” dos pesos e também elimina a hipótese de que

todos os atributos contribuem igualmente para o *proxy* de efeito entrincheiramento (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; BEBCHUK; COHEN, 2005). Assim, a primeira hipótese da pesquisa foi:

H₁: Há uma viabilidade estatística e teórica para o índice proposto de efeito entrincheiramento do acionista principal (IEAP).

O tomador de decisão (acionista principal ou gestor) aloca diferentes insumos, organiza a produção e toma decisões de investimento que são fatores observáveis (MNASRI; ELLOUZE, 2015; ABID; FOURATI, 2009). Alguns estudos se propuseram a analisar o impacto da estrutura de propriedade e controle sobre o valor adicionado da empresa por meio da PTF (BANNISTER; RIAHI-BELKAOUI, 1991; RIAHI-BELKAOUI; PICUR, 1994; GÓRRIZ; FUMÁS, 1996; SU; HE, 2012; MACHADO; MACEDO; MACHADO, 2015; MNASRI; ELLOUZE, 2015; JIN; ZHAO; KUMBHAKAR, 2018;).

Bannister e Riahi-Belkaoui (1991), por exemplo, encontraram uma relação positiva, direta e indireta, entre a concentração acionária e a produtividade – o que indica a importância que um grupo constituído de acionistas principais tem para a eficiência de uma empresa.

As evidências empíricas encontradas nos estudos de Machado, Macedo e Machado (2015) sugerem que a DVA possui conteúdo informacional relevante, pois logrou explicar a variação no preço das ações das empresas pesquisadas.

Mnasri e Ellouze (2015) encontraram que a concentração de um bloco de controle leva a maiores investimentos na empresa que apresenta melhor desempenho de produtividade a longo prazo. Corroborando com o argumento anterior, Sakai e Asaoka (2003) apontaram que a presença de detentores de blocos contribui significativamente para o crescimento da produtividade.

Por último, Su e He (2012) afirmaram que a relação entre a concentração de propriedade e a eficiência da empresa é uma questão empírica complexa. Os autores contrapõem a hipótese de entrincheiramento, à medida que a concentração de propriedade e controle se aproxima de 100%, o efeito de *tunneling* diminui e a relação entre a concentração de propriedade e a eficiência da empresa se torna positiva novamente (SU; HE, 2012). Assim, a segunda hipótese de pesquisa foi:

H₂: Um aumento no índice de efeito entrenchamento do acionista principal (IEAP) aumenta o valor adicionado bruto da empresa (VAB).

Diante da importância da distribuição de valor aos *stakeholders* para o desempenho da empresa, faz necessário verificar como as estruturas de propriedade e controle concentrada da empresa pode impactar na distribuição ao grupo de stakeholders não acionistas (governo, credores e funcionários).

Neste sentido, todas as empresas devem gerir seu relacionamento com os *stakeholders* (HARRISON; FREEMAN; ABREU, 2015). Os *stakeholders* internos, por exemplo, funcionários e acionistas, têm condutas e atitudes diretamente associados ao maior desempenho financeiro da empresa (HANSEN *et al.*, 2011). Corroborando com essa afirmativa, Berman *et al.* (1999) evidenciam que a gestão de *stakeholders* faz parte da estratégia, finanças e contabilidade da empresa e seus estudos empíricos atestam que a gestão de stakeholders (por meio da geração e distribuição de valor) constitui-se em uma variável que influencia a performance financeira da empresa (BOAVENTURA; SILVA; BANDEIRA DE MELLO; 2012).

Os stakeholders funcionários e governos também desempenham importante papel na estrutura de propriedade e controle concentrada. No Brasil o estudo de Martins e Esteves (2015) comparou práticas salariais e de emprego de firmas estrangeiras e domésticas usando dados detalhados de trabalhadores das empresas. Para controlar as diferenças de trabalhadores não observadas, foram examinados tanto aquisições e alienações estrangeiras quanto a mobilidade dos trabalhadores incluindo a estimativa conjunta dos efeitos fixos da empresa e do trabalhador. Os autores descobriram que as mudanças na propriedade não tendem a afetar significativamente os salários (MARTINS; ESTEVES, 2015).

No entanto, a mão-de-obra tem o potencial de monitorar os acionistas controladores e a capacidade de penalizar desvios sem recorrer a sanções legais. A mão-de-obra tem acesso a informações privilegiadas sobre clientes e fornecedores e pode deter o acionista controlador, ameaçando reter serviços e, em alguns casos, por meio de sua posição no conselho de administração. Stiglitz (2015), por exemplo, sugere que os sindicatos têm tanto o potencial de monitoramento de baixo custo quanto um forte incentivo para monitorar. Assim, o trabalho também é motivado a tomar ações que protejam a sobrevivência a longo prazo da empresa.

O stakeholder governo, por exemplo é um dos principais demandantes do fluxo de caixa da empresa (MARTINEZ, 2017). Entretanto, os gestores e acionistas podem ter expectativas diferentes em relação ao uso do fluxo de caixa da empresa. Tal fato gera conflitos de interesses entre os stakeholders: acionistas principais, acionistas minoritários, gestores e governo (MARTINEZ, 2017).

O conflito entre acionistas principais e credores potencializado pelo excesso de controle é denominado *risk-shifting*. Este problema ocorre, pois, ao financiar seus investimentos com o capital de terceiros o controlador sente-se mais predisposto a investir em projetos de alto risco, uma vez que, em caso de sucesso, a empresa retém a parcela mais significativa dos ganhos, enquanto os possíveis prejuízos serão absorvidos pelos credores (JENSEN; MECKLING, 1976).

Como o objetivo de reduzir os conflitos existentes entre os stakeholders não acionistas propõem-se a terceira hipótese:

H3: Um aumento no índice de efeito entrincheiramento do acionista principal (IEAP), aumenta o valor adicionado distribuído ao grupo de stakeholders não acionista

A distribuição de valor para os stakeholders acionistas é composto basicamente por dividendos e lucros retidos. Assim, o grau de concentração acionaria pode influenciar os conflitos inerentes as políticas de dividendos. O acionista principal, ou seja, com a maior quantidade de ações ordinárias (direitos de voto) e com uma quantidade menos significativa de ações preferenciais (direitos de fluxo de caixa) teria menor interesse na distribuição de dividendos (LOPES; WALKER, 2008).

Empresas com maior concentração acionária oferecem maiores oportunidades para expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores, o que supõe que empresas com maior concentração das ações com direitos de voto tem menores pagamentos de dividendos, pois o acionista principal optará por pagar menores dividendos, podendo expropriar os acionistas minoritários (CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005).

Por outro lado, empresas com maiores concentrações das ações com direitos de fluxo de caixa tem um maior alinhamento de interesse entre acionistas principais e acionistas minoritários mediante maiores pagamentos de dividendos, o que poderia levar as empresas com maiores concentrações de direitos de fluxo de caixa a pagarem maiores dividendos (CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005).

Esta hipótese também pode ser vista sob a perspectiva de conflito de interesses entre os stakeholders acionistas e credores. O conflito de interesses entre os stakeholders acionistas e credores ocorre também pelo interesse dos acionistas em receberem sempre maiores dividendos, o que poderia ser entendido como expropriação da riqueza pelos investidores prejudicando a liquidez da empresa, e conseqüentemente, o direito dos credores. Para atenuar este conflito os credores podem exigir cláusulas que limitem o acesso dos acionistas ao fluxo de caixa da empresa e ao pagamento dos dividendos (JENSEN; MECKLING, 1976). Portanto, apresenta-se a quarta hipótese:

H4: Um aumento no índice de efeito entrincheiramento do acionista principal (IEAP), diminui o valor adicionado distribuído ao stakeholders acionistas

A distribuição de valor adicionado pode apresentar uma relação positiva com o desempenho da empresa. Sob este ponto de vista, Sarturi *et al.* (2016) argumenta que quando a empresa distribuiu valor para os seus *stakeholders* ela aumenta a disposição desses stakeholders de contribuir para os objetivos da empresa (SARTURI *et al.*, 2016). Por outro lado, também advertem que uma distribuição inadequada de valor, assim como uma distribuição injusta de valor pode sacrificar a rentabilidade da empresa e destruir valor (BOSSE; PHILLIPS; HARRISON, 2009, HARRISON; BOSSE, 2013, TANTALO; PRIEM, 2016).

Segundo a hipótese de expropriação os acionistas principais buscam maximizar os seus benefícios privados de controle as custas dos stakeholders acionistas minoritários (SHLEIFER; VISHNY, 1997; CLAESSENS *et al.*, 2002)

Caso ocorra uma distribuição maior para um grupo de *stakeholders* em relação a outro, pode prejudicar outras métricas de desempenho. Assim, a empresa tem o dever de coordenar os interesses dos *stakeholders* não acionistas e acionistas a fim de engajá-los e motivá-los a manter seu relacionamento com a empresa, pois sem eles a empresa não poderia sobreviver (BOAVENTURA; SILVA; BANDEIRA DE MELLO; 2012). Portanto, emerge a quinta hipótese:

H5: um aumento no índice de efeito entrincheiramento do acionista principal aumenta a diferença entre os *stakeholders* não acionistas e *stakeholders* acionistas.

3.3 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população investigada da presente pesquisa compreendeu de empresas listadas nos setores da B3 S/A (B3 – Brasil, Bolsa e Balcão – fusão entre a BM&FBOVESPA e a CETIP – Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos), Economática, Formulário de Referência e GetFDPDate¹ no período 2011-2018, sendo consultadas e coletadas em 20 de junho de 2019. No total foram coletadas 496 empresas, perfazendo cerca de 2600 observações durante o período mencionado. Por conseguinte, foram excluídas 1071 observações referentes a empresas com os ativos cancelados na Bovespa e CVM, empresas financeiras e seguros, uma vez que tais setores possuem características específicas - e empresas que apresentaram dados incompletos.

O presente estudo se baseou apenas na participação direta dos acionistas nas empresas analisadas com controle definido. Não foi objetivo trabalhar com blocos de controle. Buscou-se identificar para cada empresa o maior acionistas controlador tanto para o capital votante (ações ordinárias) como para o capital total (ações ordinárias somadas às ações preferenciais). Assim, a amostra final foi constituída por 130 empresas, totalizando cerca de 1529 observações no período, abrangendo os mais diversos setores, como procedido nas pesquisas de Valadares e Leal (2000), Leal, Silva e Valadares (2002) e Silveira *et al.* (2004).

Para as empresas que foram incluídas na seleção da amostra desta pesquisa, pode-se definir os seguintes critérios: a) cada empresa deve estar listada na B3 S/A; b) cada empresa deve ter dados da estrutura de propriedade e controle concentrada, distribuição de valor para os stakeholders (valores tangíveis) disponível no banco de dados da B3 S/A, relatórios de referência e DVA; c) excluir o segmento de serviços financeiros e seguradoras; d) cada empresa deve ter formulários de referência nos últimos 8 anos na B3 S/A e nos endereços eletrônicos das empresas.

3.4 DEFINIÇÃO E MÉTRICAS DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS NA PESQUISA

A fim de demonstrar a operacionalização da tese, no quadro 1, a seguir, têm-se os construtos em relação aos objetivos da pesquisa outrora evidenciado.

¹ Perlin, Marcelo and Kirch, Guilherme and Vancin, Daniel, Accessing Financial Reports and Corporate Events with GetDFPdata (February 22, 2018). Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3128252>, Acesso em: 8 mar. 2018

Quadro 1 – Variáveis, definições e métricas

(continua)

Variáveis	Definições	Métricas	Autores Essenciais
Concentração de controle ou grau de controle (CC)	O percentual de ações ordinárias que estão de posse (no poder) do acionista principal, representa os direitos de controle	Quantidade de ações ordinárias do acionista(s) principal(ais) em relação ao total de ações ordinárias da empresa (primeiro maior acionista na empresa analisada) (Fonte: formulário de referência)	La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999); Claessens <i>et al.</i> , (2002); Faccio e Lang (2002); Cronqvist e Nilsson (2003); Gugler, Ivanova e Zechner (2014)
Concentração de propriedade (CP)	Representa o direito de fluxo de caixa do acionista principal	% de ações preferenciais e ordinárias totais do acionista principal em relação as ações totais da empresa (primeiro maior acionista na empresa analisada)	La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), Claessens <i>et al.</i> , (2002), Faccio e Lang (2002), Cronqvist e Nilsson (2003)
Índice de efeito entrenchamento do acionista principal (IEAP)		Cálculo será via análise dos componentes principais (ACP)	Gomes da Silva, Cândido e Fátima Martins (2009); Fávero e Belfiore (2017);
Desproporcionalidade entre direitos de votos e direitos de fluxo de caixa (ExControl)	Representa o excesso de controle do acionista principal	Excesso de Controle (ExControl) = CC - CP	La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), Claessens <i>et al.</i> , (2002), Faccio e Lang (2002), Cronqvist e Nilsson (2003)
Quantidade de ações ordinárias (QAO)	Quantidade de ações ordinárias que estão de posse (no poder) do acionista principal, representa os direitos de controle	Quantidade de ações ordinárias do acionista(s) principal(ais) (primeiro maior acionista na empresa analisada). (Fonte: formulário de referência)	La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999); Claessens <i>et al.</i> , (2002); Faccio e Lang (2002); Cronqvist e Nilsson (2003); Gugler, Ivanova e Zechner (2014)

(continua)

Transações com partes relacionadas (Tunneling e Propping)	Representa a transferência de recursos (saídas ou entradas) para empresas ou indivíduos relacionados	Foram extraídas através do formulário de referência item 15. Os valores foram considerados integralmente em reais (R\$)	Tai, Liu e Jian (2007); Berkman, Cole e Fu (2009); Cheung <i>et al.</i> , (2009)
Fluxo de caixa livre (FCL)	Fluxo de caixa livre indica o montante que pode ser revertido para os outros <i>stakeholders</i> .	Fluxo de Caixa de Livre: $FCL = (LL - GC + Deprec - IAF)$ <i>Em que:</i> <i>LL = Lucro Líquido</i> <i>GC = Investimento em Capital de Giro</i> <i>Deprec = Depreciações e Amortizações</i> <i>IAF = Investimento em Ativo Fixo</i> (Via demonstrativos contábeis e Econômica)	Baia (2010)
Desempenho da Empresa (ROA e EBIT)	As duas variáveis representam o desempenho financeiro da empresa	Mensuradas através da relação entre o lucro líquido e o ativo total (ROA) O EBIT foi extraído da econômica	Merino, Manzaneque e Ramírez (2018); Bozec e Laurin (2008)
Valor Adicionado Bruto (VAB)	Representa a geração de valor para a empresa e para os <i>stakeholders</i> não acionistas e acionistas	Extraídos da DVA	Merino, Manzaneque e Ramírez (2018)
Distribuição de valor adicionado para os <i>stakeholders</i> não acionistas (DVASNA)	Representa o valor distribuído para os funcionários, governos e credores	Extraídos da DVA	Merino, Manzaneque e Ramírez (2018)

(conclusão)

Distribuição de valor adicionado para os stakeholders acionistas (DVASA)	Representa o valor distribuído para os acionistas	Extraídos da DVA	Merino, Manzanque e Ramírez (2018)
Diferença entre o valor adicionado distribuído para os stakeholders não acionistas (DVASNA) e valor adicionado distribuído para os stakeholders acionistas (DVASA)	Representa um possível grau de desigualdade entre os grupos de stakeholders acionistas e não acionistas além disso, pode indicar expropriação do acionista minoritário se ocorrer uma relação semelhante com a distribuição de valor adicionado aos stakeholders acionistas	$DIF = DVASNA - DVASA$	Merino, Manzanque e Ramírez (2018)
Investimentos (CAPEX)	Representa os investimentos em bens de capital	Extraídos da Económica	Crisóstomo e Brandão (2018)
Ativo total (LogAtivoTot)	Representa o tamanho da empresa	Extraídos da Económica	Crisóstomo e Brandão (2018)
Alavancagem (Endiv)	Representa o endividamento total da empresa em relação ao seu tamanho	Extraídos da Económica	Crisóstomo e Brandão (2018)

3.5 CÁLCULO DA VARIÁVEL EXPLICATIVA – ÍNDICE DE EFEITO ENTRINCHEIRAMENTO DO ACIONISTA PRINCIPAL (IEAP)

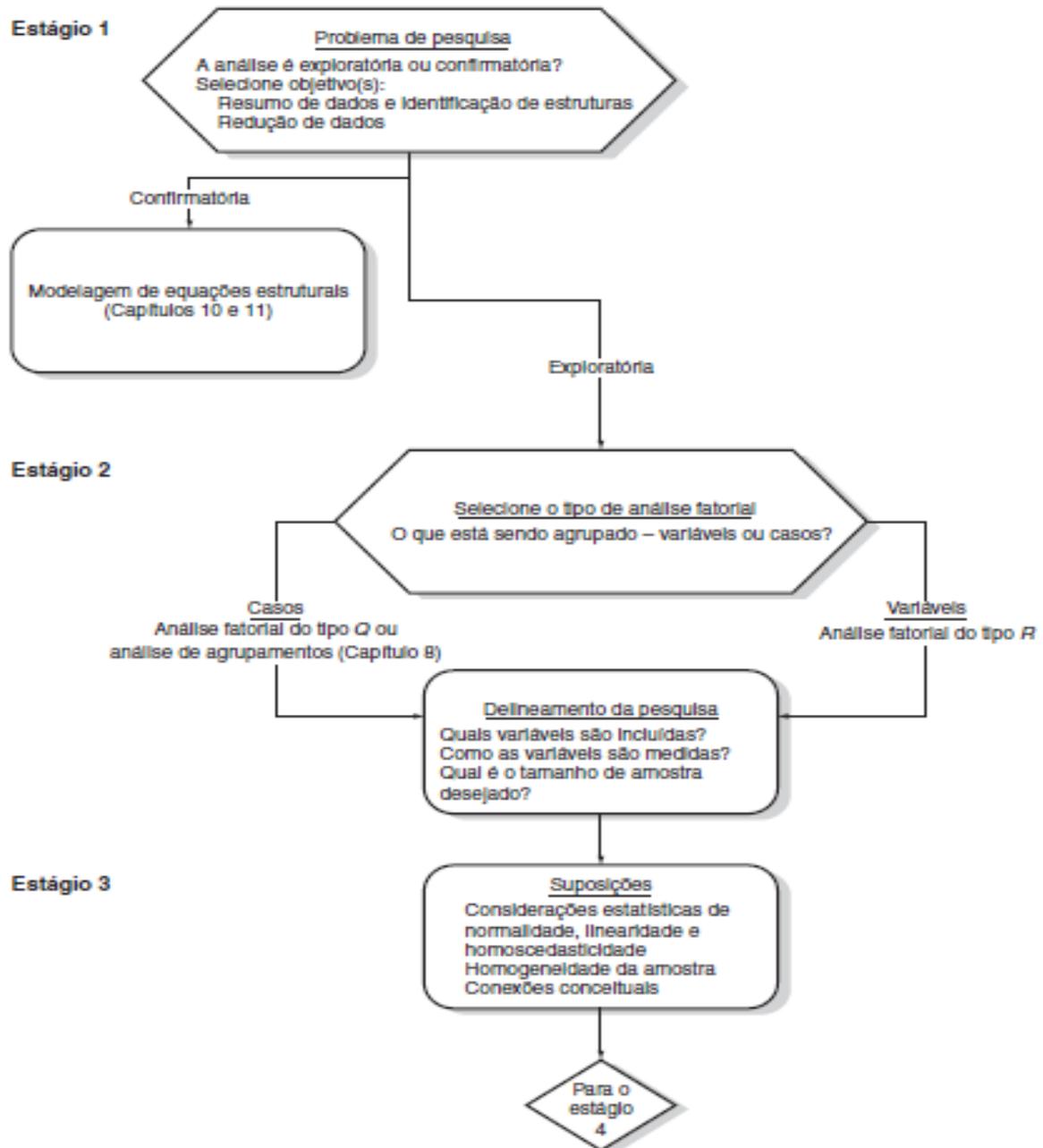
A análise fatorial por componentes principais permite que a partir de um conjunto de variáveis originais correlacionadas entre si seja determinado outro conjunto de variáveis (fatores) resultantes da combinação linear do primeiro conjunto (FÁVERO; BELFIORE, 2017).

De acordo com Maroco (2007), a análise fatorial (AF) é uma técnica de análise exploratória de dados que tem por objetivo descobrir e analisar a estrutura de um conjunto de variáveis inter-relacionadas. Em adição, o autor destaca que o objetivo essencial da AF é atribuir um escore (quantificação) a constructos, ou fatores, que não são diretamente observáveis.

Entre os objetivos (redução estrutural; validação de constructos e posterior uso em técnicas multivariadas confirmatórias) da análise fatorial por componentes principais, doravante análise dos componentes principais (ACP), destaca-se a formação de *rankings* por meio da criação de indicadores a partir do(s) fator(es) (FÁVERO; BELFIORE, 2017). Tais fatores são compostos ou explicados pela incorporação de diversas variáveis (variáveis latentes), ou seja, é o resultado do relacionamento linear entre as variáveis e explica uma parte da variação das variáveis originais (CORRAR; PAULO; FILHO, 2007). Os fatores observados podem ser utilizados para a formação de índices e possíveis *rankings* (GOMES DA SILVA; *et al*, 2009; FÁVERO; BELFIORE, 2017).

Dessa forma, a análise dos componentes principais (ACP) é utilizada em diversos campos de conhecimento, como: *marketing*, economia, estratégia, finanças, contabilidade, atuária, psicologia, medicina, entre outros. Na presente pesquisa, a proposta de criar um índice de efeito entrincheiramento do acionista principal caminha de forma paralela à formação de um ranking apresentado por Fávero e Belfiore (2017). Para criar o índice proposto optou-se por seguir os estágios do diagrama de decisão da análise fatorial (figuras 8 e 9) para a preparação da base de dados até a formação do índice de efeito entrincheiramento do acionista principal (IEAP) com base em Hair Jr. *et al.* (2019, p.128). No primeiro estágio foram ajustados alguns pontos referentes aos objetivos da análise fatorial.

Figura 8 – Diagrama de decisão da análise fatorial 1



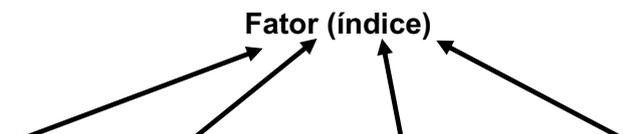
Fonte: Hair Jr. (2019, p 128)

O primeiro ponto do estágio 1 foi o resumo dos dados. De acordo com Hair Jr. (2019, p. 130) “o pesquisador pode ver o conjunto de variáveis em diversos níveis de generalização, variando do nível mais detalhado (variáveis individuais) até o nível mais generalizado (a representação coletiva de um conceito)”.

De acordo com Hair Jr. *et al.* (2019, p.130), em muitos outros casos os pesquisadores “podem querer encontrar e interpretar as dimensões para fins gerenciais ou até mesmo utilizar o procedimento para auxiliar no desenvolvimento de medidas. Assim, os pesquisadores podem examinar cada dimensão e "ajustar" as variáveis incluídas nessa dimensão para serem mais interpretáveis e úteis em um ambiente gerencial”. Portanto, o foco principal da utilização da análise dos componentes principais (ACP), nesta tese, não consistiu na redução de variáveis, mas a formação de pesos (parâmetros) e a compreensão e interpretação das possíveis variáveis que formam o efeito entrincheiramento com base nos estudos de Bozec e Laurin (2008) e Su, Yang, Yang (2010)

O segundo ponto do estágio 1 referiu-se a especificação da unidade de análise. Assim, a matriz de correlação foi, então, construída com base na análise *R-mode factor analysis* - utilizada quando o pesquisador busca identificar estruturas subjacentes perceptíveis apenas na construção de relacionamentos entre diversas variáveis (conforme quadro 2). A análise foi elaborada sob um *pooled* dos dados no período de 2011 a 2018.

Quadro 2 – *R-mode factor analysis*



Empresas	QAO (poder)	ExControl (incentivo)	FCL (oportunidade)	TPR (benefícios)
E1				
E2				
E3				
E4				
.....				
.....				
En				

Fonte: Elaboração própria adaptado de Corrar, Paulo e Filho (2007)

O segundo estágio consistiu no planejamento da análise fatorial. Foram verificados o tamanho da amostra e escolha das variáveis. O tamanho da amostra atendeu os critérios aceitáveis de 20 observações para cada variável. As variáveis foram classificadas como quantitativas e contínuas, sem qualquer variável dicotômica.

O terceiro estágio consistiu nas suposições da análise fatorial. De acordo com Hair Jr. (2019, p. 135) “apenas a normalidade é necessária se um teste estatístico é aplicado para a significância dos fatores, mas esses testes raramente são usados. Na verdade, um pouco de multicolinearidade é desejável, pois o objetivo é identificar grupos de variáveis inter-relacionadas”. Dessa forma, os *outliers* foram excluídos utilizando o Z-score com dois desvios padrões (ver apêndice A). O teste de normalidade e a matriz de correlação estão destacados nos apêndices B; C e D respectivamente.

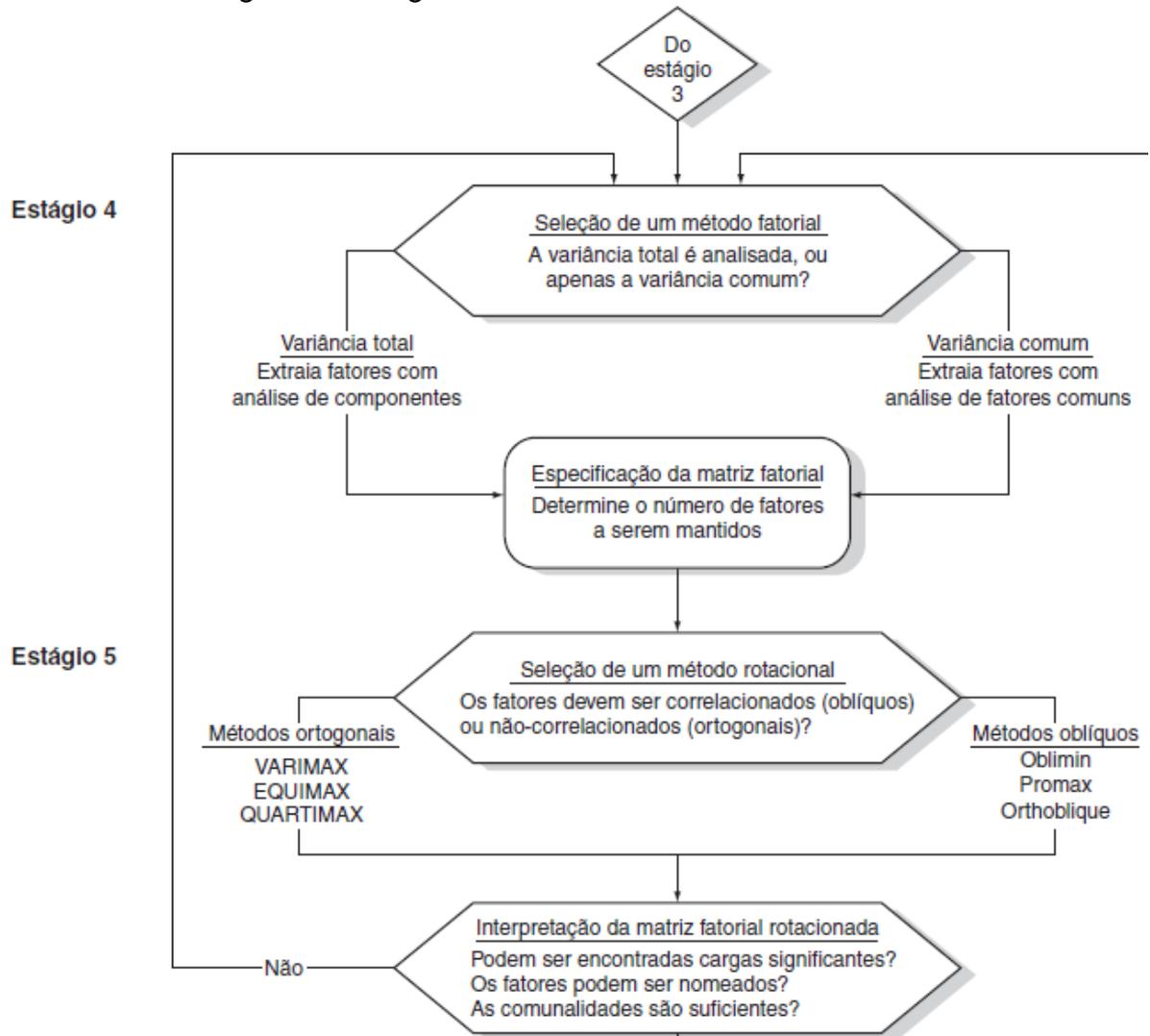
A criação uma matriz de correlação linear de *Pearson* que permitiu compreender como um grupo de variáveis pode inter-relacionar-se para formar um conceito geral (HAIR Jr. *et al.*, 2019). O teste de esfericidade de *Bartlett* (TSB) fornece a significância estatística de que a matriz de correlação tem correlações significantes entre, pelo menos, algumas das variáveis, este procedimento encontra-se em estágios posteriores. Associado aos testes estatísticos, a fundamentação teórica necessária para embasar a suposição de que existe uma estrutura para a realização da análise fatorial seja realizada encontra-se no estudos de Bozec e Laurin (2008) e Su, Yang, Yang (2010)

O quarto estágio consistiu na determinação dos fatores e avaliação do ajuste do modelo. Assim, optou-se por trabalhar com o modelo ACP que será empregado na sua forma clássica (CORRAR; PAULO; FILHO, 2007; HAIR Jr., *et al.*, 2019). A solução do modelo é dada pela decomposição da matriz de covariância (ou correlação) em seus autovalores e autovetores. O índice de efeito entrincheiramento do acionista principal (IEAP) será identificado através dos componentes principais ($C_1; C_2...C_n$), pois esta é a combinação linear das variáveis (X_1, \dots, X_p) representadas pelas variáveis observadas (CC; ExControl; FCL; TPR) sobre n empresas ($E_1; E_2 \dots E_n$) (conforme quadro 2 anteriormente) (GOMES DA SILVA; CÂNDIDO; FÁTIMA MARTINS, 2009).

A partir da metodologia ACP foi escolhido três componentes principais. De acordo com os estudos de Bozec e Laurin (2008) e Su, Yang, Yang (2010) pode-se propor a seguinte nomeação para estes componentes: C1 – Condições do efeito entrincheiramento; C2 – Benefícios recebidos de outras partes relacionadas (transações de *propping*) e C3 - Benefícios transferidos de outras partes relacionadas (transações de *tunneling*). A escolha de três componentes tem por objetivo buscar o

máximo de variância explicada para a formação do índice de efeito entrincheiramento do acionista principal (IEAP).

Figura 9 – Diagrama de decisão da análise fatorial 2



Fonte: Hair Jr. (2019, p 128)

O quinto estágio propõe a escolha do método de rotacional com o objetivo de melhorar a explicação dos componentes. Nesta pesquisa foi utilizado o método rotacional *Varimax*, ou seja, os componentes (C1, C2 e C3) não estarão correlacionados. No quinto estágio foi acrescentado seguindo a proposta de Fávero e Belfiore (2017) o teste de estatística *Kaiser-Meyer-Olkin* e o teste de esfericidade de *Bartlett*. O objetivo constituiu em verificar se todos os estágios implantados contribuíram para um modelo adequado.

Desta forma a assegurar a adequabilidade da ACP foram utilizados os testes: *estatística Kaiser-Meyer-Olkin* ($KMO > 0,50$) e o teste de esfericidade de *Bartlett* (TSB, $p < 0,05$). No decurso, a estatística KMO fornece (quadro 3) a proporção de variância considerada comum a todas as variáveis na amostra em análise, ou seja, que pode ser atribuída à existência de um fator comum. Tal estatística evidencia que valores próximos de 1 indicam que as variâncias compartilham um percentual de variância bastante elevado (FÁVERO; BELFIORE, 2017).

O teste de esfericidade de *Bartlett* (TSB) fornece a significância estatística de que a matriz de correlação tem correlações significantes entre, pelo menos, algumas das variáveis. Usualmente utiliza-se o nível de 5% de significância. Assim, quanto menor o *p-value* do teste, maior a confiança em rejeitar a hipótese nula da existência de uma matriz identidade, ou seja, ausência de correlação. Em adição, por meio do TSB pode-se afirmar que as “correlações de Pearson entre os pares de variáveis são estatisticamente diferentes de 0 e que, portanto, podem ser extraídos fatores a partir das variáveis originais, sendo a análise fatorial apropriada” (FÁVERO; BELFIORE, 2017, p. 387). Aqui, o pesquisador deve perceber que aumentar o tamanho da amostra faz com que o teste de esfericidade *Bartlett* se torne mais sensível na detecção de correlações entre as variáveis (HAIR Jr., *et al.*, 2019).

Quadro 3 – Estatística KMO

Estatística KMO	Adequação Global da Análise Fatorial
Entre 1,00 e 0,90	Muito boa
Entre 0,90 e 0,80	Boa
Entre 0,80 e 0,70	Média
Entre 0,70 e 0,60	Razoável
Entre 0,60 e 0,50	Má
Menor do que 0,50	Inaceitável

Fonte: Adaptado de Fávero e Belfiore (2017)

A partir deste ponto, o restante do quinto estágio constituirá na interpretação dos resultados gerados. Estes resultados serão evidenciados no capítulo 4 item 4.1.

3.6 ELABORAÇÃO DOS MODELOS PARA ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE IEAP E VALOR ADICIONADO

A primeira parte da metodologia consistiu na elaboração e análise do IEAP. Assim, a segunda parte, versou na elaboração do modelo para análise dos dados juntamente com a IEAP como variável explicativa. Neste contexto, o modelo geral está fundamentado na parte analítica da Teoria dos Stakeholders (TS), na Teoria da Agência dos Stakeholders (TAS), e na Produtividade Total dos Fatores (PTF).

A interpretação da PTF tem relação com a presença de progresso tecnológico. Porém, outros fatores explicam a presença do resíduo no produto, tais como: mudanças organizacionais, ganhos de escala, abertura comercial, estrutura de propriedade e controle da empresa, inovação, entre outros (STEINGRABER, 2009). Assim, é possível considerar a PTF (A_{it}) em função da estrutura de propriedade e controle da empresa e substituir na equação (9b) que se segue:

$$A_{it} = PTF = f(\text{Estrutura de propriedade e controle})_{it} \quad \text{Equação (9a)}$$

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 K_{it} + \beta_2 L_{it} + \beta_3 (\text{estrutura de propriedade e controle})_{it} + \varepsilon_{it}, \quad \text{Equação (9b)}$$

Substituindo por outras variáveis, tirando o fator temporal e reescrevendo a equação acima temos:

$$VA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 CAPEX_{it} + \beta_2 ENDIV_{it} + \beta_3 (\text{estrutura de propriedade e controle})_{it} + \varepsilon_{it}, \quad \text{Eq (10)}$$

Acrescentado a variável de controle ativo total temos então o seguinte modelo:

$$VA_{it} = \alpha_{it} + \beta_2 CAPEX_{it} + \beta_3 ENDIV_{it} + \beta_4 (IEAP)_{it} + \varepsilon_{it}, \quad \text{Equação (11)}$$

Desta forma para responder o problema de pesquisa foi testado as quatro hipóteses por meio das equações abaixo:

$$VAB_{it} = \alpha_{it} + \beta_2 CAPEX_{it} + \beta_3 ENDIV_{it} + \beta_4 (IEAP)_{it} + \varepsilon_{it}, \quad \text{Equação (12)}$$

$$DVASA_{it} = \alpha_{it} + \beta_2 CAPEX_{it} + \beta_3 ENDIV_{it} + \beta_4 (IEAP)_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação (13)}$$

$$DVASNA_{it} = \alpha_{it} + \beta_2 CAPEX_{it} + \beta_3 ENDIV_{it} + \beta_4 (IEAP)_{it} + \varepsilon_{it}, \quad \text{Equação (14)}$$

$$DIF_{it} = \alpha_{it} + \beta_2 CAPEX_{it} + \beta_3 ENDIV_{it} + \beta_4 (IEAP)_{it} + \varepsilon_{it}, \quad \text{Equação (15)}$$

Onde:

VAB = Representa o valor adicionado bruto gerado pela empresa;

DVASA = Representa o valor adicionado distribuído aos stakeholders acionistas;

DVANA = Representa o valor adicionado distribuído aos stakeholders não acionistas;

DIF = Representa a diferença entre DVASNA e DVASA;

CAPEX = Representa os recursos investidos na empresa, inclusive bens de capital; e

ENDIV = Representa o grau de alavancagem da empresa, ou seja, o grau do endividamento, incluindo gastos com pessoais e outros;

IEAP = Representa o índice de efeito entrincheiramento do acionista principal

Com base no modelo teórico geral apresentado na equação 11, a próxima etapa consistiu na verificação da distribuição da variável dependente. A estatística descritiva e os gráficos das variáveis dependentes (DVAB; DVASNA e DVASA) mostraram uma distribuição assimétrica positiva a direita. A variável dependente DIF apresentou uma maior assimétrica para ambos os lados. Dessa forma, foi proposto uma análise por meio dos Modelos Lineares Generalizados (MLG`s). Essa análise é bastante empregada nas áreas de finanças, contabilidade, estratégia e em pesquisas acadêmicas (FÁVERO; BELFIORE, 2017). Os modelos foram gerados no software *SPSS Statistic 25*®.

Os MLG`s foram introduzidos inicialmente por Nelder e Wedderburn (1972) com a proposta de serem utilizados para a avaliação e mensuração do relacionamento existente entre uma variável resposta (Y) e as respectivas variáveis explanatórias (Xi`s) de um modelo de regressão. Em adição, os MLG`s trabalham com a hipótese que Y apresenta distribuição normal é ampliada para permitir que a distribuição seja qualquer distribuição que pertença à família exponencial de distribuições. Isso inclui distribuições como Normal, Poisson, Gama e Binomial (OLSSON, 2002).

Jong e Heller (2008) afirmam ainda que uma consequência direta do fato da variável dependente reportar-se à família exponencial é que a resposta pode ser heterocedástica. Dessa forma, observa-se que a variância pode oscilar junto à média, a qual por sua vez pode oscilar com as variáveis explanatórias. Isso contraria

fortemente com a hipótese de homocedasticidade do modelo de regressão linear clássico normal.

De acordo com McCullagh e Nelder (1989) os Modelos Lineares Generalizados (MLG's) são uma extensão do modelo linear clássico. O MLG's consistem em aumentar as opções para a distribuição da variável resposta. Logo, no Modelo Linear Generalizado (MLG) os valores observados da variável Y para um número de observações i (i = 1, 2, ...n) está modelado em função das variáveis independentes X (X₁, X₂,...,X_n) na sua forma geral pode ser escrita:

$$\text{Variável resposta} = \text{Componente sistemática} + \text{Resíduo} \quad \text{Equação (a)}$$

$$Y_i = X\beta + \varepsilon_i \quad \text{Equação (b)}$$

Onde:

$$\eta = X\beta \quad \text{Equação (c)}$$

A equação c é a parte preditora linear do MLG na equação b. Em adição, o MLG's são uma generalização do modelo linear geral expresso na equação b. Assim, o Modelo Linear Generalizado (MLG) na sua forma geral fundamenta-se em três componentes estruturais essenciais, sendo elas: i) componente estocástica; ii) componente sistemática e iii) função de ligação.

i) **Componente estocástica:** a variável resposta Y que se pretende modelar possui caráter estocástico, com Y seguindo uma distribuição da família exponencial. A distribuição de probabilidades da variável-resposta aleatória Y já não se restringe à normal, podendo ser qualquer distribuição numa classe designada família exponencial de distribuições (MCCULLAUGH; NELDER, 1989; TURKMAN; SILVA, 2000; JONG; HELLER, 2008). Assim, a família exponencial de distribuições inclui, entre outras: a Normal; a *Poisson* (para variáveis de contagem); *Bernoulli* (para variáveis dicotómicas); "Binomial/n" (para proporções de êxitos em n provas de Bernoulli); Gama (distribuição contínua assimétrica); *Tweedie* (misturas de Poisson e de distribuições Gama, ou seja distribuição mista) e a Gaussiana inversa (distribuição contínua assimétrica).

ii) **Componente sistemática:** é uma combinação linear das variáveis explanatórias. Assim tem-se que:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_p X_{ip} + \varepsilon, \quad \text{Equação (d)}$$

iii) **Função de ligação:** é uma função diferenciável, invertível e monótona que aplica uma transformação no vetor de variáveis explanatórias $X_T = [X_1, X_2, \dots, X_n]$, e estabelece uma associação entre a componente estocástica e a sistemática. A função link pode ser expressa matematicamente por $g(\cdot)$ e objetiva realizar uma suave linearização dos dados, transformando o valor esperado da variável resposta $\mu_i = E(Y_i)$ com o preditor linear expresso por:

$$g(\mu) = \eta = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_p X_{ip} \quad \text{Equação (e)}$$

Em um Modelo Linear Generalizado (MLG) a função $g(\cdot)$ diz-se uma função de ligação canónica para a variável-resposta Y , se $g(E[Y]) = \eta$. Existe uma função de ligação canónica associada a cada distribuição da variável-resposta (MCCULLAUGH; NELDER, 1989; TURKMAN; SILVA, 2000; JONG; HELLER, 2008).

Logo, optou-se nesta tese trabalhar com a distribuição gama e *tweedie*. A distribuição gama é apropriada para variáveis com valores de escala positiva que são desviados em direção a valores positivos maiores. Ela foi utilizada nas variáveis VAB; DVASNA e DVASA. A distribuição *tweedie* é apropriada para variáveis que podem ser representadas por misturas de *poisson* e de distribuições gama; a distribuição é "mista". Essa distribuição foi utilizada na variável DIF.

A qualidade do ajuste do MLG foi avaliada através do teste de Wald, a máxima verossimilhança (*log likelihood*) e o teste de *Omnibus* seguindo a proposta de Fávero e Belfiore (2017). O Desvio e o Critério de Informação de *Akaike* (AIC) não foram utilizados, pois a proposta da tese foi avaliar cada modelo isoladamente e não comparar dois modelos com ou sem a adição de outros parâmetros (OLSSON, 2002).

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS REFERENTE AO IEAP

Este tópico está dividido em três partes. A primeira apresenta a qualidade da base de dados através da estatística descritiva. A segunda, evidencia as informações referente a formação do índice de efeito entrincheiramento do acionista principal (IEAP). A terceira parte relaciona o índice proposto (IEAP) com as métricas de desempenho (ROA e EBIT) e compara com a quantidade de ações ordinárias (concentração de controle - QAO). Essas etapas em conjunto contribuíram para responder a hipótese H₁: existe uma viabilidade estatística e teórica do índice de efeito entrincheiramento do acionista principal.

Primeiramente verificou-se a adequabilidade da base de dados. Os resultados gerados no SPSS (tabela 1) evidenciaram o desvio padrão menor em relação a média das variáveis, a assimetria e curtose dentro da distribuição de normalidade. Ambos, assimetria e curtose, apresentaram erros próximo de 0. Em adição visando melhorar a qualidade da amostra foi eliminado os *outliers* (apêndice A). As variáveis de controle ativo total e alavancagem e a variável independente quantidade de ações ordinárias foram logaritimizadas. Os gráficos de distribuição normal das principais variáveis estão disponíveis no apêndice C.

Tabela 1 - Estatística descritiva

	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	25o.	Percentis 50° (Mediana)	75°
Log (CC)	935	7,2915	0,75599	5,44	8,46	6,8306	7,4213	7,8733
Log (ExContr)	935	2,7154	0,07357	2,65	2,92	2,6718	2,6721	2,7565
Log (FCL)	935	4,4175	1,15204	1,00	5,86	3,9767	4,6955	5,2277
Log (Propp)	935	1,9681	1,36754	1,00	4,98	1,0000	1,0000	3,2951
Log (Tunn)	935	2,3554	1,48842	1,00	5,20	1,0000	1,6481	3,8646

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2019)

Com base na adequabilidade dos dados, a segunda parte consistiu em criar um índice de efeito entrincheiramento do acionista principal (IEAP) e relacionar o mesmo com as métricas ROA e EBIT. O índice proposto foi gerado utilizando a técnica de análise dos componentes principais (ACP). A matriz de correlação dos dados está apresentada no apêndice D

As correlações geradas no SPSS foram significativas aos níveis de 0,01 bicaudal. Estas correlações são aceitas para a quantidade de 935 observações. As informações evidenciaram uma correlação razoável entre quantidade de ações ordinárias (QAO), fluxo de caixa livre (FCL) e tunneling (Tunn). De acordo com Fávero e Belfiore (2017) optou-se por manter as variáveis propping (Propp) e excesso de controle (ExContr). Esta etapa foi preliminar e havia a necessidade ainda de realizar os testes de *Kaiser-Meyer-Olkin* (KMO) e a estatística *Bartlett Test of Sphericity* (BTS). Além disso, o objetivo foi formar um índice e ter um melhor poder explicativo. O teste de *Kaiser-Meyer-Olkin* (KMO) apresentou um valor de 0,706 (HAIR *et al.*, 2009). Este valor é considerado razoável e a estatística *Bartlett Test of Sphericity* (BTS) foi significativa ($p= 0,000$, valor aceitável $p<0,05$). Por meio da BTS pode-se afirmar que existe uma correlação do conjunto das variáveis suficientemente forte para que a análise dos componentes principais possa ser aplicada.

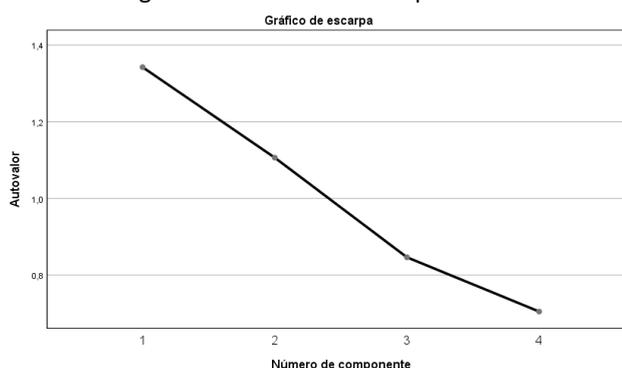
Tabela 2 – Teste de KMO e Bartlett

Medida Kaiser-Meyer-Olkin de adequação de amostragem.		0,706
Teste de esfericidade de Bartlett	Aprox. Qui-quadrado	114,428
	gl	6
	Sig.	0,000

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2019)

Em seguida foi gerado a tabela de variância total explicada (tabela 3), e a tabela de comunalidades (tabela 4) e o gráfico de escarpa (figura 10) para determinar a extração ou a não extração de componentes. O gráfico de escarpa mostrou a possibilidade de manter o terceiro componente, visto que este estava próximo de 1 e o critério de escolha dos componentes adotados foi o percentual de variância explicada.

Figura 10 – Gráfico de Componentes



Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2019)

Os três componentes explicaram cerca de 82,37% das variações em relação a variável original. Os valores rotacionados mostraram uma distribuição equilibrada entre os componentes 1, 2 e 3 (30,93%, 26,33% e 25,10% respectivamente) e foram utilizados para o cálculo do IEAP.

Tabela 3 – Variância total explicada

Componente	Autovalores iniciais			Somadas de extração de carregamentos ao quadrado			Somadas de rotação de carregamentos ao quadrado		
	Total	% de variância	% cumulativa	Total	% de variância	% cumulativa	Total	% de variância	% cumulativa
1	1,342	33,556	33,556	1,342	33,556	33,556	1,237	30,935	30,935
2	1,106	27,656	61,212	1,106	27,656	61,212	1,053	26,334	57,269
3	0,846	21,162	82,374	0,846	21,162	82,374	1,004	25,104	82,374
4	0,705	17,626	100,000						

Método de Extração: análise de Componente Principal.

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2019)

O teste final para a inclusão ou exclusão da variável foi o nível de associação entre a variável e o fator extraído, sinalizado pelo valor da comunalidade (tabela 4). As comunalidades representam a proporção da variância para cada variável incluída na análise que é explicada pelos componentes extraídos. Os resultados da comunalidade mostraram o percentual de explicação de cada variável (quantidade de ações ordinárias, excesso de controle, *tunneling*, *propping* e fluxo de caixa livre) para a formação do IEAP. Usualmente o valor mínimo aceitável é de 50% (HAIR *et al.*, 2009). Logo, foi encontrado um valor bem abaixo de 50% para a variável excesso de controle (ExContr) na tabela de comunalidade e optou-se por retirá-la do modelo. Em seguida foram gerados novos resultados conforme a segunda parte da tabela de comunalidade (tabela 4 - Depois). Os novos resultados apresentam um melhor poder explicativo. Além disso, a exclusão da variável (ExContr) mostra que no Brasil o poder e incentivo apresentam-se unidos em um único contexto. Isto significa que no Brasil os acionistas principais não precisam de incentivos para expropriar os acionistas minoritários. Diferentemente do estudo de Bozec e Laurin (2008) que realizaram seus estudos, também em uma estrutura de propriedade e controle concentrada no Canadá, mas em um sistema de proteção ao acionista minoritário forte e eficiente. Tal fato evidencia que no Canadá os acionistas principais precisam de fortes incentivos para expropriar

os acionistas minoritários. Assim, o excesso de controle (ExContr) como métrica de incentivo é mantido no modelo teórico proposto por Bozec e Laurin (2008).

Em adição a proposta de Bozec e Laurin (2008) foram acrescentadas as variáveis *tunneling* e *propping*. Estas variáveis são representativas do objetivo do entrincheiramento do acionista principal: extrair benefícios de controle (BEBCHUK, 1999).

Tabela 4 – Comunalidades

Antes			Depois		
Comunalidades			Comunalidades		
	Inicial	Extração		Inicial	Extração
Log (QAO)	1,000	,570	Log (QAO)	1,000	,758
Log(ExContr)	1,000	,122	Log(FCL)	1,000	,711
Log(FCL)	1,000	,637	Log(Tunn)	1,000	,968
Log(Tunn)	1,000	,560	Log (Propp)	1,000	,859
Log (Propp)	1,000	,693	Método de Extração: análise de Componente Principal.		
Método de Extração: análise de Componente Principal.					

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2019)

Com base na matriz de componente rotativa pode-se classificar os componentes com base nos objetivos da pesquisa. O componente 1 representa as condições necessárias do efeito entrincheiramento, ou seja, as condições para que o acionista principal possa utilizar-se da sua posição para extrair o máximo de benefícios privados de controle. Assim, de acordo com os estudos de Bozec e Laurin (2008) e Su, Yang, Yang (2010), este componente está representado através da quantidade de ações ordinárias (poder) e fluxo de caixa livre (oportunidade). O componente 2 representa os benefícios recebidos de partes relacionadas (transações de *propping*) e o componente 3 representa os benefícios transferidos para partes relacionadas (transações de *tunneling*) conforme evidenciado na matriz de componente na tabela 5.

Tabela 5 – Matrizes de componentes e rotações

Matriz de componente^a				Matriz de componente rotativa^a			
	Componente				Componente		
	1	2	3		1	2	3
Log (QAO)	,719	-,216	,440	Log (QAO)	,815	,300	-,059
Log(FCL)	,594	-,588	-,111	Log(FCL)	,755	-,328	,184
Log(Tunn)	,579	,394	-,691	Log(Tunn)	,062	,114	,975
Log (Propp)	,370	,748	,404	Log (Propp)	,018	,918	,127
Método de Extração: análise de Componente Principal. a. 3 componentes extraídos.				Método de Extração: análise de Componente Principal. Método de Rotação: Varimax com Normalização de Kaiser. a. Rotação convergida em 5 iterações.			
Matriz de coeficiente de escore de componente				Matriz de transformação de componente			
	Componente			Componente	1	2	3
	1	2	3		1	2	3
Log (QAO)	,679	,302	-,207	1	,802	,318	,505
Log(FCL)	,598	-,343	,143	2	-,526	,777	,346
Log(Tunn)	-,072	-,030	,986	3	,282	,544	-,790
Log (Propp)	,000	,872	-,004	Método de Extração: análise de Componente Principal. Método de Rotação: Varimax com Normalização de Kaiser.			
Método de Extração: análise de Componente Principal. Método de Rotação: Varimax com Normalização de Kaiser. Pontuações de componente.							

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2019)

Com base nos scores fatoriais (FAC1; FAC2; FAC3) do output do softwares SPSS 25 foi gerado o índice de efeito entrincheiramento do acionista principal (IEAP). Cada valor dos scores fatoriais foi multiplicado pelos respectivos percentuais de variância compartilhada com as variáveis originais (FÁVERO; BELFIORE, 2017). Assim, pode-se escrever a equação do IEAP das seguintes formas:

$$\text{IEAP} = \text{Condições do efeito entrincheiramento (FAC1)} + \text{BC transferidos (FAC2)} + \text{BC recebidos (FAC3)} \quad \text{Equação (16)}$$

$$\text{IEAP} = 30,93\% (\text{FAC1}) + 26,33\% (\text{FAC2}) + 25,10\% (\text{FAC3}) \quad \text{Equação (17)}$$

Após apresentação dos resultados estatísticos do IEAP, foram discutidos dois pontos essenciais referente a hipótese H_1 . Primeiramente, o índice de efeito entrenchamento do acionista principal (IEAP) evidenciou não somente um *ranking* entre as empresas. Em adição evidenciou elementos (outras variáveis) que compõem o índice. De forma similar, a utilização de um índice de efeito entrenchamento do gestor foi apresentada em alguns estudos (FLORACKIS; OZKAN, 2009; MOUSSA; RACHDI e AMMERI, 2013; LIN *et al.*, 2014; AMMARI; BOUTESKA; REGAIEG, 2016; LAIL; MARTIN, 2017; SALEHI; MAHMOUDABADI; ADIBIAN, 2018).

Os resultados apresentados na tese encontram-se na mesma direção dos estudos de Castro Martins (2016). Os critérios de análise para a formação do índice de efeito entrenchamento do acionista principal foram: a quantidade de ações ordinárias, excesso de controle, fluxo de caixa livre, *tunneling e propping*. Castro Martins (2016) também mostrou que o efeito entrenchamento do gestor possui critérios de análise que não inclui somente o grau de concentração. De acordo com Castro Martins (2016), há três formas de o gestor se entrenchar no controle da empresa, tais como: investimentos que possam aumentar o valor do gestor; percentual de ações ordinárias (poder de voto) que o gestor mantém em sua carteira; e características pessoais como a idade, reputação, *status* e tempo no cargo (CASTRO MARTINS, 2016).

O resultado também corrobora com os estudos de Bozec e Laurin (2008). O autor levantou a discussão sobre o problema do uso isolado da variável grau de concentração acionária (poder) e adiciona outros componentes essenciais para analisar e propor um índice de efeito entrenchamento do acionista principal: o poder, incentivo e a oportunidade para expropriar acionistas minoritários e os recursos das empresas. Neste sentido, os resultados confirmam a presença dos componentes poder e disponibilidade. Além disso, os resultados também mostram a presença das transações entre partes relacionadas (*tunneling e propping*) como fator do índice de efeito entrenchamento do acionista principal.

Em segundo, após cálculo do índice proposto através da análise dos componentes principais (ACP) foi realizada a análise de correlação e discussão entre as variáveis ROA e EBIT (referente ao desempenho financeiro das empresas) com as variáveis IEAP e QAO (referente ao efeito entrenchamento da empresa). As variáveis de controle utilizadas foram respectivamente: ativo total (LogAtivoT), endividamento

(Endiv) e investimentos na empresa (CAPEX) (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2018). A matriz de correlação das variáveis encontra-se no apêndice G.

Os resultados mostram que o IEAP (-0,211) e QAO (-0,121) possuem uma relação negativa com o ROA. Tal fato pode ser explicado pela relação positiva entre IEAP e endividamento (Endiv, 0,138). No entanto, a quantidade de ações (QAO, -0,121) apresentou uma correlação muito baixa e negativa. Isto mostra que para o acionista principal somente ter o poder não é interessante aumentar o endividamento, mas a partir do momento que surge oportunidades ele irá procurar aumentar o endividamento. Esse aumento do endividamento pode ser provocado por um custo da dívida mais elevado decorrente por exemplo de transações com partes relacionadas. A empresa pode estar captando recursos a um preço mais alto e emprestando a um preço mais baixo.

A IEAP também apresentou uma correlação positiva com o investimento (CAPEX; 0,298). Isto evidencia que uma maior entrenchamento do acionista principal favorece novos investimento em ativos.

Já a relação do IEAP (0,416) e QAO (0,528) com a variável EBIT mostra-se positiva. Os resultados mostraram relação significativa positivamente do IEAP com o EBIT. Gedajlovic e Shapiro (2002) suportam à hipótese de que empresas mais consolidadas no mercado com maior concentração acionária terão um desempenho melhor do que as empresas com propriedade mais dispersa.

Por outro lado, inconsistência foram encontradas nos estudos de Demsetz e Vilalonga (2001). Os autores não encontraram evidências para apoiar a hipótese de que variações nas estruturas de propriedade das empresas observadas resultariam em variações sistemáticas no desempenho da empresa. O autor usou o Q de Tobin como medida de desempenho.

Portanto, comprova-se a viabilidade teórica e estatística da proposta do índice de efeito entrenchamento do acionista principal (IEAP).

4.2 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS REFERENTE A RELAÇÃO ENTRE IEAP E VALOR ADICIONADO

No primeiro modelo analisou-se a variável valor adicionado bruto (VAB) com distribuição de probabilidade gama e função de ligação log. O primeiro passo para avaliar a relação entre o IEAP e a distribuição de valor adicionado (VAB) consistiu em

realizar o teste de superdispersão dos dados. Os valores de VAB são contínuos e positivos (VAB sempre maior que zero) e apresentam um alto grau de assimetria positiva e variabilidade (variância > média) (gráficos no apêndice N e testes no apêndice O). O Valor/df e qui-quadrado de Pearson maiores que 1 evidenciam uma superdispersão da variável VAB. Em adição realizou-se também um teste (tabela 8) para superdispersão de acordo com a proposta de Fávero e Belfiore (2017). Assim, pode-se afirmar que a variável dependente VAB apresentou uma superdispersão ao nível de significância de 5%. Isto significa que o modelo com distribuição gama mostram apropriado para a análise da relação entre VAB e IEAP.

Tabela 6 – Análise da existência de superdispersão
Coeficientes^{a,b}

Modelo		Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
		B	Erro Erro	Beta		
1	Valor previsto de média de resposta	2,298	,383	,152	6,007	,000

a. Variável Dependente: Yasterisco

b. Regressão Linear pela origem

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2019)

Seguindo a proposta de análise de Fávero e Belfiore (2017), foi verificado a qualidade de ajuste do modelo (por meio da máxima verossimilhança (*log likelihood*)) e o qui-quadrado da razão de verossimilhança identificado no teste de *Omnibus*. No SPSS e Stata não oferecem o $X_{\text{crítico}}$ logo a melhor opção foi o qui-quadrado da razão de verossimilhança (teste de *Omnibus*). Assim, para 3 graus de liberdade o qui-quadrado e maior que $X_{\text{crítico}}$ da tabela de distribuição normal ($198 > 7,815$). Em adição pode-se verificar também de forma direta se o Sig X_{cal} foi igual a 0,0000. Assim, rejeita-se a hipótese nula que todos os coeficientes do modelo apresentam valores $\beta=0$ e aceita-se que pelo menos um coeficiente é diferente de zero. Logo, o modelo de forma geral apresenta uma aceitação e pode-se continuar a análise.

A segunda parte da análise do primeiro modelo consistiu em verificar cada um dos seus parâmetros. A aceitação ou não de cada parâmetro foi realizada por meio do intervalo de confiança de *Wald* para $\text{Exp}(\beta)$ no qual foi verificado se no intervalo confiança de cada parâmetro apresenta um valor 1 ou $\text{Exp}(\beta) = 1$. Todas as variáveis incluídas atenderam o critério de aceitação dos parâmetros (tabela 9)

Tabela 7 – Estimativas de Parâmetro - VAB

Parâmetro	B	Erro Padrão	95% Intervalo de Confiança de Wald		Teste de hipótese			95% Intervalo de Confiança de Wald para Exp(B)		
			Inferior	Superior	Qui-quadrado de Wald	gl	Sig.	Exp(B)	Inferior	Superior
(Intercepto)	12,415	0,1664	12,088	12,741	5562,922	1	0,000	246386	177800	341427
IEAP	1,072	0,1026	0,871	1,273	109,167	1	0,000	2,922	2,389	3,572
LogCAPEX	0,091	0,0200	0,052	0,131	20,905	1	0,000	1,096	1,054	1,139
LogEndiv (Escala)	-0,698	0,0623	-0,821	-0,576	125,565	1	0,000	0,497	0,440	0,562

Variável Dependente: VAB Modelo: (Intercepto), IEAP, LogCAPEX, LogEndiv

a. Estimativa de máxima verossimilhança.

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2019)

Assim, foi verificado que as variáveis CAPEX, Endiv e IEAP foram significativas. O grau de endividamento (Endiv) foi significativo negativamente ($\beta = -0,698$; $p < 0,05$). O CAPEX ($\beta = 0,091$; $p < 0,05$) e o índice de efeito entrincheiramento do acionista principal (IEAP, $\beta = 1,072$; $p < 0,05$) também foram significativas positivamente no modelo proposto. Isto significa que investimentos em capital também contribuem para a geração de valor adicionado (VAB). Por outro lado empresas que apresentam um maior grau de endividamento tendem a gerar menos valor adicionado. Em relação a IEAP os resultados mostram que um maior efeito entrincheiramento favorece a geração de valor adicionado (VAB).

Os resultados obtidos também contribuem para propor o modelo da relação entre VAB e IEAP, tanto em termos de um ranking como uma possível previsão de valor agregado. Considerando as informações da tabela 9, o modelo com distribuição gama pode ser escrito da seguinte forma:

$$VAB = e^{(12,414 + 1,072(IEAP) + 0,091(CAPEX) - 0,698(Endiv))} \quad \text{Equação (22)}$$

Partindo da hipótese que o CAPEX e Endiv como fixo para facilitar análise o modelo pode ser escrito:

$$VAB = e^{(12,414 + 1,072(IEAP))} \quad \text{Equação (23)}$$

Assim, se o índice de efeito entrincheiramento do acionista principal (IEAP) passar de 0,11 para 0,31 (ou seja, $(VAB = e^{12,53} = 277.040)$; para $VAB = e^{12,74} = 343.286$) tem-se um aumento médio de valor agregado de 23,9%. Avaliando a proposta de um *ranking* isto significa que mantendo constante os outros valores e um aumento em média em 10 posições no ranking pode-se ter um ganho de 23,9% no valor agregado. Assim, o modelo mostra uma relação positiva entre o efeito entrincheiramento do acionista principal (IEAP) e o VAB.

Os resultados encontrados encontram-se na linha de Bannister e Riahi-Belkaoui (1991) que encontraram uma relação positiva entre a concentração acionária e a produtividade. O trabalho desses autores mostram a importância que um grupo constituído de acionistas principais tem para a eficiência de uma empresa. Os autores confirmam também tanto uma relação direta quanto indireta.

Entretanto, uma relação negativa foi observada na análise entre as participações acionárias (identidade do grupo de acionistas) da gestão e produtividade (utilizando a variável valor adicionado bruto como fator representativo da produtividade) (BANNISTER; RIAHI-BELKAOUI, 1991). O trabalho recente de Merino, Manzanque e Ramírez (2018) encontrou uma relação negativa entre o percentual de ações dos diretores da empresa e distribuição de valor aos stakeholders não acionistas (MERINO; MANZANEQUE; RAMÍREZ, 2018).

Os resultados da tese também corrobora em parte com o trabalho de Su e He (2012). Os autores evidenciam que a relação entre a concentração de propriedade e a eficiência da empresa é uma questão empírica complexa e assume uma forma de U, mas não invertida e contrapõem-se a hipótese de entrincheiramento, ou seja, um aumento do entrincheiramento aumenta a eficiência da empresa. Para esse estudo Su e He (2012) utilizaram a medida de eficiência da empresa mensurado via análise envoltória de dados (DEA).

Por outro lado, o resultado da tese em relação a VAB não se alinhou a umas das hipóteses do trabalho de Su e He (2012) no qual concluíram que o excesso do percentual da propriedade fracionária do maior acionista (concentração de controle) aumenta a probabilidade de *tunneling* e diminui a eficiência da empresa (SU; HE, 2012).

Os resultados da tese destacam que o índice de efeito entrincheiramento do acionista principal aqui encontrado tem correlação com as transações de *tunneling*, mas

também com as transações de *propping*, ou seja, há saída de recursos, mas também entrada de recursos. O índice proposto na presente tese evidenciou que as empresas realizam os dois tipos de transações com partes relacionadas. Logo, não se pode afirmar que as transações de tunneling diminuem a eficiência das empresas brasileiras.

Na mesma direção da análise da relação entre concentração de controle e produtividade, Sakai e Asaoka (2003) apontaram que a presença de detentores de blocos contribui significativamente para o crescimento da produtividade. Já os resultados da tese evidenciam que um aumento do índice de efeito entrenchamento do acionista principal (IEAP) aumenta o valor adicionado bruto da empresa (VAB). Este aumento no VAB interessa ao acionista principal. A empresa ao criar maior VAB permite que o acionista principal possa continuar a extrair o máximo de benefícios privados de controle sem afetar os outros stakeholders. Todo valor criado pela empresa é distribuído aos stakeholders (funcionários, credores, governo e acionistas). Outro fator importante da relação positiva entre IEAP e VAB mostra que o acionista principal têm uma boa relação entre os stakeholders clientes e fornecedores, pois o valor adicionado bruto (VAB) depende desta relação (diferença entre o valor criado para os clientes e fornecedores).

Mnasri e Ellouze (2015) evidenciaram que a concentração de um bloco de controle induz a maiores investimentos na empresa e conduz ao melhor desempenho de produtividade a longo prazo. A afirmação dos autores contribui para o fator significativo e positivo do CAPEX destacado nesta tese na equação 22 que analisou a relação entre VAB e IEAP (tabela 9, p.131).

Assim, a análise dos resultados entre a relação entre VAB e IEAP mostram que os acionistas principais são capazes de impor metas de melhoria para a eficiência produtiva da empresa sobre a gestão (SHLEIFER; VISHNY, 1986; CLAESSENS *et al.*, 2002; KOKE; RENNEBOOG, 2005). Portanto, com base nos resultados da tese, confirma-se a hipótese H₂ que um aumento do IEAP aumenta a VAB.

Similar a análise da VAB, a distribuição de valor acionado aos stakeholders não acionista (DVASNA) atendeu aos pressupostos de ajustes do modelo (apêndice P). As variáveis independentes IEAP ($\beta = 1,093$; $p < 0,05$), CAPEX ($\beta = 0,089$; $p < 0,05$) e Endiv ($\beta = -0,735$; $p < 0,05$) mostraram-se significativas. O Valor/df e qui-quadrado de Pearson maiores que 1 evidenciam uma superdispersão da variável DVASNA (OLSSON, 2002). A variável alavancagem (Endiv) foi significativa e negativa ($\beta = -$

0,735; $p < 0,05$). Logo, considerando as informações da tabela 10, o modelo com distribuição gama pode ser escrito da seguinte forma:

$$DVASNA = e^{(11,822 + 1,093(IEAP) + 0,089(CAPEX) - 0,735(Endiv))} \quad \text{Equação (24)}$$

Os resultados da tese mostram que um aumento do IEAP provoca um aumento no valor distribuído aos stakeholders não acionistas. Esses resultados corroboram com os estudos de Dick e Zingales (2002).

Tabela 8 – Estimativas de Parâmetro - DVASNA

Parâmetro	B	Erro Padrão	95% Intervalo de Confiança de Wald		Teste de hipótese			Exp(B)	95% Intervalo de Confiança de Wald para Exp(B)	
			Inferior	Superior	Qui-quadrado de Wald	gl	Sig.		Inferior	Superior
(Intercepto)	11,822	0,1788	11,471	12,172	4370,808	1	0,000	136184,499	95922,600	193345,652
IEAP	1,093	0,1119	0,874	1,312	95,479	1	0,000	2,984	2,396	3,715
LogCAPEX	0,089	0,0238	0,043	0,136	14,132	1	0,000	1,094	1,044	1,146
LogEndiv	-0,735	0,0713	-0,875	-0,595	106,235	1	0,000	0,480	0,417	0,551
(Escala)	1,769 ^a	0,0684	1,639	1,908						

Variável Dependente: DVASNA Modelo: (Intercepto), IEAP, LogCAPEX, LogEndiv

a. Estimativa de máxima verossimilhança.

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2019)

A pesquisa de Dick e Zingales (2002) mostram que governo e funcionário funcionam como monitores da expropriação. Tal fato contribui para explicar a não expropriação dos stakeholders não acionistas. Segundo os autores, os funcionários são stakeholders internos a empresa e tem informações sobre clientes e fornecedores e controle do processo de produção. O governo é considerado um agente fiscalizador e punitivo. Assim, quaisquer desvios de recursos que comprometa a distribuição de valor a estes stakeholders ocasionaria uma ação contrária as intenções do acionista principal de expropriar os recursos da empresa.

Em adição, os stakeholders não acionistas evidenciados na DVA são considerados sob a ótica da teoria dos stakeholders como stakeholders primários, ou seja, essenciais na manutenção da empresa.

Os resultados também corroboram na discussão de Merino, Manzanque e Ramirez (2018). Os autores encontraram que a independência do conselho de administração atende os interesses tanto dos stakeholders não acionistas quanto stakeholders acionistas. Por outro lado, o tamanho do conselho e a estrutura de propriedade do conselho não tem impacto sobre os stakeholders. Isto confirma a teoria da agência que em estrutura de propriedade e controle concentrada, com o caso do Brasil, o conselho de administração perde a sua força na tomada de decisões da empresa. Assim, um conselho independente favorece a distribuição de recursos entre os stakeholders.

Portanto, os resultados da tese corroboram com a hipótese H₃ que o aumento do IEAP aumenta o DVASNA.

Outra análise foi realizada para a variável DVASA. A distribuição de valor acionado aos stakeholders acionista (DVASA) atendeu aos pressupostos de ajustes do modelo (apêndice P). O Valor/df e qui-quadrado de Pearson maiores que 1 evidenciam uma superdispersão da variável DVASA. As variáveis independentes IEAP ($\beta = 1,375$; $p < 0,05$), CAPEX ($\beta = 0,485$; $p < 0,05$) mostraram-se significativas. A variável alavancagem (Endiv) foi significativa e negativa ($\beta = -1,896$; $p < 0,05$). Logo, considerando as informações da tabela 11, o modelo com distribuição gama pode ser escrito da seguinte forma:

$$DVASA = e^{(10,569 + 1,375(IEAP) + 0,485(CAPEX) - 1,896(Endiv))} \quad \text{Equação (25)}$$

Os resultados mostram que um aumento da IEAP aumenta a distribuição de valor aos stakeholders acionistas. Na relação com a variável DVASA, a variável IEAP apresentou um maior coeficiente comparado as outras relações com as variáveis VAB e DVASNA. Da mesma forma, a variável CAPEX apresentou coeficiente maior em comparação a relação com as variáveis VAB e DVASNA. Isto mostra que empresas que realizam maiores investimentos possibilitam criar mais valor e também distribuir esse valor aos stakeholders acionistas (DVASA).

Tabela 9 – Estimativas de Parâmetro - DVASA

Parâmetro	B	Erro Padrão	95% Intervalo de Confiança de Wald		Teste de hipótese			Exp(B)	95% Intervalo de Confiança de Wald para Exp(B)	
			Inferior	Superior	Qui-quadrado de Wald	gl	Sig.		Inferior	Superior
(Intercepto)	10,568	0,3399	9,902	11,234	966,637	1	0,000	38878,406	19969,772	75690,920
IEAP	1,375	0,1664	1,048	1,701	68,195	1	0,000	3,953	2,853	5,478
LogCAPEX	0,485	0,0525	0,382	0,588	85,275	1	0,000	1,624	1,465	1,800
LogEndiv	-1,896	0,2191	-2,326	-1,467	74,909	1	0,000	0,150	0,098	0,231
(Escala)	2,771 ^a	0,1215	2,543	3,020						

Variável Dependente: DVASA Modelo: (Intercepto), IEAP, LogCAPEX, LogEndiv

a. Estimativa de máxima verossimilhança.

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2019)

Outro ponto importante do resultado, além do IEAP, refere-se a variável endividamento (Endiv, $\beta = -1,896$) que apresentou um coeficiente bem elevado comparado as outras análises. Tal fato pode ser explicado com base nos estudos de Soares e Kloeckner (2008). Esses autores afirmam que o endividamento contribui para a expropriação dos acionistas minoritários. O endividamento aumenta o risco dos acionistas principais assumir projetos de com um maior risco, consequentemente aumentando as despesas financeiras. Assim, poderia ocorrer uma diminuição do valor distribuído para os stakeholders não acionistas.

Jensen e Meckling (1976) analisam esta questão sob a perspectiva de conflito de interesses entre os stakeholders acionistas e credores. O conflito de interesses entre os stakeholders acionistas e credores ocorre também pelo interesse dos acionistas em receberem sempre maiores dividendos e para atenuar este conflito os credores podem exigir cláusulas que limitem o acesso dos acionistas ao fluxo de caixa da empresa e ao pagamento dos dividendos.

No entanto, os resultados da tese se mostram contrário ao estudo de Soares e Kloeckner (2008), pois não ocorreu uma expropriação dos valores distribuídos aos stakeholders acionistas.

Renneboog e Szi-Lagyi (2015) afirmam que em contextos onde as empresas apresentam uma estrutura de governança satisfatória e há uma estrutura de propriedade e controle concentrada a propensão à redução do volume de dividendos não foi observada.

Merino, Manzaneque e Ramírez (2018) investigam a distribuição de valor para os stakeholders não acionistas e acionistas com as características do conselho de administração. Os autores também não encontraram uma relação significativa entre o percentual de ações dos diretores da empresa e distribuição de valor aos stakeholders acionistas.

Desta forma, os resultados da tese rejeita a hipótese H₄ que o aumento do IEAP diminui o DVASA.

Outra análise foi realizada para a variável DIF. A distribuição de valor acionado aos stakeholders acionista (DIF) atendeu aos pressupostos de ajustes do modelo (apêndice X). As variáveis independentes IEAP e Endiv mostraram-se significativas ($p < 0,05$). No entanto, a variável CAPEX não foi significativa para essa análise ($\beta = 0,005$; $p > 0,05$). A variável endividamento (Endiv) foi significativa e negativa ($\beta = -1,896$; $p < 0,05$).

Tabela 10 – Estimativas de Parâmetro - DIF

Parâmetro	B	Erro Padrão	95% Intervalo de Confiança de Wald		Teste de hipótese			Exp(B)	95% Intervalo de Confiança de Wald para Exp(B)	
			Inferior	Superior	Qui-quadrado de Wald	gl	Sig.		Inferior	Superior
(Intercepto)	15,163	0,0335	15,098	15,229	205062,402	1	0,000	3848382,523	3603926,955	4109419,593
IEAP	0,048	0,0167	0,015	0,080	8,200	1	0,004	1,049	1,015	1,084
LogCAPEX	0,005	0,0069	-0,008	0,019	0,598	1	0,440	1,005	0,992	1,019
LogEndiv	-0,174	0,0243	-0,221	-0,126	51,340	1	0,000	0,840	0,801	0,881
(Escala)	63,874 ^a	3,4686	57,425	71,047						

Variável Dependente: DIF1 Modelo: (Intercepto), IEAP, LogCAPEX, LogEndiv

a. Estimativa de máxima verossimilhança.

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2019)

O objetivo desta análise foi verificar se o aumento do índice de efeito entrenchamento do acionista principal (IEAP) teria impacto sobre a diferença do valor adicionado aos stakeholders não acionistas e acionistas.

Merino, Manzaneque e Ramírez (2018) confirmam que os acionistas recebem menor valor agregado em relação aos stakeholders não acionistas (primários). Porém, o autor relacionou a DVASA com a proporção de conselheiros independentes. Quando essa proporção de conselheiros independentes é maior a DIF será menor. Portanto os autores mostram que a independência do conselho contribui para reduzir as

diferenças na distribuição de valor adicionado entre os stakeholders não acionistas e acionistas e está alinhada com a perspectiva de governança corporativa da teoria dos stakeholders.

Por outro lado, os resultados da tese aceita a hipótese H₄ no qual o aumento do IEAP aumenta o DIF.

O resultado da tese apresenta uma relação positiva entre o IEAP e DIF, porém o coeficiente foi inferior as outras análises. Assim, os resultados mostram que há uma distribuição de valor maior para os stakeholders não acionistas em relação aos stakeholders acionistas. Entretanto, não podemos afirmar uma expropriação do acionista principal, pois a relação entre IEAP e DVASA também foi positiva.

A expropriação seria confirmatória caso a relação entre IEAP e DVASA fosse negativa e a relação entre IEAP e DIF fosse também negativa ou inconclusiva.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral desta tese consistiu em explicar a relação entre o índice de efeito entrincheiramento do acionista principal (IEAP) e valor adicionado gerado e distribuído aos grupos de *stakeholders*. A pesquisa seguiu dois princípios básicos: diferentes estruturas de propriedade e controle resultam em diferentes conjuntos de possibilidades de produção e desempenho (GORRIZ; FUMÁS, 1996) e os argumentos de Berman *et al.*, (1999), Boaventura, Silva, Bandeira De Mello (2012) no qual a gestão dos stakeholders é essencial para a empresa.

Para atingir o objetivo geral foram apresentados alguns objetivos específicos, que foram comprovados ou refutados no decorrer da apresentação e discussão dos resultados. Por sua vez, permitiram as conclusões apresentadas a seguir.

Os resultados mostraram uma viabilidade estatística e teórica do IEAP. Desta forma, o índice proposto pode ser aplicado para outras investigações e adequado a realidade de determinadas características de outros países. O componente excesso de controle proposto por Bozec e Laurin (2008) não foi inserido no modelo. Tal fato conclui que no Brasil o poder e incentivo caminham juntos, ou seja, o poder apresenta ser uma condição para expropriar os recursos da empresa. No entanto, a oportunidade (disponibilidade de recursos) é um fator essencial para extrair o máximo de benefício de controle.

O IEAP também permitiu formar um ranking de entrincheiramento do acionista principal que por sua vez, pode ser uma informação importante para investidores, credores e outros stakeholders que possam ter alguma relação com a empresa em questão. Além disso, o estudo do efeito entrincheiramento do acionista principal permitiu acrescentar a análise os benefícios de controle, representado aqui por transações com partes relacionadas (tunneling e propping).

O IEAP pode contribuir nas divergências existentes entres os estudos, pois considera os elementos essenciais para a formação do efeito entrincheiramento e permite uma padronização para uma melhor análise do efeito entrincheiramento do acionista principal. Além disso, o IEAP também pode representar o grau de oportunismo do acionista principal.

A análise do IEAP com o VAB e permitiu concluir a presença da hipótese de benefícios privados de controle destacada por Grossman e Hart (1984), pois o acionista principal usa sua posição dominante na empresa.

Essa posição dominante evidenciado pelo seu índice de efeito entrenchamento mostrou uma relação positiva com o valor adicionado gerado (VAB). Então, o acionista principal tem uma preocupação com a criação de valor adicionado para a empresa. Tal fato pode ser explicado na necessidade contínua de extrair benefícios de controle e prevalecer os seus interesses próprios, mas também os interesses da empresa. Dessa forma, a empresa sempre deve buscar melhorar o valor adicionado gerado (VAB) criado pela empresa.

A relação positiva entre IEAP e VAB também evidencia uma boa relação entre o acionista principal e os stakeholders clientes e fornecedores. A ideia é que o acionista principal consiga criar valor aos clientes e fornecedores. Sob a ótica da Teoria Iluminada dos Stakeholders (TIS) é interessante que o acionista principal possa maximizar o valor para os acionistas minoritários e ao mesmo tempo criar valor aos outros stakeholders.

Em relação a DVASNA podemos concluir que não há uma expropriação deste grupo. Governo e funcionários são agentes monitores da possível expropriação do acionista principal. Os funcionários são agentes internos na empresa e seu poder de informação dos fatos que ocorrem podem ser um fator limitante desta expropriação. Adicionalmente, o Governo tem o poder fiscalizador e punitivo o que inibe ações contra o mesmo. Os credores também exercem o monitoramento por meio do controle do endividamento das empresas e exigindo custo de capital mais elevado. Portanto, a não expropriação dos stakeholders não acionistas confirma que esses são essenciais para manutenção da empresa e também para os interesses dos acionistas principais em extrair o máximo de benefícios privados de controle.

A DVASNA pode fornecer informações importantes quando associadas com a maximização do resultados do DVASA. Esta relação pode evidenciar o propósito da Teoria Iluminada dos Stakeholders, ou seja, maximizar os resultados para os acionistas e ao mesmo tempo também criar valor para os stakeholders não acionistas. Em relação ao valor adicionado distribuído aos stakeholders acionistas (DVASA) nossos resultados refutaram a hipótese de expropriação. Pode-se concluir que os benefícios privados relacionadas a saída e entrada de recursos entre as partes relacionadas não prejudicaram o acionista minoritário. O mercado emergente da Índia também contrapõe a hipótese de expropriação dos acionistas minoritários e dos recursos das empresas. As empresas do mercado indiano por meio de empréstimos

transferem recursos entre elas para auxiliar as empresas que estão em dificuldades financeiras (GOPALAN; NANDA; SERU, 2007).

Além disso, foi possível concluir que a capacidade de investimento (CAPEX) e o grau de endividamento (Endiv) também são fatores primordiais na análise entre as relações do IEAP e valor adicionado gerado e distribuído aos stakeholders acionistas e não acionistas. Nos estudos de Leal, Carvalho da Silva e Valadares (2002) enfatizaram que os acionistas principais brasileiros investem, em média, muito mais do que o mínimo necessário para manter o controle nas suas companhias. Tal fato, contesta o argumento que o aumento da concentração de propriedade e controle diminuiria investimentos na empresa controlada.

Em relação a diferença entre o DVASNA e DVASA (DIF) confirma-se a hipótese que o IEAP aumenta a diferença entre stakeholders acionistas e não acionistas. Entretanto, devido a relação positiva entre IEAP e DVASA não se pode comprovar a presença de expropriação por parte do acionista principal. Além disso, o coeficiente do IEAP encontrado foi inferior em relação as outras análises realizadas.

A Teoria Iluminada dos Stakeholders possibilitou a analisar a relação entre um problema decorrente da teoria da agência (efeito entrincheiramento) com questões discutidas na Teoria dos Stakeholders que foi a criação de valores tangíveis aos stakeholders não acionistas e acionistas. Além disso a demonstração do valor adicionado (DVA) pode ser uma fonte útil de informações sobre a criação de valores tangíveis a estes grupos de stakeholders.

Neste contexto, pode ser concluído que o acionista principal tem o poder de decisão, que pode ser usado em benefício próprio, direcionando a estratégia da empresa conforme seus interesses e convicções.

Não se pretende com esta tese esgotar as questões levantadas pela mesma. Ao contrário, ela abre outros caminhos de pesquisa que podem contribuir para aperfeiçoamento e avanço do problema de pesquisa aqui estudado.

Os resultados da tese podem contribuir para os estudos inconclusivos sobre estrutura de propriedade e controle concentrada. De acordo com Boaventura, Silva, Bandeira de Mello (2012) um aumento na criação e distribuição de valor aos stakeholders proporciona um aumento no desempenho financeiro das empresas. Esta tese primeiramente procurou investigar como o efeito do entrincheiramento do acionista principal impacta na geração e distribuição de valor adicionado aos grupos de stakeholders. Outras análises futuras podem estudar a proposta para cada

stakeholder individualmente e fazer uma análise geral. Desta forma pode-se entender o impacto do efeito entrincheiramento do acionista principal para cada stakeholder e investigar possíveis conflitos existentes entre os stakeholders.

A presente tese apresentou uma discussão sobre o problema do uso da variável grau de concentração de controle utilizada nos estudos anteriores e vigentes de forma isolada e sua dicotomia. Assim, pode-se rever os estudos vigentes que utilizam a métrica grau de controle de forma isolada com a proposta do IEAP utilizado nesta pesquisa.

Em sequência, como sugestões para pesquisas futuras, o agrupamento de outros elementos para análise do efeito entrincheiramento do acionista principal ou blocos de controle será uma ótima proposta.

O índice pode ser adaptado a realidade de cada país para o caso de uma análise em outros países. Além disso, tendo em vista que o IEAP é um índice dinâmico e inédito esta tese poderá ser utilizada futuramente para uma análise anual e comparativa de determinada empresa nos respectivos anos. Em adição, sugere-se, ainda a utilização de outras metodologias de análise como *painel data* por exemplo.

A adição de outros parâmetros no modelos de análise da tese, como o “setor” por exemplo, pode ser avaliado em estudos futuros nas relações entre IEAP e VAB e com outras variáveis. Assim, como verificar a inclusão de variáveis moderadoras e mediadoras na análise. As duas propostas são opções que complementam os modelos de análise estudados na tese.

Por fim, a metodologia aqui utilizada foi a Análise dos Componentes Principais (ACP). No entanto pode-se utilizar outra metodologia como Análise dos Componentes Principais Não Linear (ACPNL). Esta metodologia permite acrescentar, por exemplo, a identidade do acionista principal que é uma variável não contínua. Essas e outras propostas poderão contribuir para o avanço das pesquisas no campo.

REFERÊNCIAS

- ABID, F.; FOURATI, S. To what extent can profit margin, value added growth and ownership concentration portrait corporate governance systems? **Economic Research Forum (ERF)**, n. 457, p. 13, Jan. 2009.
- AGUILERA, R. V.; JACKSON, G. Comparative and international corporate governance. **The Academy of Management Annals**, v. 4, n.1, p. 485—556, July 2010
- AHRENS, T.; FILATOTCHEV, I.; THOMSEN, S. The research frontier in corporate governance. **Journal of Management & Governance**, v. 15, p. 311–325, 2011
- ALCHIAN, A. A. Corporate management and property rights. **Economic policy and the regulation of securities**. Washington, DC: American Enterprise Institute, p. 337-360, 1969.
- ALCHIAN, A. A. The basis of some recent advances in the theory of management of the firm. **Journal of Industrial Economics**, v. 14, n. 1, p. 30-41, Nov. 1965.
- ALCHIAN, A.A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. **American Economic Review**, v. 62, n. 5, p. 777-795, Dec. 1972.
- ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Rev. Bras. Econ.** [online]. v.61, n.2, p.129-152, 2007.
- ALDRIGHI, D. M.; POSTALI, F.A. S. Propriedade piramidal das empresas no Brasil. **Economia: revista da ANPEC**, Brasília, v. 12, p. 27-48, Jan-Abr. 2011.
- ALEXANDER, C. S.; MIESING, P.; PARSONS, A. L. How important are stakeholder relationships? 2005. Disponível em: https://pdfs.semanticscholar.org/8057/07ae59ecf6ddb56c6fc5c7a8123941f55fc8.pdf?_ga=2.166437054.1645439654.1585516321-1485726341.1585516321. Acesso em: 21 aug. 2018.
- ALMEIDA, H.; WOLFENZON, D. A theory of pyramidal ownership and family business groups. **National Bureau of Economic Research – NBER - Working Papers**, 2005. Disponível em: <https://archive.nyu.edu/bitstream/2451/26421/2/FIN-05-019.pdf>. Acesso em: 20 mar. 2018
- ALUCHNA, M.; KAMINSKI, B. Ownership structure and company performance: a panel study from Poland. **Baltic Journal of Management**, v. 12, n.4, p. 485-502, Oct. 2017.
- AMMARI, A.; BOUTESKA, A.; REGAIEG, B. CEO Entrenchment and performance: new evidence using nonlinear principal component analysis. **MPRA Paper 75529**, University Library of Munich, Germany, 2016.
- ANHEIER, H. K. **Nonprofit organizations: theory, management, policy**. London, UK: Routledge, 2005
- ARNOLD, B.; LANGE, P. D. Enron: an examination of agency problems. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 15, n. 6-7, p. 751-765, Aug-Oct. 2004.

ARRFELT, M.; MANNOR, M.; NAHRGANG, J.; CHRISTENSEN-SALEM, A. All risk-taking is not the same: examining the competing effects of firm risk-taking with meta-analysis. **Review of Managerial Science**, 2016

ARROW, K. J. Informational structure of the firm. **The American Economic Review**, p. 303-307, 1985. Disponível em: <http://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/pandp.109.712>. Acesso em: 05 set. 2018.

ASKREN, B. J.; BANNISTER, J. W.; PAVLIK, E. L. The impact of performance plan adoption on value added and earnings. **Managerial Finance**, v. 20, n. 9, p. 27-43, Sept. 1994

ATTIG, N.; FISCHER, K. P.; GADHOUM, Y. On the determinants of pyramidal ownership: evidence on dilution of minority interests. **EFA 2004 Maastricht Meetings Paper** n. 4592. 2004. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=434201> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.434201> Acesso em: 25 jul. 2018

AYUNINGTYAS, D.; DIYANTY, V. Negative entrenchment effect of business group conglomerates on selling and purchasing related party transactions. **Journal of Economics, Business & Accountancy Ventura**, v. 19, n.3, Dec. 2016-Mar.2017.

BAÍÁ, E. S. **Expropriação e governança corporativa**: definição do potencial de expropriação dos acionistas controladores e correlação com os mecanismos de governança corporativa -- São Paulo, 2010. 156 p. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2010.

BALEIRAS, R. **Introdução: Economia e política do desenvolvimento regional**. In R. BALEIRAS (coord.), *Casos de desenvolvimento regional* (pp. 13-78). Cascais: Princípia, 2011

BALLA, E.; ROSE, M.J. Loan loss provisions accounting constraints, and bank ownership structure. **Journal of Economics and Business**, v.78, p. 92-117, Mar.-Apr. 2015.

BALSER, D.; MCCLUSKY, J. Managing stakeholder relationships and nonprofit organization effectiveness. **Nonprofit Management & Leadership**, v. 15, n. 3, p. 295-315, 2005

BANNISTER, J.W.; RIAHI-BELKAOUI, A. Value added and corporate control in the US. **Journal of International Financial Management and Accounting**, p. 241-257, (Autumn) 1991

BAO, B. H.; BAO, D. H. Usefulness of value added and abnormal economic economic earnings: an empirical examination. **Journal of Business Finance & Accounting**. Wiley Blackwell, v. 25, n.1-2, p. 251-264, Jan. 1998

BARCLAY, Michael J.; HOLDERNESS, Clifford G. Private benefits from control of public corporations, **Journal of Financial Economics**, v. 25, n. 2, p. 371-395, Dec.1989.

BARNEY, J. B.; HESTERLY, W. Economia das organizações: entendendo a relação entre as organizações e a análise econômica. In: CLEGG, S. R.; HARDY, C.; NORD, W. R. **Handbook de estudos organizacionais**: ação e análise organizacionais. v. 3, São Paulo: Atlas, 2004.

BEBCHUK, L. A rent protection theory of corporate ownership and control. **National Bureau of Economic Research - NBER - Working Paper**, n.W7203, Cambridge, MA: Harvard Law School, July 1999.

BEBCHUK, L. A.; COHEN, A. The costs of entrenched boards. **Journal of Financial Economics**, v. 78, n. 2, p. 409–433, Nov. 2005.

BEBCHUK, L. A.; KRAAKMAN, R.; TRIANTIS, G. G. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity. In: MORCK, R. K. **Concentrated corporate ownership**. NBER Book, p. 295-318, May 31-June 1, February 2000. Disponível em: <https://www.nber.org/books/morc00-1>. Acesso em: 05 jul. 2018

BENDICKSON, J.; MULDOON, J.; LIGUORI, E.; DAVIS, P. Agency theory: the times, they are a-changin. **Management Decision**, v. 54, n. 1, p. 174-193, 2016

BERGER, P. G.; OFEK, E.; YERMACK, D. Managerial entrenchment and capital structure decisions. **Journal of Finance**, v. 52, n. 4, p. 1411-38, Sept. 1997

BERGLOF, E.; CLAESSENS, S. Enforcement and good corporate governance in developing countries and transition economies. **World Bank Research Observer**, v. 21, n. 1, p. 123-150, 2006.

BERHOLD, M. A Theory of linear profit-sharing incentives. **A Quarterly Journal of Economics**, v. 85, n. 3, p. 460-482, Aug. 1971.

BERKMAN, H.; COLE, R.; FU, L. Expropriation through loan guarantees to related parties: evidence from China. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n.1, p. 141-156, Jan. 2009.

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

BERMAN, S.; WICKS, A.; KOTHA, S.; JONES, T. Does stakeholder orientation matter: The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. **The Academy of Management Journal**, v. 42, n. 5, p. 488-506, Oct. 1999

BOAVENTURA, J. M. G.; SILVA, R. S.; BANDEIRA DE MELLO, R. Performance financeira corporativa e performance social corporativa: Desenvolvimento metodológico e contribuição teórica dos estudos empíricos. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 23, n. 60, p. 232-245, 2012

BORTOLON, P. M. Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS**, v. 10, n. 1, p. 2-18, 2013.

BORTOLON, P.; LEAL, R. Dual-class unifications and corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 20, p. 89-108, Sept. 2014.

BOSSE, D. A.; PHILLIPS, R. A.; HARRISON, J. S. Stakeholders, reciprocity, and firm performance. **Strategic Management Journal**, v. 30, n. 4, p. 447-456, Apr. 2009

BOZEC, Y.; LAURIN, C. Large shareholder entrenchment and performance: empirical evidence from Canada. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 35, n. 1-2, p.25–49, Jan.-Mar. 2008.

BRIDOUX, F.; STOELHORST, J. W. Microfoundations for stakeholder theory: managing stakeholders with heterogeneous motives. **Strategic Management Journal**, v. 35, n. 1, p. 107-125, Jan. 2014

BRIGHAM E. F; GAPENSKI L.C; EHRHARDT M.C. **Administração financeira**. Tradução: Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara e José Nicolas Albuja Salazar. São Paulo: Atlas, 2001.

BURRELL, G.; MORGAN, G. **Sociological paradigms and organizational analysis**. London: Heinemann Education Books, 1979

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

CAMARGO, André A. S. de. **Transações entre partes relacionadas**: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar. 2012. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

CAROLL, A.; BUCHOLTZ, A. **Business and society: ethics and stakeholder management**. 4. ed. Cincinnati: South-Western College, 2000.

CARROLL, A. B. A three-dimensional conceptual model of corporate performance. **The Academy of Management Review**. v. 4, n. 4, p. 497-505, Oct. 1979

CARROLL, A. B.; NASI, J. Understanding stakeholder thinking: themes from a finnish. conference. **Business Ethics**. v. 6, n. 1, p. 46–51, Jan. 1997

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

CARVALHO, A.; LIMA RODRIGUES, L.; BRANCO, M. Factors influencing voluntary disclosure in the annual reports of portuguese foundations. **Voluntas**, v. 28, p. 2278–2311, Oct. 2017

CASTELLANETA, F.; GOTTSCHALG, O. Does ownership matter in private equity? The sources of variance in buyouts' performance. **Strategic Management Journal**, v. 37, n. 2, p. 330-348, Feb. 2016.

CASTRO MARTINS, H. **A interdependência entre os conflitos de agência**. 158 f. Tese (Doutorado) -- Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Escola de Administração, Programa de Pós-Graduação em Administração, Porto Alegre, BR-RS, 2016.

CHEN, G.; FORTH, M.; XU, L. Does the type of ownership control matter? Evidence from China's listed companies. **Journal of Banking and Finance**, v. 33, n. 1, pp. 171-181, Jan. 2009.

CHEN, Y. Y; YOUNG, M. N. Cross-border mergers and acquisitions by Chinese listed companies: A principal–principal perspective. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 27, p. 523-539, Sept. 2010.

CHEUNG, S. Y. L.; JING, L.; LU, T.; RAU, P. R.; STOURAITIS, A. Tunneling and propping up: an analysis of related party transactions by chinese listed companies. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 17, n. 3, p. 372-393, June 2009

CHRISTOPHER, J. The multi theoretical approach to governance: authenticating the concept and establishing its control framework. **Corporate Ownership and Control**, v. 8, n. 3, p. 18-27, 2011

CLAESSENS, S., S.; DJANKOV, J. P. H.; FAN; L. H. P. LANG. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, Dec. 2002

CLARKSON, M. E. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. **Academy of Management Review**, v. 20, n. 1, p. 92-117, Jan. 1995

COASE, R. H. The problem of social cost. **Journal of Law and Economics**, v. 3, n. p. 1-44, Oct 1960, publicado em: The University of Chicago Press Stable. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/724810>. Acesso em: 19 de julho de 2018

COASE, R. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, Nov. 1937.

COELHO, A. C.; HOLANDA, A. P.; MOURA, E. A. Efeitos entrincheiramento e alinhamento e informatividade dos lucros contábeis: estudo comparativo. **Revista de Ciências da Administração**, v. 19, n. 8, p. 108-121, 2017.

COLES, J.; LEMMON, M.; MESCHKE, J. Structural models and endogeneity incorporate finance: the link between managerial ownership and corporate performance. **Journal of Financial Economics**, v. 103, n. 1, p. 149-168, Jan. 2012.

COLLIN, S.-O.Y.; SMITH, C.E.; UMANS, T.; BROBERG, P.; TAGESSON, T. Mechanisms of corporate governance going international: testing its performance effects in the Swedish economy. **Baltic Journal of Management**, v. 8, n 1, p. 79-101, Jan. 2013

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Técnico CPC 09**. Disponível em: http://www.cpc.org.br/Arquivos/Documentos/175_CPC_09.pdf Acesso em: 24 outubro, 2018

CONOVER, T. L.; NICHOLS, N. B. A further examination of income shifting through transfer pricing considering firm size and/or distress. **The International Journal of Accounting**, v. 35, n. 2, p. 189–211, July 2000

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. 7. ed. São Paulo: Bookman, 2003.

CORRAR, L. J.; PAULO, E.; FILHO, J. M. D. **Análise multivariada**: para os cursos de administração, ciências contábeis e economia. Ed. Atlas. São Paulo, 2007.

COSENZA, J.P.; GALLIZO, J.L.; JIMENEZ, F. A participação dos agentes econômicos no valor adicionado: estudo empírico na indústria siderúrgica brasileira no período 1996/2000, **Contabilidade Vista & Revista**, v. 13, n. 2, p. 37-65, .2002.

COSTA, D. R. M. Moral hazard na relação contratual entre cooperativa e cooperado. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 2, n. 4, p. 55-74, 2008.

CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, I. The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. Postado em 7 de agosto de 2018, p. 29. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3216179. Acesso em: 24 out. 2018

CRONQVIST, H.; NILSSON, M. Agency costs of controlling minority shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 4, p. 695-719, Dec. 2003.

CUNHA, J. V. A.; RIBEIRO, M. S.; SANTOS, A. (2005) A demonstração do valor adicionado como instrumento de mensuração da distribuição da riqueza. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 16, n. 37, p. 7-23, 2005. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772005000100001> Acesso em: 10 jul. 2018

DAM, L.; SCHOLTENS, B. Ownership concentration and CSR policy of european multinational enterprises. **Journal of Business Ethics**, v. 118, n. 1, p. 117–126, Nov. 2013

DE MIGUEL, A.; PINDADO, J.; DE LA TORRE, C. Ownership structure and firm value: new evidence from Spain. **Strategic Management Journal**, v. 25, n. 12, pp. 1199-1207, Dec. 2004

DEDMAN, E. The cadbury committee recommendations on corporate governance: a review of compliance and performance impacts. **International Journal of Management Reviews**, v. 4, n.4, pp. 335-352, Dec. 2002.

DELLA PORTA, D.; MARIO, M. Social movements: an introduction. Malden, MA: Blackwell. Deloitte Touche and Tohmatsu (1997). **Corporate Environmental Report Score Card**. Denmark: Deloitte Touche and Tohmatsu, 1999

DEMSETZ, H. The structure of ownership and the theory of the firm. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, pp. 375-390, 1983

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, n. 3, p. 209-233, 2001

DJANKOV, S.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; LA PORTA, R.; SHLEIFER, A. The law and economics of self-dealing. **Journal of Financial Economics**, v. 88, n. 3, p. 430-465, Jan. 2008

DONALDSON, T; PRESTON, L. E. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. **Academy of Management Review**. v. 20, n. 1, p. 65–92, Jan. 1995

DYCK, A.; ZINGALES, L. Private benefits of control: an international comparison. **The Journal of Finance**. 63, 2002.

ETZIONI, A. **The new golden rule: community and morality in a democratic society**. New York: Basic Books, 1996

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

FACCIO, M.; LANG, L. The ultimate ownership of western european corporations, **Journal of Financial Economics**, v. 65, n 3, p. 365-395, Sept. 2002.

FAGUNDES, J. PONDE, J.L. **Barreiras à entrada e defesa da concorrência: notas introdutórias**. UFRJ, Rio de Janeiro, 2001. (Texto para discussão).

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, June 1983.

FAMA, E.F. Agency theory and theory of a firm. **Journal of Political Economy**, v. 88 n. 2, pp. 288-307, 1980

FAN, J.; WONG, T.J. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in east asia. **Journal of Accounting and Economics**, 33, 401-425, 2002.

FARIAS FILHO, M. C.; ARRUDA FILHO, E. J. M. **Planejamento da pesquisa científica**. São Paulo: Grupo Gen. 2013.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Manual de análise de dados**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2017.

FIPECAFI. **Manual de contabilidade societária**: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC . 2ª. Edição. São Paulo: Atlas, 2013.

FLORACKIS, C.; OZKAN, A. The impact of managerial entrenchment on agency costs: an empirical investigation using UK panel data. **European Financial Management**, v. 15, n. 3, p. 497–528, May 2009.

FORST, A.; HETTLER, B.; BARNIV, R. R. Insider ownership and financial analysts information environment: evidence from dual-class firms. **Business-Economics Faculty Publications**. Working paper n. 22. Disponível em : https://digitalcommons.brockport.edu/bus_facpub/22. Acesso em: 18 set. 2018

FREEMAN, R. E. Managing for stakeholders: trade-offs or value creation. **Journal of Business Ethics**. v. 96, p. 7-9, June 2010

FREEMAN, R. E. Managing for stakeholders: Trade-offs or value creation. **Journal of Business Ethics**, v. 96, n. June, p. 7–9, 2010.

FREEMAN, R. E. **Strategic Management**: A stakeholder approach. Boston, MA: Pitman, 1984

FREEMAN, R. E., HARRISON, J. S., WICKS, A. C., PARMAR, B. L., & COLLE, S. **Stakeholder theory**: the state of the art. New York: Cambridge University Press, 2010

FREEMAN, R. E.; EVAN, W. M. Corporate governance: A stakeholder interpretation. **Journal of Behavioral Economics**. v. 19, n. 4, p. 337-359, 1990

FREEMAN, R. E.; HARRISON, J. S.; WICKS, A. C. **Managing for stakeholders**: Survival, reputation, and success. New Haven: Yale University Press. 2007

FREGONESI, M. S. F. A. **Investimentos socioambientais na demonstração do valor adicionado**: formação ou distribuição do valor adicionado - São Paulo, 2009. 222 p. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2009.

FRIEDMAN, A. L.; MILES, S. Developing stakeholder theory. **Journal of Management Studies**, v. 39, n. 1, p. 1-21, Jan. 2002

FROOMAN, J. Stakeholder influence strategies. **Academy of Management Review**, v. 24, n. 2, p. 191–205, Apr. 1999

GAITAN, S.; HERRERA-ECHEVERRI, H.; PABLO, E. How corporate governance affects productivity in civil-law business environments: evidence from Latin America. **Global Finance Journal**, v. 37, p. 173-185, Aug. 2018.

GARCIA-CASTRO, R.; AGUILERA, R. V. Incremental value creation and appropriation in a world with multiple stakeholders. **Strategic Management Journal**, v. 36, n. 1, p.137-147, Jan. 2015

GEDAJLOVIC, E.; SHAPIRO, D. Ownership structure and firm profitability in Japan. **Academy of Management Journal**, v. 45, n. 2, p. 565-575, 2002. Disponível em: <http://www.sfu.ca/~erg/research/japan411f.pdf>. Acesso em: 15 ago. 2018

GEDAJLOVIC, E.; YOSHIKAWA, T.; HASHIMOTO, M. Ownership structure, investment behavior and firm performance in Japanese manufacturing industries. **Organization Studies**, v. 26, n. 1, p. 7-35, Jan. 2005

GOMES DA SILVA, M.; CÂNDIDO, G.A.; FÁTIMA MARTINS, M. Método de construção do índice de desenvolvimento local sustentável: uma proposta metodológica e aplicada. **Revista Brasileira de Produtos Agroindustriais**, Campina Grande, v.11, n.1, p.55-72, 2009.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107–156, Feb. 2003.

GONZALEZ MOYANO, R. **Valor do controle corporativo no Brasil**. 51 f. Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo (FGV), 2017.

GOPALAN, R.; NANDA, V.; SERU, A. Affiliated firms and financial support: evidence from Indian business groups. **Journal of Financial Economics**, v. 86, n. 3, p. 759–795, Dec. 2007

GÓRRIZ, C. G.; FUMÁS, V. S. Ownership structure and firm performance: some empirical evidence from Spain. **Managerial and Decision Economics**, v. 17, n. 6, p. 575-586, Nov. 1996

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. How clients can win the gaming game. **The Journal of Portfolio Management**, v. 13, n. 4, p. 14-20, 1987.

GROB, K. **Equity ownership and performance**: an empirical study of german traded companies. Thesis. p. 1-383. Frankfurt: Heidelberg: Physica-Verlag Heidelberg, New York, 2007.

GROSSMAN, S.J.; HART, O.D. Vertical integration and the distribution of property rights. University of Chicago, Mimeo graphed, Chicago, 1984

GUGLER, K.; IVANOVA, N.; ZECHNER, J. Ownership and control in Central and Eastern Europe. **Journal of Corporate Finance**. Elsevier, vol. 26(C), p. 145-163, 2014

HAIR Jr., J.F.; BLACK, W.C.; BABIN, B.J.; ANDERSON, R.E.; TATHAM, R.L. **Análise multivariada de dados**. 6.ed. Porto Alegre, Bookman, p. 688, 2009

HAIR, J. F.; BABIN, B.; MONEY, A.; SAMOUEL, P. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2010

HAIR, Jr; BLACK, W. C; BABIN, B. J; ANDERSON, R. E; TATHAM, R. L. **Multivariate data analysis**. 8ª edição. Upper Saddle River, NJ: Cengage Learning EMEA, 2019

HALLER, A.; VAN STADEN, Chris. The value added statement: an appropriate instrument for integrated reporting accounting. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 27, n. 7, p. 1190-1216, Aug. 2014.

HARRIS, M.; RAVIV, A. Corporate control contests and capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1-2, p. 55-86, Jan-Mar. 1988. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90040-2](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90040-2). Acesso em: 18 jul. 2018

HARRISON, J. S.; BOSSE, D. A. How much is too much? The limits to generous treatment of stakeholders. **Business Horizons**, v. 56, n. 3, p. 313-322, May-June 2013

HARRISON, J. S.; BOSSE, D. A.; PHILLIPS, R. A. Managing for stakeholders, stakeholder utility functions, and competitive advantage. **Strategic Management Journal**, v. 31, n. 1, p. 58-74, Jan. 2010

HARRISON, J. S.; FREEMAN, R. E.; ABREU, M. C. S. Stakeholder theory as an ethical approach to effective management: applying the theory to multiple contexts. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 17, n. 55, p. 858-869, Apr. 2015

HARRISON, J. S.; WICKS, A. C. Stakeholder theory, value, and firm performance. **Business Ethics Quarterly**, v. 23, n. 1, p. 97-124, Jan. 2013

HEATH, J.; NORMAN, W. Stakeholder theory, corporate governance and public management: what can the history of state-run enterprises teach us in the post-Enron? **Journal of Business Ethics**, v. 53, n. 3, p. 247-265, Sept. 2004

HECKERMAN, D.G. Motivating managers to make investment decisions. **Journal of Financial Economics**, v. 2, n. 3, p. 273-292, Sept. 1975.

HEINFELDT, J.; CURCIO, R. Employee management strategy, stakeholder-agency theory, and the value of the firm. **Journal of financial and strategic decisions**. v. 10, n. 1, 1997

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDÁ, M. F. **Teoria da contabilidade**. Tradução: Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

HERRERA, M. E. B.; ROMAN, F. L.; ALARILLA, M. C. I. Overview of health sector reform in the Philippines and possible opportunities for public-private partnerships. **AIM Working Paper Series n. 10-002**. Makati City, Philippines: Asian Institute of Management, 2010

HEYDEN, M.M.; OEHEMICHEN, J.; NICHTING, S.; VOLBERDA, H. Board background heterogeneity and exploration-exploitation: the role of the institutionally-adopted board model. **Global Strategy Journal**, v. 5, n. 2, p. 154-176, Apr. 2015.

HILL, C. W. L.; JONES, T. W. Stakeholder-agency theory. **Journal of Management Studies**, v. 29, n. 2, p. 131-54, Mar. 1992.

HILL, C. W. L.; SNELL, S. Effects of ownership structure and control on corporate productivity. **The Academy of Management Journal**, v. 32, n. 1, p. 25-46, Nov. 1989, Disponível em: www.jstor.org/stable/256418. Acesso em: 18 out 2018

HO, P. J.; KWANGWOO, P.; ANDREW, R. R. Controlling shareholders and financial constraints around the world. **Managerial Finance**, v. 44, n. 1, p. 92-108, Jan. 2018.

HOLDERNESS, C.G. A survey of blockholders and corporate control. **Economic Policy Review**, v, 9, n. 1, p. 51-64, Apr. 2003.

HONG, H. A.; KIM, J.-B.; WELKER, M. Divergence of cash flow and voting rights, opacity, and stock price crash risk: international evidence. **Journal of Accounting Research**, v. 55, n. 5, p. 1167-1212, Aug. 2017.

JANANG, J.T.; SUHAIMI, R.; SALAMUDIN, N. Can ownership concentration and structure be linked to productive efficiency? Evidence from government linked companies in Malaysia. **Procedia Economics and Finance**, v. 31, p. 101-109, 2015. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567115011363>. Acesso em: 20 ago. 2018

JARA-BERTIN, M.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F.J.; LÓPEZ-DE-FORONDA, Ó. The contest to the control in european family companies: how other shareholders affect company value. **Corporate Governance: An International Review**, v. 16, n. 3, p. 146-159, Aug. 2008.

JEGERS, M. **Managerial economics of non-profit organizations**. London, UK: Routledge, 2008

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

JENSEN, M.C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 832-80, July 1993.

JENSEN, M. C. Eclipse of the public corporation, **Harvard Business Review**, vol. 67, n. 5, pp. 61-74, 1989

JENSEN, M. Value maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function. **European Financial Management**, v. 7, n. 3, p. 297-317, 2001.

JIN, M.; ZHAO, S.; KUMBHAKAR, S. Financial constraints and firm productivity: evidence from chinese manufacturing. **European Journal of Operational Research**, 2018. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/319252753_Financial_Constraints_and_Firm_Productivity_Evidence_from_Chinese_Manufacturing. Acesso em: 20 jan. 2019

JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F. e SHLEIFER, A. Tunneling. **American Economic Review**, v. 90, p. 22-27, May 2000.

JONES, T. M. Instrumental stakeholder theory: a synthesis of ethics and economics. **Academy of Management Review**, v. 20, n. 2, p. 404-437, Apr. 1995

JONG, P.; HELLER, G. Z. **Generalized linear models for insurance data**. 1. ed. New York: Cambridge, 2008.

KIM, E. The impact of family ownership and capital structures on productivity performance of Korean manufacturing firms: corporate governance and the “chaebol” problem. **Journal of Japanese International Economics**, v. 20, n. 2, p. 209–233, Jun. 2006

KOKE, J.F.; RENNEBOOG, L. Do corporate control and product market competition lead to stronger productivity growth? Evidence from market-oriented blockholder-based governance regimes. **Journal of Law and Economics**, v. 48, n. 2, pp. 475-516, Oct. 2005

KONRAHT, J. M.; CAMARGO, R. V. W.; VICENTE, E. F. R. Excesso de controle acionário: um estudo do seu reflexo sobre o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto. **Enfoque**, v. 35, n. 2, p. 105, 2016

KRIVOGORSKY, V.; BURTON, G. Dominant owners and performance of Continental European firms. **Journal of International Accounting Research**, v. 11, n. 1, p. 191-221, 2012

KUMAR, P.; ZATTONI, A. Ownership, managerial entrenchment, and corporate performance. **Corporate Governance: an international review**, v. 22, n. 1, p. 1-3, Jan. 2014

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance Economics**, v. 54, n. 2, p. 471-517, Apr. 1999. Disponível em: <http://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/corporateownership.pdf> Acesso em: 20 ago. 2018

LAHOUEL, B.; PERETTI, J.; AUTISSIER, D. Stakeholder power and corporate social performance. **Corporate Governance**, v. 14, n. 3, p. 363–381, May 2014

LAIL, B. E.; MARTIN, G. W. Are entrenched managers accounting choices more predictive of future cash flows? **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 44, p. 593-610, Mar. 2017

LAMONT, M.; KENNELLY, M.; WEILER, B. Volunteers as tour guides: a stakeholder-agency theory case study. **Current Issues in Tourism**, v. 21, n. 1, p. 58-77, 2018

LAWLER, E. J.; BACHARACH, S. B. Comparisons of dependence and punitive forms of power. **Social Forces**, v. 66, n.2, p. 446–62, Dec. 1987

LE, S.; KROLL, M.; WALTERS, B. The impact of institutional changes on corporate governance mechanisms in transition economies. **Journal of Management and Governance**, v. 14, n. 2, p. 91-114, 2010

LEA, D. (2004). The imperfect nature of corporate responsibilities to stakeholders. **Business Ethics Quarterly**, v. 14, n. 2, p. 201–217, Apr. 2004

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C. Controle compartilhado e o valor das empresas brasileiras. **RAC-Eletrônica**, v. 2, n. 2, art 8, p. 296-310, Maio-Ago.2008.

LEAL, R. P.; CARVALHAL DA SILVA, A.; VALADARES, S. Estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, Jan-Abr. 2002

LEASE, R. C.; MCCONNELL, J. J.; MIKKELSON, W. H. The market value of control in publicly-traded corporations. **Journal of Financial Economics**, v 11, p. 439-471, Nov. 1983 Disponível em: <http://lcb-file.uoregon.edu/wmikkels/JFE%20%20published%20paper%201983%20Market%20value%20of%20control.pdf>. Acesso: 10 set. 2018.

LEECH, D.; LEAHY, J. Ownership structure, control type classifications and the performance of large british companies. **Economic Journal**, v. 101, n. 409, p. 1418-37, Nov. 1991

LEHMANN, E.; WEIGAND, J. Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany. **Review of Finance**, v. 4, n. 2, p. 157-195, Aug. 2000

LEI, A.; SONG, F. Connected transactions and firm value: evidence from China-affiliated companies. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 19, n. 5, p. 470-490, Nov. 2011.

LETZA, S.; SUN, X.; KIRKBRIDE, J. Shareholding versus stakeholding: a critical review of corporate governance. **Corporate Governance**, v. 12, n. 3, p. 242–62, July 2004

LEV, Baruch. On the usefulness of earnings and earnings research: lessons and directions from two decades of empirical research. **Journal of Accounting Research**, v. 27, n. p.153-192, 1989.

LIEBERMAN, M. B.; GARCIA-CASTRO, R.; BALASUBRAMANIAN, N. Measuring value creation and appropriation in firms: the VCA model. **Strategic Management Journal**, v. 38, n. 6, p. 1193-1211, June 2017

LI, T.; ZAIATS, N. Information environment and earnings management of dual class firms around the world. **Journal of Banking & Finance**, v. 74, p. 1-23, Jan. 2017.

LI, Y. Family-controlled chinese listed corporations and earnings management. **1St International Conference On Advanced Business & Social Sciences (Icabss-2016), Bali, Indonesia, 28Th & 29Th.** p. 52-80, Jan. 2016, Disponível em: <http://apiar.org.au/?conference=1st-international-conference-on-advanced-business-social-sciences-icabss-2016> Acesso em: 5 jul. 2018

LIN, Y-C.; WANG, Y-C.; CHIOU, J-R.; HUANG, H-W. CEO characteristics and internal control quality. **Corporate Governance: an international review**, v. 22; n. 1, p. 24-42, Jan. 2014.

LOPES, A. B. A teoria dos contratos, governança corporativa e contabilidade. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel (Coord.). Teoria avançada da contabilidade. São Paulo: Atlas, 2004

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2007, cap.2, p.28 a 49.

LOPES; A.B; WALKER, M. Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil (February 1, 2008). Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1095781> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1095781> Acesso em: 05 jul. 2018

LUCAS, R. **On the mechanics of economic development**. Chicago: University of Chicago, 1988

MACHADO, M. A. V; MACEDO, M. A. S.; MACHADO, M. R. Analysis of the relevance of information content of the value added statement in the brazilian capital markets. **Revista de Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v.26, n.67, p. 57-69, Jan./Apr. 2015.

MARENS, R.; WICKS, A.. Getting real: stakeholder theory, managerial practice, and the general irrelevance of fiduciary duties owed to shareholders. **Business Ethics Quarterly**. Chicago, v.9, n.2, p.273-294, Apr. 1999.

MAROCO, João. **Análise estatística com utilização do SPSS**. 3. ed. Lisboa: Edições Sílabo, 2007.

MARQUES, T. D. E. Á.; GUIMARÃES, T. M.; PEIXOTO, F. M. A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. **RAM - Revista de Administração Mackenzie**, v. 16, n. 4, p. 100-133, Jul-Ago. 2015.

MARTINEZ, A. L. Agency theory na pesquisa contábil. In: **ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓSGRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE**, 22, 1998, Foz do Iguaçu. Anais. Foz do Iguaçu: ANPAD, 1998.

MARTINEZ, A. L. Agressividade tributária: um survey da literatura. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 11, Ed. Especial, art. 6 p. 106-124, 2017. Disponível em: <https://www.redalyc.org/pdf/4416/441653809007.pdf>. Acesso em: 20 ago. 2018

MARTINS, P.; ESTEVES, L. Foreign ownership, employment and wages in Brazil: evidence from acquisitions, divestments and job movers. **Technology and Investment**, v. 6, n. 1, p. 22-45, Feb. 2015

MARTINS, E.; GELBCKE, E. R.; SANTOS, A.; IUDÍCIBUS, S. **Manual de contabilidade societária: Aplicável a todas as sociedades (2ª ed.)**. São Paulo: Editora Atlas S.A, 2013

MASCENA, K. M. C.; FISCHMANN, A. A.; BOAVENTURA, J. M. G. Stakeholder prioritization in Brazilian companies disclosing GRI reports. **BBR – Brazilian Business Review**, v. 15, n. 1, p. 17-32, Jan-Feb. 2018

MASULIS, R.W.; PHAM, P.K.; ZEIN, J. Pyramids: empirical evidence on the costs and benefits of family business groups around the world, 2009. Disponível em: http://69.175.2.130/~finman/Turin/Papers/Family_Business_Groups_11_25_08.pdf. Acesso em: 29 mar. 2018.

MATOS, O. M. S. P. **O impacto das transações com partes relacionadas na performance operacional das companhias listadas na BM&FBovespa**. 2011. 51 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Espírito Santo, 2011.

MAURY, B.; PAJUSTE, A. Multiple large shareholders and firm value. **Journal of Banking and Finance**, v. 29, n. 7, p. 1813-1834, July 2005.

MCCARTHY, J. D.; ZALD, M. N. Resource mobilization and social movements: A partial theory. **American Journal of Sociology**, v. 82, n. 6, p. 1212–1241, May 1977

MCCONNELL, J. J.; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 595-612, Oct. 1990

MCCULLAUGH, P.; NELDER, J. **Generalized linear models**. Chapman and Hall, 1989

MCWILLIAMS, A.; SIEGEL, D. Corporate social responsibility: a theory of the firm perspective. **Academy of Management Review**, v. 26, n. 1, p. 117-127, Jan. 2001

MEO, F.D.; LARA GARCIA, J.M.; SURROCA, J.A. Managerial entrenchment and earnings management. **Journal of Accounting and Public Policy**. 2017

MERINO, E. G.; MANZANEQUE, M.; RAMÍREZ, Y. Value-added distribution to stakeholder of spanish listed companies: a corporate governance perspective. **Journal of Management and Governance**, p. 1-28, July 2018

MILES, S.; FRIEDMAN, A. L. The social construction of stakeholder management in the UK. **Governance and Accountability Group Working Paper**. v. 04, n. 01. Oxford: The Business School, Oxford Brookes University, 2004

MILGROM, P.; ROBERTS, J. **Economics, organizacional & management**. New Jersey: Prentice-Hall, 1992.

MILLER, J. L. The board as a monitor of organizational activity: the applicability of agency theory to nonprofit boards. **Nonprofit Management & Leadership**, v. 12, n. 4, p. 429-450, 2002

MITCHELL, R. K.; AGLE, B. R.; WOOD, D. J. Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts. **Academy of Management Review**, v. 22, n. 4, p. 853-886, Oct. 1997

MITNICK, B. M. Fiduciary rationality and public policy: the theory of agency and some consequences. 1973. **SSRN**. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1020859> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1020859>>. Acesso em: 21 mar. 2018.

MITZKUS, S. **Theoretical basis of supply management: theoretical and practical contributions of agency theory**. Thesis. University of Twente, Faculty of Management and Governance, 2013

MNASRI; K; ELLOUZE, D. Ownership structure, product market competition and productivity. **Management Decision**, v. 53, n. 8, p. 1771 – 1805, Sept. 2015

MORCK, R. Concentrated corporate ownership. **National Bureau of Economic Research - NBER**, Jan. 2000. Disponível em: <https://www.nber.org/chapters/c9003.pdf>. Acesso em: 20 aug. 2018

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1/2, p. 293-315, Jan-Mar. 1988.

MORLEY, M. The value added statement in Britain. **The Accounting Review**, v. 54, n. 3, p. 618-629, July 1979

MOUSSA, S.; RACHDI, H.; AMMERI, A. Governance, managers' entrenchment and performance: evidence in french firms listed in SBF 120, **International Journal of Business and Social Research**, v. 3,n.2, p 35-48, 2013

MYGIND, N. Stakeholder ownership and maximization. **Corporate Governance**, v. 9, n. 2, p. 158–174, 2009.

NELDER, J.A.; WEDDERBURN, R.W.M. Generalized linear models. **Journal of the Royal Statistical Society. Series A (General)**. vol. 135, n. 3, p. 370-384. Wiley, 1972. Disponível em: <https://docs.ufpr.br/~taconeli/CE225/Artigo.pdf>. Acesso em: 07 jul. 2018

NENOVA, T. The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis. **Journal of financial economics**, vol 68, p. 325-351, Feb. 2003

NI, Xiaoran. Controlling shareholder entrenchment, investor protection, and firm cash holding: chinese experience. **Asian Finance Association (AsianFA)**, Feb. 2015 Conference Paper. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2565058> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2565058>. Acesso em: 10 set. 2018

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**, Dissertação Mestrado. Universidade de São Paulo (USP), 2003

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea, Eletrônica**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007

OLIVEIRA, A. C. B. de. **Posturas estratégicas de criação de valor para stakeholders** – São Paulo, 2016. 173 p. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2016.

OLIVEIRA, M. C.; ALVES, J. F. V. (2003). A Evolução da evidenciação da demonstração do valor adicionado no Brasil e a geração e distribuição de riqueza por empresas brasileiras. **Anais do 3º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo. Texto em CD-ROM

OLIVEIRA, M. S., RECH, I. J., & CUNHA, M. F. Relação entre a distribuição de riqueza apresentada na DVA e o IDH-M dos Municípios Sede de Empresas Abertas. 2015. **XV Congresso USP Controladoria e Contabilidade**, São Paulo, SP, Brasil, 29/31. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos152015/289.pdf> Acesso em: 11 jul. 2018

OLSSON, U. **Generalized linear models: an applied approach**. Studentlitteratur, 2002

OSTROWER, F.; STONE, M. M. Governance: research trends, gaps, and future prospects. In: W. W. Powell & R. Steinberg (Eds.). **The nonprofit sector: a research handbook**, 2nd ed., p. 612-628), 2006. New Haven, CT: Yale University Press.

OVERLAND, C.; MAVRUK, T.; SJOGREN, S. Keeping it real or keeping it simple? Ownership concentration measures compared. **Working Paper**. University of Gothenburg, 2012

PERRINI, F.; ROSSI, G.; ROVERRA, B. Does ownership structure affect performance? Evidence from the Italian market. **Corporate Governance**, v. 16, n. 4, p. 312-325, Sept. 2008

PFEFFER, J. Interorganizational influence and managerial attitudes. **Academy of Management Journal**, v.15, n. 3, p. 775–90, Nov. 1972

PHILLIPS, R.; FREEMAN, R. E.; WICKS, A. C. What stakeholder theory is not. **Business Ethics Quarterly**, v. 13, n. 4, p. 479-502, Oct. 2003

PICHET, E. Enlightened shareholder theory: whose interests should be served by the supporters of corporate governance? **Corporate Ownership and Control**, v. 8, n. 2 F, p. 354–362, 2011.

PRESTON, S. H. The changing relation between mortality and level of economic development. **Population Studies**, v. 29, n. 2, p. 231–248, 1975. **JSTOR**, Disponível em: www.jstor.org/stable/2173509, Acesso em: 20 jul. 2018.

PRIOR, D.; SURROCA, J.; TRIBO, J. A. Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. **Corporate Governance: an international review**, v. 16, n. 3, p. 160–177, Aug. 2008

PROENÇA, José M. M. Direitos e deveres dos acionistas. In: **Direito societário: sociedades anônimas**. REIS, Maria Eugênia (coordenadora). São Paulo: Saraiva, 2011

PURSEY, P.; HEUGENS, R.; ESSEN, M.; OOSTERHOUT, J. Meta-analyzing ownership concentration and firm value in Asia: towards a more fine-grained understanding. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 26, p. 481-512, 2009

RAFIQUE, Y. Q.; AL, M. A.; MARGURITE, H. The impact of ownership structure on financial reporting quality in the east. **International Journal of Organizational Analysis**, v. 25, n. 2, p. 178-197, May 2017

Rapaport, M.; Sheng, H. Ownership structure and firm value in Brazil. **Academia: Revista Latinoamericana de Administración**, v. 45, p. 76-95, 2010

REED, D. Employing normative stakeholder theory in developing countries. **Business & Society**, v.41, n. 1, p. 166–207, June 2002

RENNEBOOG, L., SZILAGYI, P. G. How relevant is dividend policy under low shareholder protection? **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.intfin.2015.01.006> Acesso em: 13 jul. 2018

RIAHI-BELKAOUI, A. **Value added reporting - lessons for the United States**. Quorum Books. Westport, Connecticut, 1992

RIAHI-BELKAOUI, A.; PICUR, R. Net value added as an explanatory variable for returns. **Managerial Finance**, v. 20, n. 9, p. 56-64, Sept. 1994

RIAHI-BELKAOUI, Ahmed. Net value added and earnings determination. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, Boston, v. 13, n. 4, p. 393-399, Dec. 1999.

- RIYANTO, Y.E.; TOOLSEMA, L.A. Tunneling and propping: a justification for pyramidal ownership. **Journal of Banking & Finance**, v. 32, n. 10, p.2178-2187, Oct. 2008
- ROMER, P. Increasing Returns and Long-Run Growth. **Journal of Political Economy**, 94 (5), 1002-1037, 1986
- ROSS, S. A. The economic theory of agency: the principal's problems. **American Economic Review**, v. 63, n. 2, p. 134-139, May 1973.
- ROSSI, F.; HARJOTO, M. Corporate non-financial disclosure, firm value, risk, and agency cost: evidence from Italian listed companies. **Conference: Global Finance Conference**, At Paris 3-5 July 2018
- ROWLEY, T. I.; MOLDOVEANU, M. When will stakeholder groups act? An interest- and identity-based model of stakeholder group mobilization. **Academy of Management Review**, v. 28, n. 2, p. 204-219, Apr. 2003
- ROWLEY, T. J. Moving beyond dyadic ties: A network theory of stakeholder influences. **Academy of Management Review**, v. 22, n. 4, p. 887-910, Oct. 1997
- RYNGAERT, M. D.; THOMAS, S. Related party transactions: their origins and wealth effects, 2007. Disponível em: **SSRN**: <https://ssrn.com/abstract=970689> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.970689>. Acesso em: 10 set. 2018
- SAITO, R. Determinants of the differential pricing between voting and non-voting shares in Brazil. **Brazilian Review of Econometrics**, v. 23, n. 1, p. 77-111, 2003.
- SAITO, R.; SILVEIRA, A. M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, art. 6, p. 79-86, 2008.
- SAKAI, H.; ASAOKA, H. The japanese corporate governance system and firm performance: toward sustainable growth, working paper, **Research Center for Policy and Economy Mitsubishi Research Institute Inc., (MRI)**, 2003
- SALANCIK, G. R. Interorganizational dependence and responsiveness to affirmative action: the case of women and defense contractors. **Academy of Management Journal**, v. 22, n. 2, p. 375-94, 1979
- SALANIÉ, B. **The economics of contracts**. Cambridge: The MIT Press, 2002.
- SALEHI, M., MAHMOUDABADI, M.; ADIBIAN, M. The relationship between managerial entrenchment, earnings management and firm innovation. **International Journal of Productivity and Performance Management**, v. 67, n. 9, p. 2089-2107, Nov. 2018
- SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LUCIO, María del P. B. **Metodologia de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2006.
- SANTOS, A. A.; BOTINHA, R. A.; LEMES, S. Análise da “Value Relevance” da Demonstração do Valor Adicionado nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 18, n. nd, p. 1-16, 2019.

SANTOS, A. D.; CHAN, B. L.; SILVA, F. L. Análise dos impactos da privatização na distribuição de riqueza a partir da demonstração do valor adicionado. **Revista Universo Contábil**, v. 3, n. 2, P. 6-21, 2007.

SANTOS, C. M. **Determinants of economic growth of G-20 Developing Nations**. 2008. 167 f. Tese (Doutorado em Economia e Gerenciamento do Agronegócio; Economia das Relações Internacionais; Economia dos Recursos) - Universidade Federal de Viçosa, Viçosa, 2008.

SARLO NETO, A. **Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro**. 2009. 180p. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

SARLO NETO, A.; RODRIGUES, A.; ALMEIDA, J. E. F. Concentração de votos e acordo de acionistas: influências sobre o conservadorismo. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, v. 21, n. 54, art. 2, p. 6-22, 2010.

SARTURI, G.; BOAVENTURA, J. M. G.; PRIEM, R.; MONZONI, M. P. Value distribution to the employee stakeholder group and organizational performance. In **SMS Annual Conference**, 36th. Berlin: Strategic Management Society, 2016

SCHERER, L. M. **Valor adicionado**: análise empírica de sua relevância para as companhias abertas que publicam a demonstração do valor adicionado – São Paulo, 2006. 129 p. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2006

SCHUMPETER, J. A. **A Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucro, capital, crédito, juro e o ciclo econômico**. Rio de Janeiro: Nova Cultural, 1982.

SEVERO, P. S.; TINOCO, J. E. P.; LOS, G. Z.; LOPES, J. C. S.; YOSHITAKE, M. (2012). Evidenciação da distribuição de valores gerados ao pessoal, ao governo e as sobras aos cooperados com base na Demonstração do Valor Adicionado (DVA) de Cooperativa de Crédito no período de 2008 a 2010. **Anais do Seminários em Administração**, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil, 15.

SHAHZAD, A.; RUTHERFORD, M.; SHARFMAN, M. Stakeholder-centric governance and corporate social performance: a cross-national study. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 23, n. 2, p. 100-112, Mar. 2015

SHEU, H.-J.; YANG, C.-Y. Insider ownership structure and firm performance: a productivity perspective study in Taiwan's electronics industry. **Corporate Governance: an international review**. v. 13, n. 2, p. 326-337, Mar. 2005

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, June 1997

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Large shareholders and corporate control. **Journal of Political Economy**, v. 94, n. 3, p. 461-488, June 1986.

SHORT, H. Ownership, control, financial structure and the performance of firms. **Journal of Economic Surveys**, v. 8, n. 3, p. 203-249, Sept. 1994.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

SILVA, A.; SUBRAHMANYAM, A. Dual-class premium, corporate governance, and the mandatory bid rule: evidence from the brazilian stock market. **Journal of Corporate Finance**, vol.102. 1-24, 2007

SILVEIRA, A. Di Miceli da; BARROS, L. A. B. de C.; FAMA, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, Abr-Jun. 2008.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **Revista Eletrônica de Administração – REAd**, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, v. 14, n. 3, p. 512-540, Set-Dez. 2008.

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

SILVEIRA, A. D. M.; YOSHINAGA, C. E.; BORBA, P. D. R. F. Crítica à teoria dos stakeholders como função-objetivo corporativa. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 12, n. 1, p. 33–42, 2005.

SIMONSEN, M. H.; CYSNE, R. P. **Macroeconomia**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007

SOARES, R. O.; KLOECKNER, G. O. Endividamento em firmas com alta propensão à expropriação: o caso de firmas com um controlador. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 4, art. 6, p. 79-93, 2008

STEINBERG, R. Principal–agent theory and nonprofit accountability. In K. J. Hopt & T. Von Hippel (Eds.), **Comparative corporate governance of non-profit organizations** p. 73-125, 2010. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

STEINGRABER, R. **Inovação e produtividade: o papel dos sistemas de inovação para a indústria brasileira**. Tese de doutorado, 2009 Universidade Federal do Paraná (UPRF), 2009

STIGLITZ, J. New theoretical perspectives on the distribution of income and wealth among individuals: part I. The wealth residual. **NBER Working Paper** n. 21189, May 2015

SU, D.; HE, X. Ownership structure, corporate governance and productive efficiency in China. **Journal of Productivity Analysis**, v 38, p 303–318, 2012

SU, K.; YANG, S.; YANG; B. Ultimate ownership and firm performance: evidence from Chinese private listed firms. **International Journal of Management Science and Engineering Management**, v. 5, n. 3, p. 182-191, May 2010

SU, Y.; XU, D.; PHAN, P. Principal-principal conflict in the governance of the chinese public corporation. **Management and Organization Review**, v. 4, n. 1, p. 17-38, Mar. 2008.

- TAI, B. Y.; LIU, X.; JIAN, M. Related-party transactions, corporate performance, and the effectiveness of corporate governance mechanism: evidence from the chinese stock Market. **Journal of International Business Economics**, v. 5, p. 117-131, 2007.
- TANTALO, C; PRIEM, R. L. Value creation through stakeholder synergy. **Strategic Management Journal**, v. 37, n. 2, p. 314-329, Feb. 2016
- THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. Ownership structure and economic performance in the largest European companies. **Strategic Management Journal**, v. 21, n. 6, p. 689-705, June 2000
- TIROLE J. Corporate governance. **Econometrica**, v. 69, n. 1, p. 1–35, Jan. 2001
- TRUONG, T.; HEANEY, R. Largest shareholder and dividend policy around the world. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 47, n. 5, p. 667–687, Dec. 2007
- TURKMAN, M.A.A.; SILVA, G.L. **Modelos lineares generalizados**. Minicurso no VIII Congresso da Soc. Port. Estatística. Ed. SPE, 2000. Disponível em: <https://docs.ufpr.br/~taconeli/CE225/tp.pdf>. Acesso em: 07 jul 2018
- ULUPINAR, B. The effect of managerial entrenchment on analyst bias. **Global Finance Journal**, v. 37, p. 25–38, Aug. 2018.
- VALADARES, S. M.; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Ownership and control structure of brazilian companies. **Abante**, v. 3, n. 1, p. 29-56, Oct 1999-Apr. 2000
- VAN ASWEGEN, N.; STEYN, B.; HAMMAN, W. Trends in the distribution of added value of listed industrial companies: 1990 to 2002. **South African Journal of Business Management**, v. 36, n. 2, p. 85-94, June 2005
- VAN BEVEREN, I. Total factor productivity estimation: a practical review. **Journal of Economic Surveys**, v. 26, n. 1, p. 98-128, Feb. 2012
- VARIAN, H. R. **Intermediate microeconomics**. 5 ed. New York: W.W. Norton, 1999.
- WILLIAMSON, O. **The economic institutions of capitalism**. Free Press, New York, NY, 1985
- WILSON, R. On the theory of syndicates. **Econometrica**, v. 36, n. 1, p. 119-132, Jan. 1968
- WONG, T. J.; JIAN, M. Earnings management and tunneling through related party transactions: evidence from Chinese corporate groups. EFA 2003 **Annual Conference Paper** n. 549. 2003 Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=424888> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.424888>. Acesso em: 09 set. 2018
- WRIGHT, P.; MUKHERJI, A. Inside the firm: socioeconomic versus agency perspectives on firm competitiveness. **The Journal of Socio- Economics**, v. 28, n. 3, p. 295-307, 1999.
- YOUNG, M., PENG, M., AHLSTROHM, D., BRUTON, G. and JIANG, Y. Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220, Jan. 2008

ZHAO, M. CSR-based political legitimacy strategy: managing the state by doing good in China and Russia. **Journal of Business Ethics**, v. 111, n. 4, p. 439–460, 2012

ZINGALES, L. Insider ownership and the decision to go public. **Review of Economic Studies**, v. 62, n. 3, p. 425-448, July 1995

ZINGALES, L. The value of the voting right: a study of the Milan stock exchange experience, **Review of Financial Studies**, v. 7, n.1, p. 125-48, Jan. 1994.

APÊNDICE A – Eliminação de outliers – Zscore com 2 desvios padrões

Estadística Descritiva

	N	Intervalo	Mínimo	Máximo	Média	Erro Desvio	Variância
Zscore(QAO)	950	1,00	-0,44	0,56	-0,2560	0,22898	0,052
Zscore(CC)	950	3,59	-1,69	1,90	-0,1019	0,96950	0,940
Zscore(ExContr)	950	1,96	-0,63	1,33	-0,2005	0,50398	0,254
Zscore(FCL)	950	1,31	-0,48	0,83	-0,2709	0,28295	0,080
Zscore(Propp)	950	0,71	-0,21	0,50	-0,1677	0,10387	0,011
Zscore(Tunn)	950	0,23	-0,15	0,08	-0,1296	0,03720	0,001
N válido (de lista)	950						

QAO – quantidade de ações ordinárias; ExContr – excesso de controle; FCL – fluxo de caixa livre; Tunn – transações de tunneling; Propp – transações de propping

APÊNDICE B – Teste de Kolmogorov-Smirnov

		Log (QAO)	Log(ExContr)	Log(FCL)	Log(Propp)	Log(Tunn)
N		935	935	935	935	935
Parâmetros normais ^{a,b}	Média	7,2915	2,7154	4,4175	1,9681	2,3554
	Desvio Padrão	0,75599	0,07357	1,15204	1,36754	1,48842
Estatística do teste		0,086	0,021	0,033	0,092	0,079
Significância Sig. (bilateral)		,150 ^c	,000 ^c	,180 ^c	,100 ^c	,120 ^c

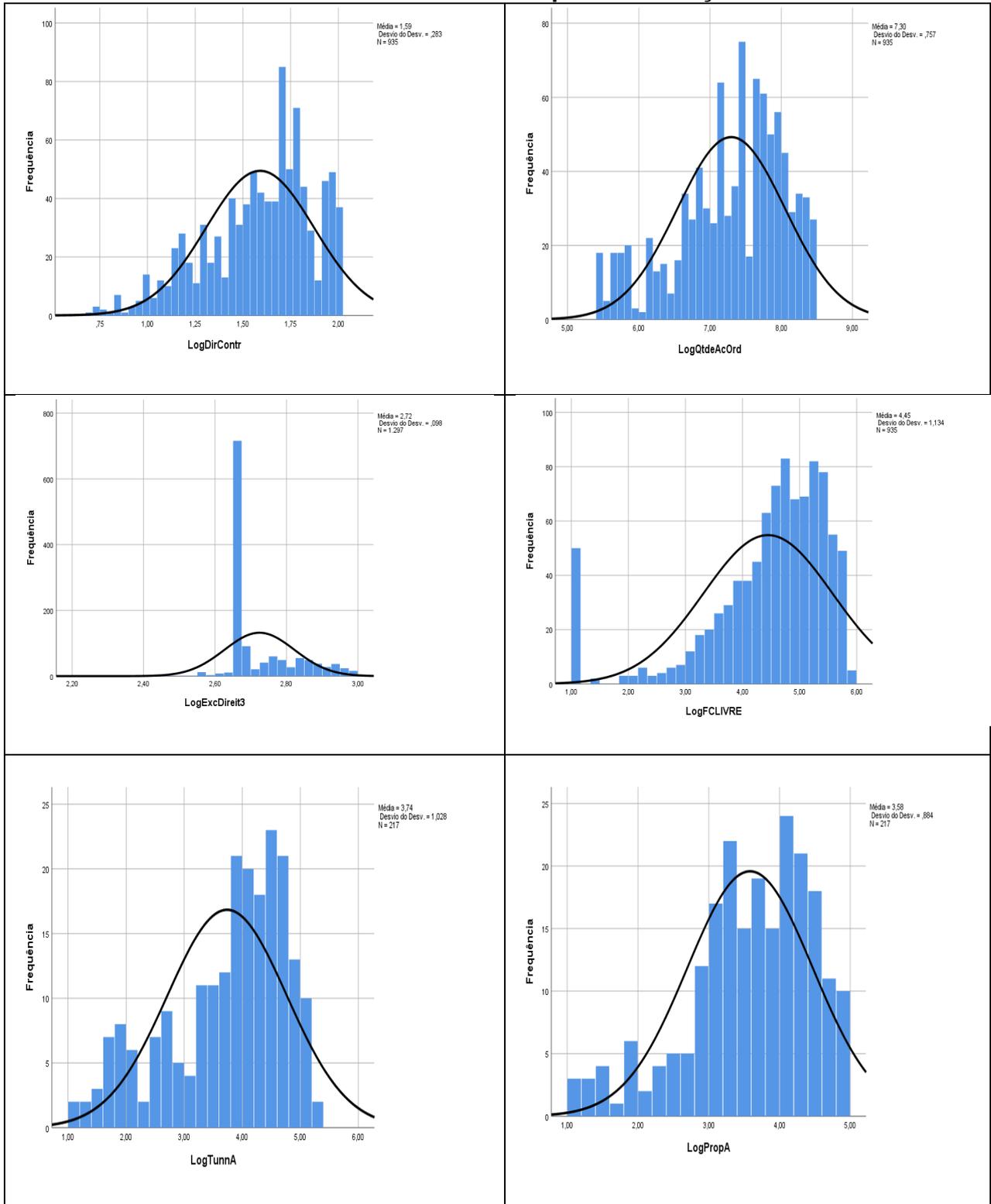
a. A distribuição do teste é Normal.

b. Calculado dos dados.

c. Correção de Significância de Lilliefors.

QAO – quantidade de ações ordinárias; CC – direitos de controle; ExContr – excesso de controle;
FCL – fluxo de caixa livre; Tunn – transações de tunneling; Propp – transações de propping

APÊNDICE C – Normalidade das variáveis para a formação do IEAP



APÊNDICE D – Matriz de correlação entre as variáveis do IEAP

		QAO	CC	ExContr	FCL	Propp	Tunn
QAO	Correlação de Pearson	1					
	Sig. (2 extremidades)						
	N	1297					
CC	Correlação de Pearson	,131**	1				
	Sig. (2 extremidades)	0,000					
	N	1297	1297				
ExContr	Correlação de Pearson	0,003	,394**	1			
	Sig. (2 extremidades)	0,916	0,000				
	N	1297	1297	1297			
FCL	Correlação de Pearson	,490**	-0,035	-0,035	1		
	Sig. (2 extremidades)	0,000	0,204	0,204			
	N	1297	1297	1297	1297		
Propp	Correlação de Pearson	,389**	-0,002	-,106**	,283**	1	
	Sig. (2 extremidades)	0,000	0,940	0,000	0,000		
	N	1297	1297	1297	1297	1297	
Tunn	Correlação de Pearson	,336**	-,118**	-0,041	,170**	,236**	1
	Sig. (2 extremidades)	0,000	0,000	0,140	0,000	0,000	
	N	1297	1297	1297	1297	1297	1297

****.** A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

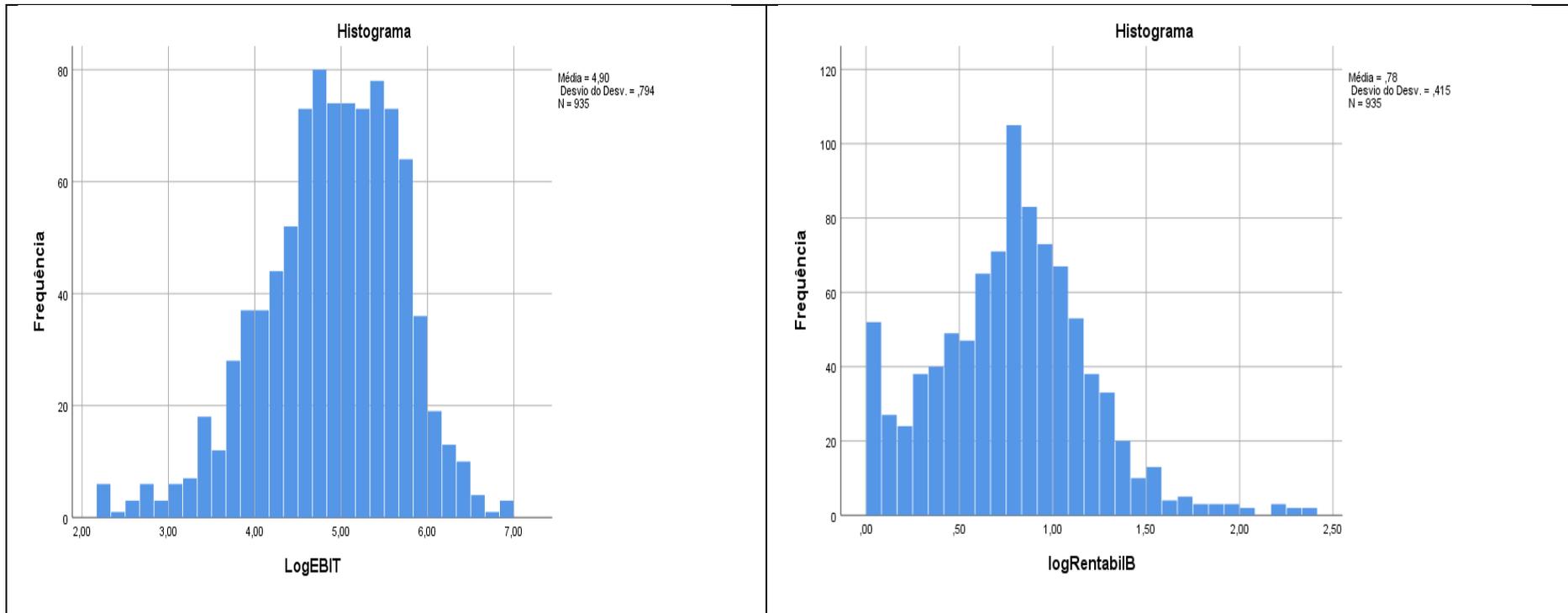
QAO – quantidade de ações ordinárias; CC – direitos de controle; ExContr – excesso de controle; FCL – fluxo de caixa livre; Tunn – transações de tunneling; Propp – transações de propping

APÊNDICE E – Estatística Descritiva – Resultados primeira parte

	N	Intervalo	Mínimo	Máximo	Média	Erro Desvio	Variância	Assimetria		Curtose	
	Estatística	Erro	Estatística	Erro							
LogEBIT	935	4,76	2,21	6,97	4,8957	0,79367	0,630	-0,530	0,080	0,417	0,160
logROA	935	2,35	0,00	2,35	0,7818	0,41480	0,172	0,369	0,080	0,725	0,160
LogAtivoT	935	5,02	2,76	7,78	6,0895	0,74251	0,551	-0,935	0,080	2,246	0,160
LogCAPEX	935	6,38	0,00	6,38	4,1314	1,64911	2,720	-1,579	0,080	1,574	0,160
LogEndiv	935	3,17	0,00	3,17	1,6590	0,45266	0,205	-1,550	0,080	5,419	0,160
IEAP	935	2,65	0,11	2,76	1,3872	0,47450	0,225	0,023	0,080	-0,323	0,160
LogCC	935	1,30	0,70	2,00	1,5902	0,28277	0,080	-0,675	0,080	-0,133	0,160
N válido (de lista)	935										

EBIT - ROA - rentabilidade sobre os ativos; AtivoT – Representa o tamanho da empresa; CAPEX – investimentos nos ativos da empresa; Endiv – Representa o grau de alavancagem; IEAP – índice de efeito entrenchamento do acionista principal; CC – direitos de controle;

Média Ponderada (Definição 1)		Percentis						
		5	10	25	50	75	90	95
	LogEBIT	3,4732	3,8577	4,4193	4,9618	5,4828	5,8130	6,0314
	logROA	0,0617	0,2066	0,5030	0,7962	1,0212	1,2762	1,4433
	LogCC	1,0716	1,1696	1,4243	1,6482	1,7958	1,9459	1,9820
	IEAP	0,5760	0,7797	1,0695	1,3639	1,7265	2,0089	2,1839
	LogAtivoT	4,8472	5,1847	5,7142	6,1681	6,5897	6,9050	7,1060
	LogEndiv	0,8062	1,2385	1,5762	1,7412	1,8517	1,9754	2,1444
	LogCAPEX	0,0000	0,0000	3,8762	4,5550	5,1918	5,6049	5,7841

APÊNDICE F – Distribuição das variáveis EBIT e ROA

APÊNDICE G – Matriz de correlação entre as variáveis

		logROA	LogEBIT	IEAP	LogCC	LogAtivoT	LogCAPEX	LogEndiv	LogQAO
logROA	Correlação de Pearson	1							
	Sig. (2 extremidades)								
	N	935							
LogEBIT	Correlação de Pearson	-,067*	1						
	Sig. (2 extremidades)	0,041							
	N	935	935						
IEAP	Correlação de Pearson	-,211**	,416**	1					
	Sig. (2 extremidades)	0,001	0,000						
	N	935	935	935					
LogCC	Correlação de Pearson	0,057	-,145**	,084*	1				
	Sig. (2 extremidades)	0,081	0,000	0,010					
	N	935	935	935	935				
LogAtivoT	Correlação de Pearson	-,419**	,827**	,437**	-,149**	1			
	Sig. (2 extremidades)	0,000	0,000	0,000	0,000				
	N	935	935	935	935	935			
LogCAPEX	Correlação de Pearson	-,085**	,406**	,298**	-,099**	,448**	1		
	Sig. (2 extremidades)	0,009	0,000	0,000	0,002	0,000			
	N	935	935	935	935	935	935		
LogEndiv	Correlação de Pearson	,297**	-,131**	,138**	,098**	-,224**	,338**	1	
	Sig. (2 extremidades)	0,000	0,000	0,000	0,003	0,000	0,000		
	N	935	935	935	935	935	935	935	
LogQAO	Correlação de Pearson	-,121**	,528**	,661**	,099**	,524**	,205**	-0,047	1
	Sig. (2 extremidades)	0,000	0,000	0,000	0,002	0,000	0,000	0,150	
	N	935	935	935	935	935	935	935	935

*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades). **. A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

APÊNDICE H – Estatística Descritiva – Resultados segunda parte – IEAP, VAB; DVASNA; DVASA e DIF

	N	Intervalo	Mínimo	Máximo	Média	Erro Desvio	Variância
VAB	934	11658413	44	11658457	586644	1011349,7	1022828220730
DVASNA	935	8005956	0	8005956	315629	653406,4	426939961742
DVASA	935	4828863	0	4828863	108840	346675,6	120183980080
DIF	935	10122083	-2788522	7333561	206789	640881,6	410729261416
IEAP	935	2,65	0,11	2,76	1,4	0,5	0,2
CAPEX	935	2376383	0	2376383	136264	241158,9	58157627802
Endiv	935	1485,18	0,00	1485,18	71	121,2	14697
N válido (de lista)	935						

Percentis

		Percentis						
		5	10	25	50	75	90	95
Média Ponderada (Definição 1)	VAB	13157	23115	80195	275203	694585	1334542	2205712
	DVASNA	1780	6430	37417	119019	317941	738123	1319839
	DVASA	0	0	0	7066	68255	273839	551019
	DIF	-238712	-74116	3459	70113	247710	573833	976021
	IEAP	0,58	0,78	1,07	1,36	1,73	2,01	2,18
	CAPEX	0	0	7559	36068	155702	403088	608368
	Endiv	5,38	16,30	36,68	54,06	70,07	93,50	138,46

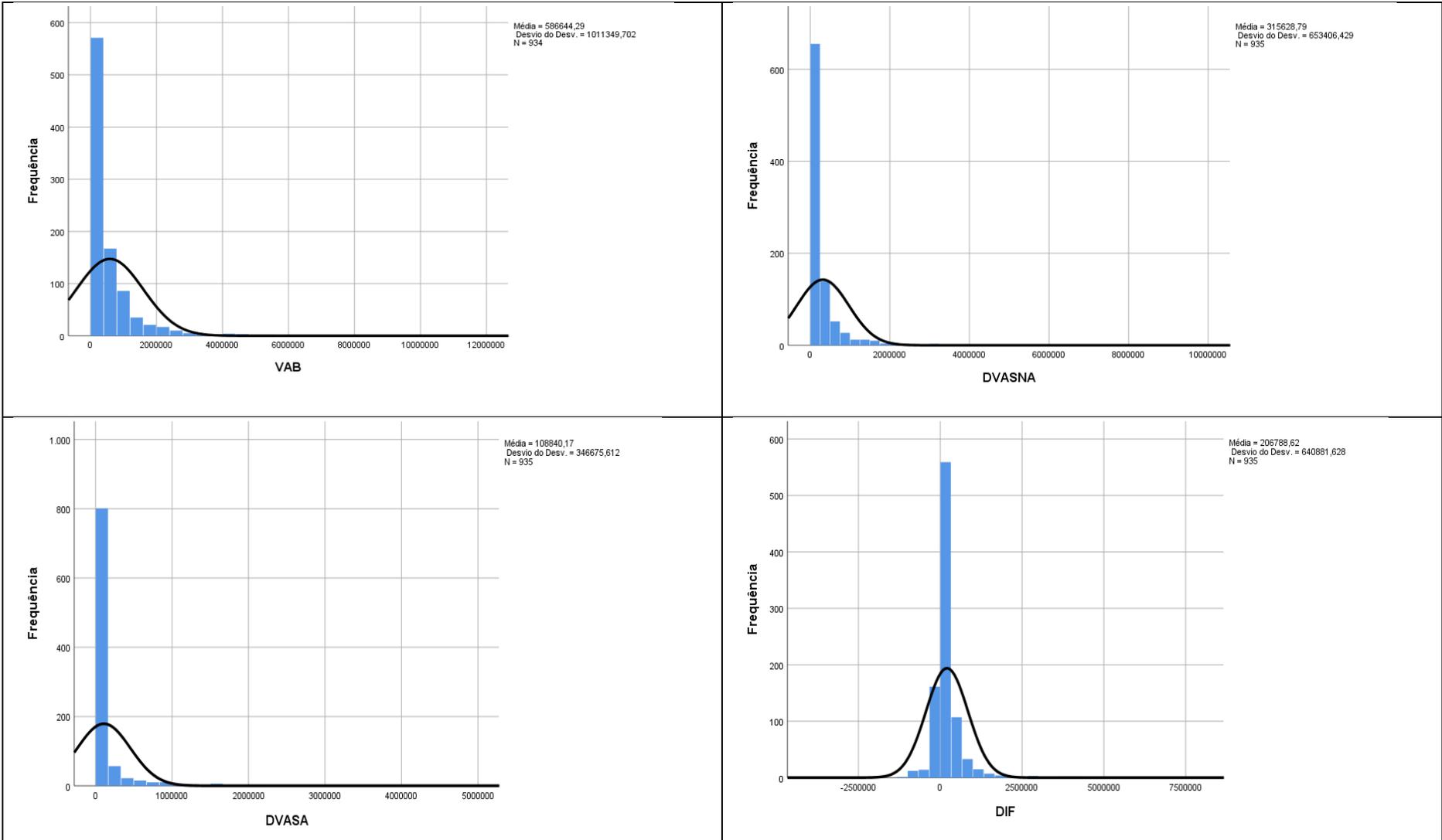
APÊNDICE I – Matriz de correlação IEAP, VAB; DVASNA; DVASA, DIF, CAPEX e Endiv

		VAB	DVASNA	DVASA	DIF	CAPEX	Endiv	IEAP3R
VAB	Correlação de Pearson	1						
	Sig. (2 extremidades)							
DVASNA	Correlação de Pearson	,852**	1					
	Sig. (2 extremidades)	0,000						
DVASA	Correlação de Pearson	,347**	,301**	1				
	Sig. (2 extremidades)	0,000	0,000					
DIF	Correlação de Pearson	,784**	,857**	-,234**	1			
	Sig. (2 extremidades)	0,000	0,000	0,000				
CAPEX	Correlação de Pearson	,410**	,341**	,199**	,240**	1		
	Sig. (2 extremidades)	0,000	0,000	0,000	0,000			
Endiv	Correlação de Pearson	-0,035	-0,031	-0,064	0,003	-0,041	1	
	Sig. (2 extremidades)	0,289	0,348	0,051	0,923	0,208		
IEAP	Correlação de Pearson	,488**	,464**	,478**	,071*	,317**	-0,021	1
	Sig. (2 extremidades)	0,000	0,000	0,000	0,030	0,000	0,524	
	N	934	935	935	935	935	935	935

** . A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

* . A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

APÊNDICE J – Gráfico das variáveis – IEAP, VAB; DVASNA; DVASA e DIF



APÊNDICE K – Resumo da análise de regressão VAB, IEAP, CAPEX, Endiv

Informações do modelo

Variável dependente	VAB
Distribuição de probabilidade	Gama
Função de ligação	Log

Informações variáveis contínuas

		N	Mínimo	Máximo	Média	Erro Desvio
Variável dependente	VAB	934	44	11658457	586644,29	1011349,702
Covariável	IEAP	934	,11	2,76	1,3880	,47413
	LogCAPEX	934	,00	6,38	4,1358	1,64443
	LogEndiv	934	,00	3,17	1,6588	,45286

Qualidade de ajustamento ^a				Teste de Omnibus ^a		
	Valor	gl	Valor/df	Qui-quadrado de razão de verossimilhança	gl	Sig.
Desvio	1573,686	930	1,692	198,044	3	,000
Desvio dimensionado	1125,544	930				
Qui-quadrado de Pearson	2565,860	930	2,759			
Qui-quadrado de Pearson dimensionado	1835,174	930		Variável Dependente: VAB		
Verossimilhança de log ^b	-13150,387			Modelo: (Intercepto), IEAP, LogCAPEX, LogEndiv		
Critério de Informações de Akaike (AIC)	26310,775			a. Compara o modelo ajustado com o modelo apenas de intercepto		
AIC corrigido de amostra finita (AICC)	26310,839					
Critério de informações Bayesiano (BIC)	26334,972					
AIC consistente (CAIC)	26339,972					
Variável Dependente: VAB						
Modelo: (Intercepto), IEAP, LogCAPEX, LogEndiv						
a. Os critérios de informações estão no formulário menor é melhor.						
b. A função completa de verossimilhança de log é exibida e usada nos critérios de informações de cálculo.						

APÊNDICE L – Resumo da análise de regressão DVASNA, IEAP, CAPEX, Endiv

Informações do modelo

Variável dependente	DVASNA
Distribuição de probabilidade	Gama
Função de ligação	Log

Informações variáveis contínuas

		N	Mínimo	Máximo	Média	Erro Desvio
Variável dependente	DVASNA	933	2	8005956	316305,38	653943,349
Covariável	IEAP	933	,11	2,72	1,3870	,47136
	LogCAPEX	933	,00	6,38	4,1342	1,64461
	LogEndiv	933	,00	3,17	1,6576	,45141

Qualidade de ajustamento^a

	Valor	gl	Valor/df
Desvio	2057,102	929	2,214
Desvio dimensionado	1163,185	929	
Qui-quadrado de Pearson	2947,923	929	3,173
Qui-quadrado de Pearson dimensionado	1666,897	929	
Verossimilhança de log ^b	-12457,264		
Critério de Informações de Akaike (AIC)	24924,528		
AIC corrigido de amostra finita (AICC)	24924,593		
Critério de informações Bayesiano (BIC)	24948,720		
AIC consistente (CAIC)	24953,720		

Variável Dependente: DVASNA

Modelo: (Intercepto), IEAP, LogCAPEX, LogEndiv

a. Os critérios de informações estão no formulário menor é melhor.

b. A função completa de verossimilhança de log é exibida e usada nos critérios de informações de cálculo.

Teste de Omnibus^a

Qui-quadrado de razão de verossimilhança	gl	Sig.
173,156	3	,000

Variável Dependente: DVASNA

Modelo: (Intercepto), IEAP, LogCAPEX, LogEndiv

a. Compara o modelo ajustado com o modelo apenas de intercepto

APÊNDICE M – Resumo da análise de regressão DVASA, IEAP, CAPEX, Endiv

Informações do modelo

Variável dependente	DVASA
Distribuição de probabilidade	Gama
Função de ligação	Log

Informações variáveis contínuas

		N	Mínimo	Máximo	Média	Erro Desvio
Variável dependente	DVASA	669	1	4828863	152115,92	401807,027
Covariável	IEAP	669	,11	2,76	1,4234	,45335
	LogCAPEX	669	,00	6,38	4,3616	1,46523
	LogEndiv	669	,00	2,20	1,5924	,39808

Qualidade de ajustamento ^a				Teste de Omnibus ^a		
	Valor	gl	Valor/df	Qui-quadrado de razão de verossimilhança	gl	Sig.
Desvio	2480,679	665	3,730	141,004	3	,000
Desvio dimensionado	895,247	665				
Qui-quadrado de Pearson	3389,416	665	5,097			
Qui-quadrado de Pearson dimensionado	1223,199	665		Variável Dependente: DVASA Modelo: (Intercepto), IEAP, LogCAPEX, LogEndiv a. Compara o modelo ajustado com o modelo apenas de intercepto		
Verossimilhança de log ^b	-8072,414					
Critério de Informações de Akaike (AIC)	16154,829					
AIC corrigido de amostra finita (AICC)	16154,919					
Critério de informações Bayesiano (BIC)	16177,358					
AIC consistente (CAIC)	16182,358					
Variável Dependente: DVASA Modelo: (Intercepto), IEAP, LogCAPEX, LogEndiv a. Os critérios de informações estão no formulário menor é melhor. b. A função completa de verossimilhança de log é exibida e usada nos critérios de informações de cálculo.						

APÊNDICE N – Resumo da análise de regressão DIF, IEAP, CAPEX, Endiv

Informações do modelo

Variável dependente	DIF1
Distribuição de probabilidade	Tweedie (1,5)
Função de ligação	Log

Informações variáveis contínuas

		N	Mínimo	Máximo	Média	Erro Desvio
Variável dependente	DIF1	669	211478	10333561	3203233,89	726637,594
Covariável	IEAP	669	,11	2,76	1,4234	,45335
	LogCAPEX	669	,00	6,38	4,3616	1,46523
	LogEndiv	669	,00	2,20	1,5924	,39808

Qualidade de ajustamento ^a				Teste de Omnibus ^a		
	Valor	gl	Valor/df	Qui-quadrado de razão de verossimilhança	gl	Sig.
Desvio	43025,117	665	64,699	83,460	3	,000
Desvio dimensionado	673,593	665				
Qui-quadrado de Pearson	46322,212	665	69,657	Variável Dependente: DIF1 Modelo: (Intercepto), IEAP, LogCAPEX, LogEndiv a. Compara o modelo ajustado com o modelo apenas de intercepto		
Qui-quadrado de Pearson dimensionado	725,212	665				
Verossimilhança de log ^b	-9850,186					
Critério de Informações de Akaike (AIC)	19710,371					
AIC corrigido de amostra finita (AICC)	19710,462					
Critério de informações Bayesiano (BIC)	19732,900					
AIC consistente (CAIC)	19737,900					
Variável Dependente: DIF1 Modelo: (Intercepto), IEAP, LogCAPEX, LogEndiv a. Os critérios de informações estão no formulário menor é melhor. b. A função completa de verossimilhança de log é exibida e usada nos critérios de informações de cálculo.						