



Revista Brasileira de Finanças

ISSN: 1679-0731

rbfin@fgv.br

Sociedade Brasileira de Finanças

Brasil

de Freitas Brandão, Isac; Lima Crisóstomo, Vicente
Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira
Revista Brasileira de Finanças, vol. 13, núm. 3, julio, 2015, pp. 438-472
Sociedade Brasileira de Finanças
Rio de Janeiro, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305842563003>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais artigos
- Home da revista no Redalyc

redalyc.org

Sistema de Informação Científica

Rede de Revistas Científicas da América Latina, Caribe, Espanha e Portugal

Projeto acadêmico sem fins lucrativos desenvolvido no âmbito da iniciativa Acesso Aberto

Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira

(Ownership concentration and governance quality of brazilian firm)

Isac de Freitas Brandão*

Vicente Lima Crisóstomo**

Resumo

A relação entre concentração de propriedade e qualidade da governança corporativa é analisada no Brasil. Modelos são estimados pelo método generalizado de momentos sistêmico (GMM) para um painel balanceado de 85 empresas no período 2010-2013. Os resultados indicam que a concentração de propriedade tem um efeito adverso sobre qualidade da governança corporativa, mensurada através de um índice baseado em 28 boas práticas voluntárias de governança. Esta relação linear negativa indica que grandes acionistas são desfavoráveis à adoção de práticas diferenciadas de governança. Adicionalmente, a relação quadrática negativa reforça este resultado para altos níveis de concentração destacando a possibilidade de expropriação de acionistas minoritários. Menos concentração de propriedade favorece a qualidade da governança corporativa sugerindo que a necessidade de coalizão para controle diminui o poder do acionista principal, podendo contribuir para atenuar o conflito entre acionistas controladores e minoritários, conflito abordado sob o marco teórico do modelo de agência principal-principal.

Palavras-chave: qualidade da governança corporativa; concentração de propriedade; conflitos de agência; Brasil.

Códigos JEL: G32; G34.

Submetido em 10 de fevereiro de 2015. Reformulado em 13 de agosto de 2015. Aceito em 26 de outubro de 2015. Publicado on-line em 16 de novembro de 2015. O artigo foi avaliado segundo o processo de duplo anonimato além de ser avaliado pelo editor. Editor responsável: Paulo Renato Soares Terra.

*Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, CE, Brasil. E-mail: isacdefreitas@hotmail.com

** Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, CE, Brasil. E-mail: vicentelc@gmail.com

Rev. Bras. Finanças (Online), Rio de Janeiro, Vol. 13, No. 3, July 2015, pp. 438–469

ISSN 1679-0731, ISSN online 1984-5146

©2015 Sociedade Brasileira de Finanças, under a Creative Commons Attribution 3.0 license - <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0>

Abstract

The relationship between ownership concentration and corporate governance quality is analyzed in Brazil. Models are estimated by the generalized method of moments systemic (GMM) for a balanced panel of 85 companies in the period 2010-2013. The results indicate that the concentration of ownership has an adverse effect on the quality of corporate governance, as measured by an index based on 28 voluntary good governance practices. The negative linear relationship indicates that large shareholders are unfavorable to adoption of best corporate governance practices. Additionally, the negative quadratic relationship reinforces this result to high levels of concentration highlighting the possibility of expropriation of minority shareholders. Less ownership concentration favors the quality of corporate governance suggesting that the need for coalition to control decreases the power of the main shareholder, possibly helping to alleviate the conflict between controlling and minority shareholders under the principal-principal agency model theoretical framework.

Keywords: corporate governance quality; ownership concentration; agency conflicts; Brazil.

1. Introdução

A literatura tem documentado evidência na direção de que o ambiente legal e institucional parece levar a especificidades no sistema de governança corporativa em função da proteção dada a acionistas minoritários e credores. Mais elevada proteção destes *stakeholders* parece estar associada a melhor qualidade da governança corporativa, ao contrário da mais frágil governança (Chhaochharia & Laeven, 2009; Durnev & Kim, 2005; Claessens & Yurtoglu, 2013; Klapper & Love, 2004). O caso brasileiro apresenta sinais de fraca proteção a pequenos acionistas e credores e elevada concentração de propriedade (Aldrichi & Mazzer Neto, 2005, 2007; Leal, Silva, & Valadares, 2002).

A importância de um sistema de governança corporativa fortalecido, dotado de um conjunto de boas práticas de governança e de um conselho de administração bem estruturado, tem sido destacada como relevante para o alinhamento de interesses entre propriedade e controle. Os avanços mais notórios nos sistemas de governança corporativa têm sido observados em mercados caracterizados por mais baixa concentração de propriedade, nos quais a diretoria executiva da empresa tem muito poder e os acionistas têm interesse em estruturar um bom sistema de governança corporativa para se contrapor ao poder da direção da empresa (Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang, 2008). Em outra direção, há ambientes nos quais a alta concentração de propriedade, nas mãos de um

ou poucos acionistas que compõem uma coalizão de controle, faz com que se atinja mais facilmente o alinhamento de interesses entre propriedade e gestão da empresa, sendo esta menos poderosa. Neste cenário, o excesso de poder nas mãos de acionistas controladores pode levar a uma situação de desalinhamento de interesses entre estes e os acionistas minoritários. A gestão deste conflito de interesses está associada ao problema “principal-principal” que tem recebido atenção da pesquisa (Chen, Kao, Tsao, & Wu, 2007; Larcker, Richardson, & Tuna, 2007). Neste entorno, acionistas minoritários estão interessados em um sistema governança corporativa capaz de protegê-los da ação indevida de gestores como também de acionistas controladores (Claessens & Yurtoglu, 2013). Este é o caso do Brasil, como de países latino-americanos e outros orientados pelo sistema legal baseado em códigos (La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998).

No contexto de mercados com poucos acionistas compondo uma coalizão de controle, tais acionistas são motivados a manter o controle para usufruir dos benefícios privativos deste controle, que podem ser prejudiciais para pequenos acionistas (Connelly, Hoskisson, Tihanyie & Certo, 2010; Dyck & Zingales, 2004; Shleifer & Vishny, 1997).

A estruturação de um sistema de governança corporativa capaz de alinhar interesses de acionistas majoritários, gestores e acionistas minoritários é uma questão central sob o marco teórico do problema “principal-principal”. Ter-se um sistema que incorpore boas práticas de governança que protejam acionistas minoritários implica ter-se regras que controlem a ação de gestores e, principalmente, outras que sejam capazes de limitar o uso de benefícios privados de controle de acionistas majoritários. Por sua vez, o elevado poder de acionistas controladores lhes permite controlar facilmente a direção e parece não se compatibilizar com a adoção de práticas de governança que possam restringir sua autoridade (Bozec & Bozec, 2007; Connelly, Hoskisson, Tihanyie & Certo, 2010; Dyck & Zingales, 2004)

Este trabalho objetiva avaliar o efeito da concentração de propriedade sobre a qualidade da governança corporativa da empresa brasileira. Deste modo, pretende-se contribuir adicionalmente para a literatura que tem pesquisado o efeito de aspectos da estrutura de propriedade sobre o nível de adoção de boas práticas de governança. Trabalhos anteriores têm documentado evidência que aponta para o efeito negativo do excesso de poder de acionistas controladores sobre a governança corporativa (Bozec & Bozec, 2007; Silveira & Barros, 2008;

Silveira, Leal, Barros, & Luiz, 2009; Silveira, Leal, Silva & Barros, 2010).

O trabalho propõe um Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC) que engloba práticas de boa governança recomendadas pelos principais códigos de boa governança editados no Brasil, não se restringindo a uma ou poucas delas. Aspectos relativos à estrutura de propriedade não são incluídos no índice uma vez que se propõe a hipótese que a governança é influenciada por ela.

Estimou-se modelos pelo método generalizado de momentos sistêmico (GMM-SYS) para uma amostra de 85 empresas listadas na BM&FBovespa com maior valor de mercado no período 2010-2013. Os resultados indicam que a concentração de direitos de voto está negativamente relacionada com a qualidade da governança corporativa, sobretudo em altos índices de concentração. A relação quadrática encontrada entre qualidade da governança e concentração de direitos de voto sugere que, em baixos de concentração, há uma relação positiva da concentração sobre a qualidade da governança, o que se inverte com a elevação da concentração.

O trabalho está estruturado em quatro seções, além desta introdução. A segunda seção apresenta a revisão da literatura e as hipóteses acerca do efeito da concentração de propriedade sobre a qualidade da governança. A terceira seção descreve a amostra e os procedimentos metodológicos. Os resultados são discutidos na quarta seção. A última seção do texto apresenta as conclusões do trabalho e sugestões para futuras pesquisas.

2. Concentração de Propriedade, Governança Corporativa e Hipóteses

À luz da Teoria da Agência, a governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de mecanismos que contribui para a redução de conflitos e de custos de agência residuais decorrentes de agentes imperfeitos e contratos incompletos, ao buscar o alinhamento de interesses entre principal e agente (Claessens & Yurtoglu, 2013; Love, 2011; Hart & Moore, 1995; Silveira & Barros, 2008; Shleifer & Vishny, 1997).

Em países nos quais há forte proteção legal aos direitos dos acionistas e credores (*enforcement*), o próprio ambiente institucional provê garantias a estes (Durnev & Kim, 2005). Por outro lado, em ambientes com fraca proteção legal, como no Brasil, a pressão do

mercado de capitais para que as empresas aprimorem seus sistemas internos de governança passa a ser mais necessária (Claessens & Yurtoglu, 2013; Klapper & Love, 2004; Leal, 2004). Neste sentido, destaca-se a importância da adoção de práticas voluntárias de governança corporativa que abranjam um conjunto de normas sobre o papel e a composição do conselho de administração, relações com acionistas e alta gerência, auditoria e divulgação de informações, e seleção, remuneração e demissão dos principais executivos (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004).

A adoção de boas práticas de governança tem custos associados que devem ser arcados pelos acionistas. Os acionistas aceitam assumir estes custos visando o benefício da proteção a seu investimento o que pode levar a uma relação direta entre proporção na propriedade e a disposição para arcar com tais custos como abordado na literatura sob a argumentação do problema *free-rider* (Shleifer & Vishny, 1997). Grandes acionistas controladores da empresa estariam mais propensos a dedicar recursos para a manutenção de um sistema de governança que proteja seus interesses. E aí surge o problema do eventual conflito destes interesses com aqueles de pequenos acionistas. A tendência a um comportamento *free-rider* de pequenos acionistas pode contribuir para que seus interesses sejam, eventualmente, não priorizados (Denis & McConnell, 2003; Dyck & Zingales, 2004; Shleifer & Vishny, 1997).

Em quadros de alta concentração de propriedade, acionistas controladores podem ser levados a interferir ativamente na definição de um sistema de governança corporativa que viabilize a manutenção de seus interesses, concretizados em benefícios privados de controle não acessíveis a pequenos acionistas, como a literatura tem registrado (Kang & Shivdasani, 1995; Yafeh & Yosha, 2003). Sob este marco de pesquisa sobre os conflitos de interesses entre grandes e pequenos acionistas (conflito de agência “principal-principal”), duas proposições têm ganhado relevo: a do possível efeito “expropriação”, e a do possível efeito “substituição”.

De acordo com o argumento do efeito expropriação, acionistas controladores poderiam utilizar-se de sua posição acionária para usar benefícios privados de controle que podem ocasionar prejuízo para acionistas minoritários (Dyck & Zingales, 2004; La Porta *et al.*, 1999). A possibilidade do uso indevido de tais benefícios está presente quando acionistas controladores vislumbram ganhos privativos mesmo às expensas de pequenos acionistas. Como exemplos de tais circunstâncias tem-se o estabelecimento de políticas peculiares de benefício a outras

empresas nas quais os grandes acionistas tenham interesse, tais como: troca de insumos; realização de operações de venda e compra de participações (OPAs); proteção própria na posição de executivo (Holderness, 2003; Johnson et al., 2000; Shleifer & Vishny, 1997). Um sistema de governança corporativa frágil facilita a ocorrência deste tipo de situação, o que é interessante para os acionistas controladores (Bozec & Bozec, 2007; Renders & Gaeremynck, 2012).

Segundo o argumento do efeito substituição, a maior concentração de direitos de voto incentiva e facilita a ação direta de acionistas controladores na restrição de eventual ação indevida por parte dos gestores (risco moral). Acionistas controladores têm a habilidade e o incentivo para exercer mais diretamente o controle da diretoria executiva de modo a substituir esta tarefa que é função do Conselho de Administração, uma importante estrutura formal do sistema interno de governança corporativa (Bozec & Bozec, 2007; La Porta *et al.* 2000; Denis & McConnell, 2003). O benefício incremental de práticas voluntárias de governança corporativa em empresas com sobreposição entre acionistas controladores e gestão seria inferior aos custos de implementação e manutenção destas práticas. A relação entre concentração acionária e o papel do conselho de administração é um exemplo do efeito substituição. Em companhias com o capital disperso, em que os conflitos de agência mais comuns são do tipo principal-agente, há uma maior ênfase no papel do conselho em monitorar a gestão. Quando há um acionista controlador, por outro lado, o papel do conselho em monitorar a gestão tende a ser reduzido, uma vez que o próprio controlador tem interesse em assumir este papel (Desender, Aguilera, Crespí-Cladera, & García-Cestona, 2013).

A análise da relação entre estrutura de propriedade e práticas de governança corporativa já conta com alguma evidência empírica documentada, havendo uma tendência a um efeito adverso da concentração de poder sobre a qualidade da governança em distintos mercados. Bozec & Bozec (2007), no mercado canadense, encontraram uma relação negativa e não linear entre concentração de direitos de voto e qualidade da governança corporativa, e uma relação linear negativa da separação entre direitos de voto e de fluxo de caixa. Também no Canadá, Anand, Milne e Purda (2006) identificaram que a presença de um acionista majoritário ou de um *blockholder* executivo, bem como a emissão de duas classes de ações são fatores que estão negativamente associados à adoção voluntária de boas práticas de governança. Bruno e Claessens (2010), utilizando uma amostra de empresas de 24 países,

encontraram uma relação linear e negativa entre concentração de propriedade e índices que mediram a qualidade da governança corporativa. Evidência na mesma direção também já foi encontrada no Brasil. Os resultados têm indicado que alta concentração de direitos de voto e o excesso destes direitos sobre direito a fluxos de caixa afetam negativamente a qualidade da governança corporativa (Silveira & Barros, 2008; Silveira et al. 2009). Visando tratar os problemas de endogeneidade dos determinantes da governança corporativa, Silveira et al. (2010) utilizaram modelos dinâmicos com uso do método generalizado de momentos, não tendo encontrado evidência da influência dos direitos de voto sobre a qualidade da governança corporativa das empresas analisadas.

Os argumentos associados às proposições do efeito expropriação e substituição sinalizam no sentido de que a concentração de poder de voto tende a depreciar a qualidade da governança corporativa. A realidade do Brasil de alta concentração de propriedade, aliada à existência de benefícios privados de controle, e à evidência anterior, motiva a proposição da seguinte hipótese:

Hipótese 1: A concentração de direitos de voto dos principais acionistas está linear e negativamente relacionada com a qualidade da governança corporativa.

A hipótese de efeito negativo da concentração da propriedade, fundamentado nos argumentos das proposições dos efeitos expropriação e substituição, sugere a reflexão sobre a possibilidade de empresas com menor grau de concentração de propriedade estarem incorporando melhores práticas de governança corporativa e assim reduzindo a possibilidade de expropriação por parte de gestores. Esta possibilidade pode ocorrer, por exemplo, com a presença de ativismo de acionistas institucionais ou outros, que possam pressionar a empresa a assumir práticas que garantam mais respeito aos interesses de pequenos acionistas, como a literatura tem sugerido (Crisóstomo & Vallelado, 2006; Gillan & Starks, 2003). Esta possível situação levaria a um efeito negativo da concentração em mais elevados níveis de concentração, representado pela presença de um acionista majoritário ou pela coalizão de controle entre poucos acionistas, e, um efeito positivo em níveis mais reduzidos de concentração, sugerindo uma relação quadrática negativa entre concentração de propriedade e qualidade da governança corporativa como a seguir proposto:

Hipótese 2: A concentração de direitos de voto dos principais acionistas

está quadrática e negativamente relacionada com a qualidade da governança corporativa.



3. Amostra e Metodologia

3.1. Amostra

Foram escolhidas para análise as 100 empresas listadas na BM&FBovespa com maior valor de mercado no período pesquisado e elevada liquidez e presença nos pregões da BM&FBovespa segundo dados do Economática®. Estas são empresas com mais visibilidade e mais necessidade de adoção de melhores padrões de governança. De uma amostra inicial de 100 empresas foram excluídas 15 empresas que não dispunham de todos os dados necessários à consecução do estudo ao longo do período. Desta forma, a amostra final compreendeu 85 empresas durante o período 2010-2013, perfazendo um painel balanceado de 340 observações. As empresas estudadas também representam todos os setores de atividade econômica, segundo a classificação da BM&FBovespa, além dos diversos segmentos diferenciados de listagem. Os dados foram coletados de documentos disponíveis nas páginas eletrônicas da CVM e da BM&FBovespa, assim como da base de dados Economática®.

3.2. Mensuração das variáveis do estudo

3.2.1. Qualidade da governança corporativa

Muitos estudos tratam da qualidade da governança corporativa levando em consideração práticas específicas, como, por exemplo, a independência do conselho de administração, a identidade do CEO e a compensação dos executivos. Há também um conjunto de trabalhos que utilizam métricas de qualidade da governança da empresa que incorporam vários elementos individuais da governança (Aguilera & Desender, 2012). Aí estão índices que levam em conta os direitos dos acionistas, estrutura de administração, procedimentos do conselho de administração, *disclosure* e estrutura de propriedade, por exemplo (Claessens & Yurtoglu, 2013; Gompers, Ishii & Metrick, 2003; La Porta, López-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 1999). No Brasil, importantes trabalhos já foram desenvolvidos nesta linha (Correia, Amaral & Louvet, 2011; Silveira & Barros, 2008; Silva & Leal, 2005). Este trabalho segue esta linha com a proposta de um novo índice que mensura a qualidade da governança corporativa no Brasil.

Seguindo a tendência da literatura e baseando-se nos códigos de boas práticas de governança da Comissão de Valores Mobiliários [CVM] (2002), do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC] (2009)

e da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil [PREVI] (2012), construiu-se um índice de qualidade da governança corporativa (IQGC), composto por 28 itens referentes a práticas voluntárias de boa governança que podem ser identificadas a partir da análise de documentos públicos, conforme apresentado no Apêndice A. Cada um dos 28 itens analisados compreende algumas boas práticas de governança. A cada item é atribuído, em cada ano, uma pontuação, que varia entre zero e um, correspondendo à soma do valor atribuído à soma das práticas que compõem o item. O IQGC de cada empresa/ano foi calculado a partir da soma dos pontos obtidos pela empresa em cada um dos itens dividido pelo total de itens analisados (28), resultando em um percentual em relação à pontuação máxima possível.

Alguns pontos que diferenciam o IQGC de índices construídos em estudos anteriores merecem destaque: o IQGC é composto por questões binárias e por itens mensurados em escala discreta e contínua, diferentemente de estudos anteriores que utilizaram apenas variáveis binárias. Foram incluídas práticas associadas a mecanismos que estimulam a participação de acionistas minoritários em assembleias, a mandato e remuneração dos principais órgãos de gestão e fiscalização, e a aspectos relativos à contabilidade.

3.2.2. Concentração de propriedade

A estrutura de propriedade foi abordada a partir da concentração de direitos de voto dos principais acionistas, considerando o maior acionista votante, os três maiores acionistas votantes e os cinco maiores acionistas votantes. Com o objetivo de analisar a influência destes aspectos sobre as práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas, foram utilizados dados dos principais acionistas referentes ao último dia do ano anterior à observação. Pode-se considerar que as práticas de governança, em sua maioria, divulgadas no Formulário de Referência, são definidas a partir da assembleia geral ordinária (AGO), que ocorre nos primeiros meses do ano.

Para testar a primeira hipótese do estudo, as variáveis de concentração de direitos de voto foram mensuradas levando em consideração os índices de concentração de propriedade (CVOT1, CVOT3 e CVOT5), para uma relação linear com o IQGC. Para testar a hipótese 2 foram construídas variáveis considerando índices de concentração de até 50% (CVOT1_50, CVOT3_50, CVOT5_50) e acima de 50% (CVOT1_M50, CVOT3_M50, CVOT5_M50), com o intuito de

separar concentrações menos das mais elevadas. O resultado esperado seria que, em empresas com baixas concentrações de propriedade, o maior poder de voto dos principais acionistas estaria positivamente associado com a qualidade da governança corporativa. Em empresas com altos índices de concentração, por outro lado, a relação esperada seria negativa. A segunda hipótese também foi testada utilizando-se da forma quadrática da concentração de direitos de voto (CVOT1_SQR, CVOT3_SQR e CVOT5_SQR). O Quadro 1 apresenta um resumo das variáveis incluídas no estudo.

Quadro 1

Descrição das variáveis do estudo

Variáveis		Mensuração
Qualidade da governança corporativa	IQGC	Índice composto por um <i>checklist</i> de 28 práticas voluntárias de governança corporativa recomendadas para as empresas brasileiras, apresentado no Apêndice 1.
Direitos de voto dos principais acionistas (linear total)	CVOT1	Percentual de ações ordinárias detido pelo maior acionista
	CVOT3	Percentual de ações ordinárias detido pelos três maiores acionistas
	CVOT5	Percentual de ações ordinárias detido pelos cinco maiores acionistas
Direitos de voto dos principais acionistas (De 0 a 50%)	CVOT1_50	Percentual de ações ordinárias detido pelo maior acionista (até 50%)
	CVOT3_50	Percentual de ações ordinárias detido pelos três maiores acionistas (até 50%)
	CVOT5_50	Percentual de ações ordinárias detido pelos cinco maiores acionistas (até 50%)
Direitos de voto dos principais acionistas (mais de 50%)	CVOT1_M50	Percentual de ações ordinárias detido pelo maior acionista (mais de 50%)
	CVOT3_M50	Percentual de ações ordinárias detido pelos três maiores acionistas (mais de 50%)
	CVOT5_M50	Percentual de ações ordinárias detido pelos cinco maiores acionistas (mais de 50%)
Direitos de voto dos principais acionistas (quadrática)	CVOT1_SQR	Percentual de ações ordinárias detido pelo maior acionista elevado ao quadrado
	CVOT3_SQR	Percentual de ações ordinárias detido pelos três maiores acionistas elevado ao quadrado
	CVOT5_SQR	Percentual de ações ordinárias detido pelos cinco maiores acionistas elevado ao quadrado
Tamanho	TAMAN	Logaritmo natural do total de ativos da empresa
Endividamento	ENDIV	Razão entre a dívida total e o ativo total
Cross-listing	ADR	<i>Dummy</i> para as empresas que emitem ADR
Tangibilidade	TANG	Razão entre o ativo imobilizado e o total de ativos
Rentabilidade	ROA	Razão entre o lucro líquido e o total de ativos da empresa
Oportunidade de crescimento	TOBINSQ	Razão entre a soma do valor de mercado com o passivo exigível e o ativo total da empresa
Período analisado	YEAR2011	<i>Dummy</i> para o ano da observação tendo por base o ano de 2010
	YEAR2012	
	YEAR2013	



3.2.3. Variáveis de controle

Foram incluídas ainda como variáveis de controle possíveis determinantes da qualidade da governança corporativa. As oportunidades de crescimento, operacionalizada pelo Q de Tobin (TOBINSQ), é um incentivo para a melhora da governança corporativa, uma vez que a qualidade da governança corporativa contribui para o acesso a financiamento externo, necessário para futuros investimentos (Durnev & Kim, 2005; Klapper & Love, 2004). Nesta mesma linha de raciocínio, o financiamento por dívida (ENDIV), pode levar a empresa a elevar seus padrões de governança pela pressão exercida por credores, com a finalidade de reduzir o risco de não obterem retorno de seus investimentos. O tamanho da empresa (TAMAN) é uma importante variável de controle, apesar de argumentos controversos a seu respeito. Empresas grandes, devido a sua maior complexidade em termos estratégicos e operacionais, bem como mais elevado grau de conflitos de agência em função de operações mais complexas, como também o mais elevado número de agentes financiadores e acionistas, demandam melhores mecanismos de monitoramento e controle. Por outro lado, empresas menores, apesar de disporem de mais oportunidades de crescimento, têm menos condições para suportar estruturas de governança corporativa mais sofisticadas (Klapper & Love, 2004). A listagem no mercado norte-americano, operacionalizada pela emissão de ADR (ADR), requer padrões de relatórios e maior proteção aos investidores, o que levaria empresas de países emergentes, como o Brasil, a elevar a qualidade de sua governança para listar suas ações no mercado norte-americano (Klapper & Love, 2004). O maior risco de expropriação de recursos intangíveis pressupõe que empresas com menor grau de tangibilidade dos ativos (TANG) tenham maior necessidade de otimizar seus mecanismos de governança (Silveira, Barros, Leal & Silva, 2009). O desempenho financeiro, operacionalizado pelo retorno sobre ativos (ROA) pode afetar a qualidade da governança corporativa da empresa de duas formas: por um lado, empresas com maior desempenho podem ser motivadas à maior transparência; por outro lado, empresas com inferior desempenho podem aumentar a qualidade da governança a fim de elevar seus resultados futuros (Silveira, Barros, Leal & Silva, 2009).

Os valores das variáveis financeiras (tamanho, tangibilidade, rentabilidade, Q de Tobin e endividamento) são referentes a 31 de dezembro do ano anterior à observação de dados de governança. A emissão de ADR's foi verificada no Boletim diário de Informações da

BM&FBovespa em 30 de abril do ano da observação, data mais próxima à publicação do Formulário de Referência.

Diferentemente de Silveira *et al.* (2010), optou-se por não incluir como variáveis explicativas a defasagem do IQGC e a listagem em segmentos diferenciados de governança da BM&FBovespa, uma vez que o objetivo deste trabalho é verificar se a qualidade da governança corporativa se diferencia de acordo com a concentração de propriedade, e não a endogeneidade de seus determinantes. Ao incluir o IQGC defasado como variável de controle, o trabalho verificaria apenas se a concentração de propriedade estaria relacionada à variação do IQGC entre dois exercícios. A listagem em segmentos diferenciados de governança da BM&FBovespa, por sua vez, engloba diversos itens que compõe o IQGC, além de ser de natureza facultativa, podendo inclusive ser explicada pela concentração de propriedade. O setor de atividade não foi incluído nas análises por se tratar de uma característica específica da empresa, estando inserida no termo de erro (Silveira *et al.*, 2010). Ademais, o uso de *dummies* com valor 0 ou 1 para quase todas as observações pode causar imprecisões, sobretudo quando o período analisado é pequeno (Roodman, 2009).

3.3. Procedimentos estatísticos

Os modelos estimados têm como variável dependente o IQGC (índice de qualidade da governança corporativa) (Equação 1). PROP são as características da estrutura de propriedade da empresa i no período j . CONTR são as variáveis de controle do modelo econométrico, relativas à empresa i no período j . δ_j é o termo de erro relacionado a efeitos temporais; α_i é o termo de erro associado a efeitos específicos da empresa; $\mu_{i,j}$ é o termo de erro aleatório.

$$IQGC_{i,t} = \alpha + \beta_1 PROP_{i,t} + \beta_2 CONTR_{i,t} + \delta_t + \alpha_i + \mu_{i,t} \quad (1)$$

Para mitigar possíveis efeitos da endogeneidade dos regressores, as estimações foram processadas por meio do método generalizado de momentos sistêmico (GMM-SYS). Inicialmente explanado por Arellano & Bover (1995), sendo concluído por Blundell & Bond (1998), o GMM-SYS é uma combinação de GMM em primeiras diferenças (GMM-DIF) com transformações em níveis. O GMM-DIF trabalha a partir das diferenças entre as variáveis do modelo e sua primeira defasagem temporal, com o intuito de excluir o efeito da heterogeneidade não observada. Em seguida, procede-se à instrumentalização das variáveis

possivelmente endógenas por meio do método generalizado de momentos. Entretanto, os instrumentos do GMM-DIF podem ser pouco relacionados com as variáveis possivelmente endógenas, quando o coeficiente do intercepto tende à unidade e quando há uma variância dos efeitos fixos da empresa (Blundell & Bond, 1998). Para contornar este problema, procede-se a uma transformação em níveis, ou seja, em vez de transformar os regressores para expurgar os efeitos fixos, transformam-se os instrumentos em diferenças para fazê-los exógenos aos efeitos fixos.

Neste estudo utilizou-se a rotina *xtabond2* no *software* Stata 12® para a implementação do GMM-SYS. A exemplo de Silveira, *et al.* (2010) foram consideradas endógenas em todas as estimações as variáveis de controle. Para as variáveis de concentração de propriedade foram estimados dois modelos, considerando-as endógenas e pré-determinadas. As variáveis indicativas do período foram consideradas como estritamente exógenas. A escolha do número de defasagens para variáveis endógenas, predeterminadas e estritamente exógenas seguiu as recomendações de Roodman (2009). O tratamento padrão para variáveis estritamente exógenas é o *ivstyle*; as variáveis pré-determinadas, das quais não se espera simultaneidade com a variável dependente, mas se admite possível endogeneidade por omissão de variáveis ou erros de mensuração, são instrumentalizadas por GMM de t-1 até a última defasagem temporal. As variáveis endógenas, das quais se espera efeitos de simultaneidade com a variável dependente, são instrumentalizadas com GMM a partir de t-2. Dentre as outras opções do *xtabond2*, este trabalho utilizou *collapse*, *twostep*, *robust* e *small*. A validade dos instrumentos foi testada por meio dos testes J de Hansen e diferença em Sargan/Hansen. A existência de autocorrelação de resíduos foi testada por meio de testes de Arellano e Bond de primeira e segunda ordem. Para mais detalhes sobre a rotina *xtabond2*, ver Roodman (2009).

4. Análise dos Resultados

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva das variáveis dos modelos. Os *scores* médios da amostra para cada item que compõe o IQGC estão disponíveis no Apêndice A. O IQGC médio nas empresas é de aproximadamente 61%, com baixa variabilidade. A análise por ano, não reportada, indica crescimento do IQGC durante o período, com destaque para os dois últimos anos (2012 e 2013), cuja média supera 62%. Estes resultados seguem a mesma direção de estudos realizados na primeira década do século XXI (Black, Carvalho, & Gorga, 2012;

Silveira *et al.*, 2009), sugerindo que a qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras segue um processo de evolução. Quando analisadas individualmente as práticas que compõem o IQGC, verifica-se que as áreas de maior *compliance* às melhores práticas de governança corporativa estão relacionadas à informação reportada (*disclosure* e auditoria independente), cujos índices médios são superiores a 80%. Por outro lado, o conselho fiscal é a área mais deficitária, com média de 50%.

Observa-se também o elevado índice de concentração de direitos de voto (CVOT1, CVOT3 e CVOT5). Das 340 observações, 154 (45,29%) correspondem a empresas cujo maior acionista detém mais de 50% do capital votante (CVOT1_M50). Se considerar-se os três maiores acionistas (CVOT3_M50) e os cinco maiores acionistas (CVOT5_M50), este número sobe para 223 (65,59%) e 243 (71,47%), respectivamente. Estes resultados seguem os achados de estudos anteriores, que relatam como características da empresa brasileira a alta concentração acionária (Claessens & Yurtoglu, 2013; López-Iturriaga & Crisóstomo, 2010; Silva & Leal, 2005).

Tabela 1
Estatística descritiva

Variável	Média	Mínimo	Máximo	Desvio-padrão	Coefficiente de variação
IQGC	0,611	0,273	0,882	0,099	0,161
CVOT1	0,494	0,020	1,000	0,256	0,518
CVOT3	0,674	0,020	1,000	0,246	0,364
CVOT5	0,707	0,020	1,000	0,232	0,328
TAMAN	15,389	12,315	20,057	1,427	0,093
ENDIV	0,178	0,000	0,578	0,148	0,829
TOBINSQ	1,789	0,053	8,718	1,479	0,827
TANG	0,145	0,000	0,911	0,208	1,436
ROA	0,110	-0,029	0,302	0,088	0,806

N = 340. Observações por grupo = 4.

Nota: Lista das variáveis: Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC); concentração de voto do maior acionista (CVOT1), dos três maiores acionistas (CVOT3) e dos cinco maiores acionistas (CVOT5); logaritmo do ativo total (TAMAN), endividamento (ENDIV), Q de Tobin (TOBINSQ); tangibilidade (TANG) e retorno sobre os ativos (ROA).

As Tabelas 2, 3, 4 e 5 apresentam os resultados das estimações que avaliam o efeito da concentração de propriedade sobre a qualidade da

governança corporativa. De forma geral, não se notou diferenças significativas nos coeficientes dos modelos de GMM-SYS estimados, considerando as variáveis de estrutura de propriedade endógenas (modelos 1, 3 e 5) e pré-determinadas (modelos 2, 4 e 6), sugerindo que não há simultaneidade entre a concentração de propriedade e o IQGC. Os testes de autocorrelação dos resíduos e de validade dos instrumentos legitimaram as estimações. Dentre as variáveis de controle inseridas nos modelos, apenas a o endividamento e o Q de Tobin apresentaram significância em uma única estimação, com sinal oposto ao indicado pela literatura, confirmando os resultados de Silveira *et al.* (2010). As variáveis indicativas do período, especialmente 2012 e 2013, quando comparadas a 2010, apresentaram coeficientes positivos e significantes, confirmando que nestes períodos houve um incremento do IQGC nas empresas analisadas.

A Tabela 2 contém resultados que indicam a relação negativa e linear entre a concentração de direitos de voto (CVOT1, CVOT3 e CVOT5) e a qualidade da governança corporativa (IQGC), como proposto na hipótese 1. Esta relação indica a propensão de grandes acionistas a não priorizarem a adoção de boas práticas de governança corporativa, em concordância com os resultados de Silveira e Barros (2008) e Silveira *et al.* (2009). Entretanto, estes resultados divergem do trabalho de Silveira *et al.* (2010), único a utilizar a modelagem de GMM-SYS. Diferenças na formulação do índice de qualidade da governança corporativa e na definição das variáveis independentes podem explicar as diferenças encontradas.

Tabela 2

Concentração de direitos de voto e qualidade da governança corporativa

Variáveis explicativas	Variável dependente: Índice de qualidade da governança corporativa					
	1	2	3	4	5	6
CVOT1	-0,168 *	-0,150 ***				
CVOT3			-0,143 **	-0,112 *		
CVOT5					-0,152 *	-0,096
ROA	0,128	0,105	0,017	-0,003	-0,005	-0,026
TOBINSQ	-0,022	-0,015	-0,013	-0,010	-0,016	-0,011
TANG	-0,071	-0,011	0,034	0,084	0,038	0,110
TAMAN	-0,026	-0,018	-0,020	-0,019	-0,023	-0,021
ADR	0,037	0,030	0,022	0,016	0,025	0,015
ENDIV	-0,237	-0,147	-0,083	-0,066	-0,096	-0,068
YEAR2011	0,004	0,007	0,010	0,013	0,010	0,015
YEAR2012	0,030 **	0,031 **	0,032 **	0,035 **	0,032 **	0,037 ***
YEAR2013	0,040 **	0,040 ***	0,039 **	0,042 ***	0,039 **	0,043 ***
CONST	1,134 ***	0,974 ***	1,012 ***	0,965 ***	1,079 ***	0,981 ***
Observações	340	340	340	340	340	340
Empresas	85	85	85	85	85	85
Instrumentos	25	26	25	26	25	26
F	6,720 ***	7,540 ***	9,100 ***	7,990 ***	8,240 ***	7,270 ***
AR(1)	-3,280 ***	-3,440 ***	-3,540 ***	-3,540 ***	-3,470 ***	-3,420 ***
AR(2)	-0,410	-0,350	-0,440	-0,220	-0,380	-0,040
J de Hansen	8,090	9,240	10,700	10,680	10,170	10,630
P-value	(0,885)	(0,865)	(0,709)	(0,775)	(0,750)	(0,778)

Notas: Variáveis de concentração de propriedade endógenas (modelos 1, 3 e 5) e pré-determinadas (modelos 2, 4 e 6).

Coefficientes não padronizados tendo como variável dependente o Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC). Variáveis explicativas: concentração de voto do maior acionista (CVOT1), dos três maiores acionistas (CVOT3) e dos cinco maiores acionistas (CVOT5); retorno sobre os ativos (ROA); Q de Tobin (TOBINSQ); logaritmo do ativo total (TAMAN); tangibilidade (TANG); emissão de ADR (ADR); Endividamento (ENDIV); ano da observação (YEAR2011, YEAR2012, YEAR2013); e intercepto da reta (CONST).

Modelagens: GMM sistêmico em duas etapas com correção de Windmeijer.

Testes: estatísticas F para identificar a significância dos modelos; testes de autocorrelação dos resíduos de Arellano e Bond de 1ª e segunda ordem - AR(1) e AR(2); J de Hansen para validade dos instrumentos.

*, **, e *** denotam significância estatística a nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Quando considerada a concentração de direitos de voto quadrática (CVOT1_SQR, CVOT3_SQR e CVOT5_SQR), na Tabela 3, verifica-se uma relação negativa e não linear entre concentração de direitos de voto e qualidade da governança corporativa, não investigada por estudos anteriores realizados no mercado brasileiro. Este comportamento é

condizente com o argumento da expropriação que sugere que em empresas com capital mais disperso ou controle partilhado, os principais acionistas incrementam a qualidade da governança corporativa para mitigar o risco de expropriação por parte da gestão, em sintonia com o arcabouço teórico associado ao problema de agência “principal-agente”. Por outro lado, a partir de determinado ponto, quando há uma maior concentração de poder de voto, os principais acionistas passam a influenciar mais ativamente na definição do sistema de governança, reduzindo a qualidade da governança corporativa para atender seus interesses como proposto sob o marco teórico do problema de agência “principal-principal”. Os grandes acionistas controladores passam a exercer diretamente as funções de monitoramento da gestão, substituindo, desta forma, as atribuições do conselho de administração. Ao mesmo tempo, ao enfraquecer o sistema de governança corporativa, eles têm mais possibilidade de fazer uso de benefícios privados de controle em detrimento de acionistas minoritários, elevando o risco de expropriação.

Tabela 3

Concentração de direitos de voto ao quadrado e qualidade da governança corporativa

Variáveis explicativas	Variável dependente: Índice de qualidade da governança corporativa					
	1	2	3	4	5	6
CVOT1_SQR	-0,142	-0,129 ***				
CVOT3_SQR			-0,130 **	-0,104 **		
CVOT5_SQR					-0,131 **	-0,084 *
ROA	0,161	0,108	0,004	-0,015	0,013	-0,023
TOBINSQ	-0,027	-0,018	-0,013	-0,010	-0,015	-0,011
TANG	-0,110	-0,033	-0,008	0,072	-0,018	0,088
TAMAN	-0,028	-0,017	-0,024	-0,022	-0,024	-0,021
ADR	0,009	0,002	0,015	0,011	0,020	0,011
ENDIVID	-0,363 ***	-0,221	-0,107	-0,073	-0,115	-0,078
YEAR2011	0,004	0,007	0,008	0,013	0,008	0,014
YEAR2012	0,033 **	0,033 **	0,031 **	0,035 ***	0,032 **	0,037 ***
YEAR2013	0,047 ***	0,043 ***	0,037 **	0,041 ***	0,038 **	0,043 ***
CONST	1,173 ***	0,955 **	1,063 ***	0,989 ***	1,073 ***	0,971 ***
Observações	340	340	340	340	340	340
Empresas	85	85	85	85	85	85
Instrumentos	25	26	25	26	25	26
F	5,850 ***	6,340 ***	10,740 ***	8,560 ***	9,420 ***	7,730 ***
AR(1)	-3,200 ***	-3,260 ***	-3,540 ***	-3,560 ***	-3,570 ***	-3,500 ***
AR(2)	-0,530	-0,430	-0,600	-0,340	-0,590	-0,170
J de Hansen	8,660	10,420	10,510	10,490	10,240	10,780
P-value	(0,852)	(0,792)	(0,724)	(0,788)	(0,745)	(0,768)

Notas: Variáveis de concentração de propriedade endógenas (modelos 1, 3 e 5) e pré-determinadas (modelos 2, 4 e 6).

Coeficientes não padronizados tendo como variável dependente o Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC). Variáveis explicativas: concentração de voto quadrática do maior acionista (CVOT1_SQR), dos três maiores acionistas (CVOT3_SQR) e dos cinco maiores acionistas (CVOT5_SQR); retorno sobre os ativos (ROA); Q de Tobin (TOBINSQ); logaritmo do ativo total (TAMAN); tangibilidade (TANG); emissão de ADR (ADR); Endividamento (ENDIV); ano da observação (YEAR2011, YEAR2012, YEAR2013); e intercepto da reta (CONST).

Modelagens: GMM sistêmico em duas etapas com correção de Windmeijer.

Testes: estatísticas F para identificar a significância dos modelos; testes de autocorrelação dos resíduos de Arellano e Bond de 1ª e segunda ordem - AR(1) e AR(2); J de Hansen para validade dos instrumentos.

*, **, e *** denotam significância estatística a nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Uma avaliação mais detalhada da alta concentração de direitos de voto, medida pela concentração acima de 50% nas mãos dos principais acionistas (CVOT1_M50, CVOT3_M50 e CVOT5_M50) ratifica os resultados anteriores ao destacar que esta elevada concentração apresenta um efeito adverso sobre a qualidade da governança (IQGC) (Tabela 4).

Observa-se, entretanto, que esta relação só é estatisticamente significativa quando se considera o maior e os três maiores acionistas (CVOT1_M50 e CVOT3_M50). Este resultado é também uma forte sinalização que o mais elevado número de grandes acionistas dividindo a propriedade pode contribuir para a redução do poder de um grande acionista majoritário como a literatura tem apontado (López-de-Foronda, López-Iturriaga & Santamaría-Mariscal, 2007). Silveira *et al.* (2009) já haviam encontrado uma associação positiva entre o controle partilhado e a qualidade da governança corporativa.

Tabela 4

Alta concentração de direitos de voto e qualidade da governança corporativa

Variáveis explicativas	Variável dependente: Índice de qualidade da governança corporativa					
	1	2	3	4	5	6
CVOT1_M50	-0,166 **	-0,096 ***				
CVOT3_M50			-0,091	-0,073 **		
CVOT5_M50					-0,075	-0,052
ROA	0,142	0,058	-0,043	-0,050	-0,060	-0,119
TOBINSQ	-0,016	-0,013	-0,012	-0,010	-0,013	-0,010
TANG	-0,028	0,042	0,070	0,111	0,064	0,121
TAMAN	-0,019	-0,015	-0,023	-0,020	-0,026	-0,028
ADR	0,042	0,013	0,028	0,020	0,022	0,022
ENDIVID	-0,129	-0,099	-0,069	-0,055	-0,119	-0,086
YEAR2011	0,005	0,010	0,014	0,016	0,014	0,017
YEAR2012	0,034 *	0,034 ***	0,034 **	0,036 ***	0,035 **	0,037 **
YEAR2013	0,040 **	0,042 ***	0,039 **	0,041 ***	0,041 **	0,042 **
CONST	0,953 *	0,867 **	1,004 ***	0,935 ***	1,063 ***	1,063 ***
Observações	340	340	340	340	340	340
Empresas	85	85	85	85	85	85
Instrumentos	25	26	25	26	25	26
F	7,780 ***	7,760 ***	8,260 ***	7,930 ***	8,770 ***	6,770 ***
AR(1)	-3,580 ***	-3,650 ***	-3,310 ***	-3,350 ***	-3,200 ***	-3,140 ***
AR(2)	-0,380	-0,230	0,050	0,150	-0,100	0,130
J de Hansen	12,770	8,960	11,400	11,010	13,310	14,460
P-value	(0,545)	(0,880)	(0,655)	(0,752)	(0,502)	(0,491)

Notas: Variáveis de concentração de propriedade endógenas (modelos 1, 3 e 5) e pré-determinadas (modelos 2, 4 e 6).

Coeficientes não padronizados tendo como variável dependente o Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC). Variáveis explicativas: concentração de voto acima de 50% do maior acionista (CVOT_M50), dos três maiores acionistas (CVOT3_M50) e dos cinco maiores acionistas (CVOT5_M50); retorno sobre os ativos (ROA); Q de Tobin (TOBINSQ); logaritmo do ativo total (TAMAN); tangibilidade (TANG); emissão de ADR (ADR); Endividamento (ENDIV); ano da observação (YEAR2011, YEAR2012, YEAR2013); e intercepto da reta (CONST).

Modelagens: GMM sistêmico em duas etapas com correção de Windmeijer

Testes: estatísticas F para identificar a significância dos modelos; testes de autocorrelação dos resíduos de Arellano e Bond de 1ª e segunda ordem - AR(1) e AR(2); J de Hansen para validade dos instrumentos.

*, **, e *** denotam significância estatística a nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Outra realidade parece ser aquela de empresas com menos concentração de direitos de voto nas mãos dos principais acionistas, medida pela concentração até 50% nas mãos principais acionistas (CVOT1_50, CVOT3_50 e CVOT5_50). Os resultados exibidos na Tabela 5 sinalizam que esta mais reduzida concentração é favorável para a qualidade da governança corporativa. Entretanto, embora se verifique que em baixas concentrações de propriedade não se encontre relação negativa entre concentração de direitos de voto e qualidade da governança corporativa, não se encontrou de forma persistente uma relação positiva, conforme era esperado pela hipótese 2 da pesquisa. Este comportamento sugere que os principais acionistas, mesmo em empresas com capital diluído, ainda não estão agindo tão ativamente para garantir a adoção de melhores práticas de governança.

Tabela 5

Baixa concentração de direitos de voto e qualidade da governança corporativa

Variáveis explicativas	Variável dependente: Índice de qualidade da governança corporativa					
	1	2	3	4	5	6
CVOT1_50	0,199 *	0,116				
CVOT3_50			0,012	0,068		
CVOT5_50					0,007	-0,007
ROA	-0,003	0,024	-0,041	-0,077	0,028	-0,032
TOBINSQ	-0,010	-0,013	-0,008	-0,009	-0,018	-0,016
TANG	0,080	0,038	0,140	0,132	0,039	0,095
TAMAN	-0,016	-0,020	-0,009	-0,013	-0,025	-0,025
ADR	-0,002	-0,009	0,000	0,004	0,010	0,014
ENDIVID	-0,103	-0,182	-0,053	-0,058	-0,243	-0,172
YEAR2011	0,014	0,014	0,016	0,016	0,017	0,021 *
YEAR2012	0,038	** 0,039	*** 0,037	** 0,036	** 0,043	*** 0,044 ***
YEAR2013	0,045	*** 0,049	*** 0,043	** 0,042	*** 0,054	*** 0,054 ***
CONST	0,838	** 0,924	*** 0,726	* 0,797	** 1,018	*** 0,997 **
Observações	340	340	340	340	340	340
Empresas	85	85	85	85	85	85
Instrumentos	25	26	25	26	25	26
F	7,650 ***	6,160 ***	6,060 ***	6,740 ***	5,280 ***	5,330 ***
AR(1)	-3,340 ***	-3,250 ***	-3,080 ***	-3,110 ***	-2,620 ***	-2,880 ***
AR(2)	-0,060	0,000	0,340	0,420	-0,080	0,160
J de Hansen	9,730	9,300	11,840	12,320	12,530	13,670
P-value	(0,781)	(0,861)	(0,619)	(0,654)	(0,564)	(0,551)

Notas: Variáveis de concentração de propriedade endógenas (modelos 1, 3 e 5) e pré-determinadas (modelos 2, 4 e 6).

Coeficientes não padronizados tendo como variável dependente o Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC). Variáveis explicativas: concentração de voto até 50% do maior acionista (CVOT_50), dos três maiores acionistas (CVOT3_50) e dos cinco maiores acionistas (CVOT5_50); retorno sobre os ativos (ROA); Q de Tobin (TOBINSQ); logaritmo do ativo total (TAMAN); tangibilidade (TANG); emissão de ADR (ADR); Endividamento (ENDIV); ano da observação (YEAR2011, YEAR2012, YEAR2013); e intercepto da reta (CONST).

Modelagens: GMM sistêmico em duas etapas com correção de Windmeijer.

Testes: estatísticas F para identificar a significância dos modelos; testes de autocorrelação dos resíduos de Arellano e Bond de 1ª e segunda ordem - AR(1) e AR(2); J de Hansen para validade dos instrumentos.

*, **, e *** denotam significância estatística a nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Os resultados apresentados nas Tabelas 3, 4 e 5 suportam a hipótese de que há uma relação quadrática entre concentração de direitos de voto e qualidade da governança corporativa (*Hipótese 2*), sugerindo a presença do efeito expropriação (Bozec & Bozec, 2007). De fato, a propriedade mais diluída apresenta um efeito positivo sobre a governança, como

forma de proteção contra o comportamento indevido de gestores. Por outro lado, altos níveis de concentração contribuem para mais baixo nível de adoção de boas práticas de governança sinalizando que grandes acionistas controladores podem ser responsáveis por esta redução de qualidade da governança.

Diante dos resultados, observa-se que, apesar da evolução do mercado de capitais brasileiro (Rossetti & Andrade, 2012), este ainda é marcado pelo baixo *enforcement*, pela fraca proteção legal aos investidores (La Porta *et al.*, 1998), considerando o grande poder de influência que grandes acionistas têm sobre a qualidade da governança corporativa. Esta influência, no mercado brasileiro altamente concentrado, pode também contribuir para o lento avanço na adoção de boas práticas voluntárias de governança corporativa.

5. Conclusões

O presente trabalho investigou o efeito concentração de propriedade com poder de voto sobre a qualidade da governança corporativa de empresas com alto valor de mercado no Brasil. Os resultados indicam que a alta concentração acionária afeta negativamente a qualidade da governança corporativa no Brasil. Esta realidade sinaliza que os benefícios gerados por mecanismos avançados de governança corporativa para os acionistas controladores parecem ser diminutos, frente aos custos de agência associados a eles.

O documentado desinteresse dos grandes acionistas controladores da empresa brasileira pelas práticas diferenciadas de governança pode dever-se a dois fatores. Primeiro, a concentração acionária votante constitui-se um mecanismo interno de governança tendendo a substituir um forte sistema de governança corporativa. Segundo, grandes acionistas controladores têm interesse em usufruir de benefícios privativos de controle, algo associado a eventual expropriação de acionistas minoritários, o que é facilitado por um fraco sistema de governança corporativa.

Considerando a importância da governança corporativa para a atenuação de problemas de assimetria de informação entre empresa e mercado, e o consequente melhor acesso ao financiamento externo, esta realidade de pouco interesse de grandes acionistas por melhor governança pode ter algumas explicações. Primeiro, as empresas brasileiras, principalmente as com propriedade mais concentrada, podem estar, de

fato, tendo um comportamento *pecking-order*, priorizando a utilização de fluxo de caixa para financiar seus investimentos. O acesso à dívida e à emissão de ações pode estar prejudicado pela insipiente qualidade da governança, notadamente a emissão de ações, que é ainda pouco utilizada no Brasil. Outra explicação seria que elas podem estar conseguindo atenuar os problemas de assimetria de informação com o mercado de outra forma, como a relação muito próxima aos bancos que lhes financiam.

A relação negativa encontrada entre concentração de propriedade e qualidade da governança sinaliza que empresas com propriedade mais diluída estão conseguindo obter melhor qualidade do sistema de governança corporativa que, nestas empresas, parece constituir-se importante instrumento de redução de conflitos de agência e proteção de acionistas contra comportamentos adversos de gestores. O outro benefício natural da melhor governança é a redução da assimetria de informação com o mercado e o melhor acesso ao financiamento externo que estas empresas podem estar encarando.

Consideramos que este estudo contribui para os estudos sobre governança corporativa no mercado brasileiro por discutir como os distintos interesses dos acionistas podem ser refletidos na qualidade da governança corporativa da empresa brasileira. Além do risco de expropriação indicado pela concentração acionária, o entendimento do controle societário como uma prática de governança que substitui outros mecanismos formais de controle, embora já tenham sido abordados pela literatura internacional, ainda é assunto pouco explorado em estudos empíricos no Brasil. Destaca-se também que o índice para mensuração da qualidade da governança corporativa (IQGC) tenta avançar na incorporação de boas práticas não contempladas anteriormente. Vemos também como relevante a utilização do GMM-SYS para mitigar os problemas de endogeneidade, possibilitando mais consistência dos resultados.

Vislumbra-se algumas possibilidades de trabalhos a continuação deste. A análise do efeito de atributos de estrutura de propriedade sobre as práticas voluntárias de governança de forma isolada permitirá a verificação de quais mecanismos de governança sofrem maior influência dos acionistas. Neste contexto, também parece promissor explorar o efeito de mais atributos da estrutura de propriedade, como a propriedade de gestores, ou a natureza dos principais acionistas, sobre a qualidade da governança. Relativamente ao acesso ao financiamento externo, vemos

também a possibilidade de avaliar se a qualidade da governança estaria aliviando os problemas de restrições financeiras da empresa brasileira.

Referências

- Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. (2004). The Spread of Codes of Good Governance Worldwide: What's the Trigger? *Organization Studies*, 25(3), 415-443.
- Aguilera, R. V., & Desender, K. A. (2012). Challenges in the Measuring of Comparative Corporate Governance: A Review of the Main Indices. In C. L. Wang, D. J. Ketchen & D. D. Bergh (Eds.), *Research Methodology in Strategy and Management* (Vol. 8). West Meets East: Building: Emerald Group Publishing Limited.
- Aldrichi, D. M., & Mazzer Neto, R. (2005). Ownership and control in brazilian limited liability companies. *Revista de Economia Política*, 25(2), 115-137.
- Aldrichi, D. M., & Mazzer Neto, R. (2007). Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 61(2), 129-152.
- Anand, A. I., Milne, F., & Purda, L. D. (2006). Voluntary Adoption of Corporate Governance Mechanisms. Queen's University.
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51.
- Barros, L. A. B. C., Castro Junior, F. H. F., Silveira, A. D. M., & Bergmann Sr., D. R. (2010). A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas.
- Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2003). Corporate Governance and Control. In G. M. Constantinides, M. Harris & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, Part A, pp. 1-109). Amsterdam: Elsevier, North-Holland.
- Black, B. S., Carvalho, A. G., & Gorga, É. (2012). What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries). *Journal of Corporate Finance*, 18, 934-952.
- Blundell, R., & Bond, S. R. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*,

87, 115-143.

- Bozec, Y., & Bozec, R. (2007). Ownership concentration and corporate governance practices: Substitution or expropriation effects? *Canadian journal of administrative sciences*, 24(3), 185-195.
- Bruno, V., & Claessens, S. (2010). Corporate governance and regulation: Can there be too much of a good thing? *Journal of Financial Intermediation*, 19(4), 461-482.
- Chhaochharia, V., & Laeven, L. (2009). Corporate governance, norms and practices. *Journal of Financial Intermediation*, 18(3), 405-431.
- Claessens, S., & Fan, J. P. H. (2002). Corporate governance in Asia: a survey. *International Review of finance*, 3(2), 71-103.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1-33.
- Connelly, B. L., Hoskisson, R. E., Tihanyi, L., & Certo, S. T. (2010). Ownership as a form of corporate governance. *Journal of management studies*, 47(8), 1561-1589.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55).
- Crisóstomo, V. L., & Vallelado, E. (2006). Possível Estratégia de Ativismo de Fundos de Pensão no Brasil. *Revista de Economia Contemporânea*, 10(1), 17.
- Cueto, D. C. (2013). Substitutability and complementarity of corporate governance mechanisms in Latin America. *International Review of Economics & Finance*, 25, 310-325.
- CVM. (2002). Recomendações da CVM sobre governança corporativa (Vol. 1). Rio de Janeiro: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.
- De Miguel, A., Pindado, J., & De la Torre, C. (2004). Ownership structure and firm value: new evidence from Spain. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1199-1207.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-393.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal Of Corporate Finance*, 7(3), 209-

233.

- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of financial and quantitative analysis*, 38(1), 1-36.
- Durnev, A., & Kim, E. H. (2005). To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal of Finance*, 60(3), 1461-1493.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537-600.
- Edwards, J., & Nibler, M. (2000). Corporate governance in Germany: the role of banks and ownership concentration. *Economic Policy Review*, 15(31), 237-267.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2003). Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors. *Journal of Applied Finance*, 13(2), 4-22.
- Hart, O., & Moore, J. (1995). Debt and seniority: An analysis of the role of hard claims in constraining management. *The American Economic Review*, 85(6), 567-585.
- Holderness, C. G. 2009. The Myth of Diffuse Ownership in the United States. *The Review of Financial Studies*, 22(4): 1377-1408.
- IBGC. (2009). Guia das Melhores Práticas de Governança para Fundações e Institutos Empresariais (4 ed., Vol. 1, pp. 73). São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. 2000. Tunneling. *The American Economic Review*, 90(2): 22-27.
- Kang, J.-K., & Shivdasani, A. (1995). Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. *Journal of Financial Economics*, 38(1), 29-58.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor

- protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1999). The quality of government. *Journal of Law, Economics and Organization*, 15(1), 222-279.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- Leal, R. P. C. (2004). Governance practices and corporate value: a recent literature survey. *Revista de Administração USP*, 39(4), 327-337.
- Leal, R. P. C., Silva, A. L. C., & Valadares, S. M. (2002). Estrutura de controle das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(1), 7-18.
- López-de-Foronda, Ó., López-Iturriaga, F. J., & Santamaría-Mariscal, M. (2007). Ownership Structure, Sharing of Control and Legal Framework: international evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1130-1143.
- López-Iturriaga, F. J., & Crisóstomo, V. L. (2010). Do leverage, dividend payout and ownership concentration influence firms' value creation? An analysis of Brazilian firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 46(3), 80-94.
- Love, I. (2011). Corporate Governance and Performance around the World: What We Know and What We Don't. *The World Bank Research Observer*, 26(1), 42-70.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Okimura, R. T., Silveira, A. D. M., & Rocha, K. C. (2007). Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. *RAC-Eletrônica*, 1(1), 119-135.
- PREVI. (2012). Código PREVI de Melhores Práticas de Governança Corporativa (2 ed., Vol. 1). Rio de Janeiro: CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL.

- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The Stata Journal*, 9(1), 86-136.
- Rossetti, J. P., & Andrade, A. (2012). *GOVERNANÇA CORPORATIVA: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências* (6 ed.). São Paulo: Atlas.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Silva, A. L. C., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1-18.
- Silveira, A. D. M. D., Barros, L. A. B. D. C., & Famá, R. (2006). Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das empresas abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 4(1), 1-30.
- Silveira, A. D. M. D., & Barros, L. A. B. D. C. (2008). Determinantes da qualidade da governança corporativa das empresas abertas brasileiras. *REAd: revista eletrônica de administração*, 14 (3).
- Silveira, A. D. M., Leal, R. P. C., Barros, L. A. B. d. C., & Luiz, C.-d.-S. (2009). Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. *Revista de Administração da USP - RAUSP*, 44(3), 173-189.
- Silveira, A. D. M., Leal, R. P. C., Silva, A. L. C., & Barros, L. A. B. C. (2010). Endogeneity of Brazilian corporate governance quality determinants. *Corporate Governance*, 10(2), 191-202.
- Yafeh, Y., & Yosha, O. (2003). Large shareholders and banks: Who monitors and how? *Economic Journal*, 113(484), 128-146.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-220

Apêndice A: *checklist* de boas práticas de governança corporativa**Tabela A.1**

Categoria	Item analisado	Escala	Prática de governança (mensuração)	Fonte de dados	Pontuação ^a
Acionistas	Direito de voto	Percentual	Direito a voto de cada classe de ações (0 – sem direito; 0,5 – restrito; 1 – pleno) multiplicado pelo percentual de ações de cada classe (%ON x DVON) + (%PN x DVPN)	FR, item 18.1	0,7975
	Tagalong	Percentual	Percentual de tagalong multiplicado pelo percentual de ações de cada classe em relação ao total: (%ON x TAON) + (%PN x TAPN)	FR, item 18.1	0,6876
	Participação em assembleias (AGO)	Discreta	Prazo mínimo de convocação para a AGO de 30 dias (0,25 – sim; 0 – não)	FR, item 12.2	0,1037
			Transmissão eletrônica da AGO (0,25 – sim; 0 – não)	FR, item 12.2	
			Disponibilização de meios de comunicação entre empresa e acionistas sobre as pautas da AGO via internet (0,25 – sim; 0 – não)	FR, item 12.2	
			Mecanismos que possibilitem a inclusão de propostas de acionistas na pauta do dia (0,25 – sim; 0 – não)	FR, item 12.2	
Ações	Ações ordinárias	Percentual	Percentual de ações ordinárias emitidas pela companhia (ações ordinárias / total de ações)	FR, item 15.1	0,7699
	Freefloat	Percentual	Percentual de ações em circulação (ações em circulação / total de ações)	FR, item 15.3	0,4718

Cont. Tabela A.1

Estrutura do Conselho de Administração (CA)	Tamanho CA	Binária	O CA da companhia é composto por 5 a 11 membros efetivos (1 – sim; 0 – não)	FR, 12.6/8	itens	0,8559
	Comitês de assessoramento CA	Discreta	Comitê de auditoria ou similar (0,33 – sim; 0 – não)	FR, 12.1/7	itens	0,4137
			Comitê de remuneração ou similar (0,33 – sim; 0 – não)	FR, 12.1/7	itens	
			Comitê de governança corporativa ou similar (0,33 – sim; 0 – não)	FR, 12.1/7	itens	
Práticas do Conselho de Administração (CA)	Mandato CA	Discreta	Prazo de mandato do CA: um ano (1), dois anos (0,5) ou três anos (0)	FR, item 12.1, ou estatuto		0,5721
	Avaliação CA	Binária	Mecanismos de avaliação do CA ou de seus membros (1 – sim; 0 – não)	FR, item 12.1 ou estatuto		0,3471
	Remuneração variável CA	Binária	O CA não percebe parte da remuneração variável atrelada aos resultados da companhia (1 – sim; 0 – não)	FR, 13.1/2	itens	0,7706
Composição do Conselho de Administração (CA)	Segregação entre CEO e Chairman	Binária	Segregação das funções de presidente do Conselho e diretor-presidente (1 – sim; 0 – não)	FR, 12.6/8	itens	0,8529
	Membros externos CA	Percentual	Percentual de conselheiros efetivos que pertencem apenas ao CA (conselheiros externos / total de conselheiros)	FR, 12.6/8	itens	0,8869
	Membros independentes CA	Percentual	Percentual de conselheiros efetivos declarados independentes (conselheiros independentes / total de conselheiros)	FR, 12.6/8	itens	0,2079
	Membros minoritários CA	Percentual	Percentual de conselheiros efetivos que não foram indicados pelo controlador (conselheiros minoritários / total de conselheiros)	FR, 12.6/8	itens	0,2725

Cont. Tabela A.1

Diretoria Executiva (DE)	Remuneração variável DE	Binária	A DE percebe parte da remuneração atrelada aos resultados da companhia (1 – sim; 0 – não)	FR, itens 13.1/2	0,8794
	Stock options DE	Binária	A companhia tem plano de remuneração baseada em ações para diretores (1 – sim; 0 – não)	FR, itens 13.1/2	0,5324
	Mandato DE	Discreta	Prazo de mandato da DE: um ano (1), dois anos (0,5) ou três anos (0)	FR, item 12.1, ou estatuto	0,3868
	Avaliação DE	Binária	Mecanismos de avaliação da DE ou de seus membros (1 – sim; 0 – não)	FR, item 12.1, ou estatuto	0,7706
Disclosure	Qualidade da informação contábil	Discreta	Pontualidade na entrega dos relatórios contábeis à CVM (0,33 – sim; 0 – não)	Site da CVM	0,9961
			Não ter sido notificada pela CVM para refazer algum de seus relatórios (0,33 – sim; 0 – não)	Site da CVM	
			Parecer da Auditoria Independente sem ressalva (0,33 – sim; 0 – não)	DFP	
	Disclosure voluntário	Discreta	A companhia publica em seu website relatório de sustentabilidade ou similar (0,5 – sim; 0 – não)	Site da companhia / Bm&Bovespa	0,6949
Conselho fiscal (CF)	Remuneração CF	Discreta	A companhia divulga projeções acerca do seu desempenho futuro (0,25 – sim; 0 – não)	FR, item 11.1	
			A companhia divulga indicadores de desempenho não contábeis (0,25 – sim; 0 – não)	FR, item 3.2	
			O CF está instalado: De forma permanente (1); instalado no exercício e não permanente (0,5); Não instalado no exercício (0)	FR, item 12.1, ou estatuto	0,5721
	Membros minoritários CF	Percentual	Percentual de membros do CF indicado por minoritários ou preferencialistas (conselheiros minoritários / total de conselheiros)	FR, itens 12.6/8	0,5721



Cont. Tabela A.1

Auditoria independente (AI)	Independência AI	Discreta	Contrato da empresa de AI não superior a cinco anos (0,5 – sim; 0 – não)	FR, itens 2.1/2	0,7603
			A empresa de AI não presta serviços de assessoria ou consultoria (0,5 – sim; 0 – não)	FR, itens 2.1/2	
	Reputação AI	Binária	A empresa de auditoria independente é uma das <i>big four</i> (1 – sim; 0 – não)	FR, itens 2.1/2	0,9706
Conduta e conflitos de interesse	Gestão de conflitos de interesse	Binária	A companhia tem mecanismos formais que possibilitam a identificação e resolução de conflitos de interesses (1 – sim; 0 – não)	FR, itens 12.2/4	0,4029
	Mediação e arbitragem	Binária	Estatuto da companhia possui cláusula compromissória para a resolução dos conflitos entre acionistas e entre estes e o emissor por meio de arbitragem (1 – sim; 0 – não)	FR, item 12.5	0,6559
			A companhia tem e divulga código de conduta (0,33 – sim; 0 – não)	Site da CVM	0,6951
	Transparência	Discreta	A companhia tem e divulga política de negociação de ações (0,33 – sim; 0 – não)	Site da CVM	
			A companhia tem e divulga política de gerenciamento de riscos (0,33 – sim; 0 – não)	FR, item 5.2	
Índice de Governança (IQGC)	Qualidade da Corporativa	Percentual	Soma das pontuações obtidas pela companhia nas 28 práticas de governança analisadas dividido por 28	-	0,6115

Notas: * Pontuação média das 85 companhias analisadas durante o período 2010-2013.

Legendas: ON – Ações ordinárias; PN – Ações preferenciais; DV – Direito de voto; TA – TagAlong; FR – Formulário de Referência; AGO – Assembleia geral ordinária; CA – Conselho de administração; DE – Diretoria executiva; CF – Conselho fiscal; AI – Auditoria independente; IQGC – Índice de Qualidade da Governança Corporativa.