

CONCENTRAÇÃO DE CONTROLE E VALOR DE MERCADO: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO BRASIL EM MOMENTOS DE CRISE ECONÔMICA

DANTE BAIARDO CAVALCANTE VIANA JUNIOR
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)
dantebcviana@gmail.com

VERA MARIA RODRIGUES PONTE
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)
vponte@fortalnet.com.br

DANIEL FERREIRA CAIXE
CENTRO UNIVERSITÁRIO UNISEB (UNISEB)
danielfcaixe@gmail.com

CONCENTRAÇÃO DE CONTROLE E VALOR DE MERCADO: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO BRASIL EM MOMENTOS DE CRISE ECONÔMICA

1. INTRODUÇÃO

Desde o estudo seminal de Berle e Means (1932), a estrutura de propriedade é considerada uma variável chave nos estudos de governança e desempenho corporativos. Possuindo um caráter multidimensional e, portanto, podendo ser analisada através da concentração acionária, da identidade dos maiores acionistas, da forma de distribuição do controle (piramidal ou de controle direto), bem como através da divergência entre direitos de voto e de fluxos de caixa, dentre outros, a estrutura de propriedade das firmas torna-se uma questão importante no âmbito da gestão empresarial, pois determina, dentre outros fatores, quem tem o poder de decisão final na corporação (KUMAR; ZATTONI, 2015).

Dentre as diversas características das quais a estrutura de propriedade das firmas poderia ser abordada, destaca-se a concentração do controle acionário como um dos atributos de maior relevância no âmbito da gestão (BREY et al., 2014). Nesse sentido, à luz da Teoria da Agência, poder-se-ia supor que, no geral, a formação de grandes blocos de acionistas traria um efeito positivo sobre o desempenho corporativo, partindo-se do pressuposto de que os proprietários de grandes lotes de ações são mais exigentes na cobrança da adoção de mecanismos eficientes de governança para controlar as decisões administrativas. Por outro lado, em ambientes com fraca proteção legal, como nos países da Europa Continental e na América Latina, a concentração de controle também poderia gerar efeitos prejudiciais para o desempenho das empresas (CRISÓSTOMO; PINHEIRO, 2016). A ideia emerge, dentre outros fatores, do fato destes países apresentarem um baixo *enforcement* legal de proteção aos acionistas minoritários, dando margem a possíveis comportamentos oportunistas por parte de acionistas majoritários na extração de benefícios privados do controle, comprometendo, inclusive, o sistema de governança da firma (DJANKOV et al., 2008), o que possivelmente afetaria de forma negativa o desempenho corporativo. Dessa forma, neste ambiente de fraca proteção ao minoritário e de baixo *enforcement* legal, onde a concentração acionária encontra-se em patamares elevados, a relação de agência predominante ocorre na relação principal-principal (CHEN; YOUNG, 2010; SHLEIFER; VISHNY, 1997; DURNEV; KIM, 2005), diferente da ótica principal-agente (JENSEN; MECKLING, 1976) tratada em economias desenvolvidas, onde, via de regra, o capital é pulverizado.

Nessa discussão, é possível identificar, na atual agenda de produção científica nacional, diversos estudos que investigaram a relação entre a concentração de controle e o desempenho corporativo em empresas brasileiras (CAIXE; KRAUTER, 2013; FERREIRA; MARTINS, 2016; MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; SANT'ANA et al., 2016; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2008). As evidências empíricas destes estudos são evidentemente contraditórias, sendo possível identificar estudos que apresentam uma relação positiva entre a concentração de controle e o desempenho corporativo, e estudos que apresentam relações negativas. Assim, conjectura-se a possibilidade de o ambiente econômico nos quais as empresas estão situadas poder interferir nesta relação (SOARES; KLOECKNER, 2008), o que ainda não foi objeto específico de investigação nestes estudos.

Os efeitos da concentração acionária sobre o desempenho corporativo dependem da natureza do ambiente econômico, que gera implicações importantes para a formulação de ações por parte dos *policy makers* (MANGENA; TAURINGA; CHAMISA, 2012). Dessa forma, em se tratando de momentos de crise macroeconômica, é possível supor que em mercados economicamente mais instáveis, os conflitos entre principal-principal (SHLEIFER; VISHNY, 1997) tendem a ser mais elevados, devido a maiores chances de comportamento oportunista por parte dos tomadores de decisão (WILLIAMSON, 1975). Isso poderia ser

justificado, dentre outros motivos, pela possibilidade de a instabilidade econômica surtir um efeito cognitivo nos tomadores de decisão, no sentido de impulsioná-los a evitar riscos futuros (MORRIS, 1994), o que os incentivaria a agir de modo a expropriar a riqueza da firma – incitando mais fortemente a extração de benefícios privados do controle, impulsionando os custos de agência e, de forma consequente, prejudicando o desempenho corporativo. Sob essa perspectiva, Rennó (2001, p.50) pontua ainda que a instabilidade econômica pode impulsionar os indivíduos a agirem “somente guiados por suas necessidades imediatas, desconsiderando as consequências de seus atos para a vida dos outros e para futuros resultados coletivos”.

O objetivo deste trabalho consiste, portanto, em analisar a relação entre a concentração de controle e o desempenho corporativo em momentos de estabilidade e de crise econômica. De natureza quantitativa, a pesquisa reuniu 169 empresas brasileiras de capital aberto, oriundas de 11 diferentes setores da economia no período 2010-2016, perfazendo um total de 1.043 observações ano-empresas. Através de modelagens econométricas por meio do Método dos Momentos Generalizados (GMM) – considerando o valor de mercado como variável dependente, a concentração de controle das empresas como variável independente e com a inserção de variáveis *dummies* capazes de controlar os efeitos da mais recente crise econômica brasileira (2014-2016) – os resultados sugerem que uma maior concentração de controle prejudica o valor de mercado das empresas, e que essa relação é potencializada em momentos de crise macroeconômica.

Este estudo viabiliza-se frente às demais pesquisas nacionais realizadas em torno da temática ao apresentar discussões específicas dos reflexos da crise econômica vivida no Brasil nos últimos anos (2014-2016). Apesar da extensa literatura nacional sobre a relação entre a estrutura de propriedade e o desempenho corporativo, não se identificou nenhum estudo que tratasse empiricamente os efeitos da instabilidade econômica sobre esta relação. Assim, comente-se ainda que o entendimento dos desdobramentos da mais recente recessão macroeconômica no Brasil – iniciada em 2014 com uma drástica recessão do Produto Interno Bruto (PIB) e agravada em 2015 e 2016 por meio de uma série de escândalos políticos que, inclusive, culminaram com o impeachment da até então presidente Dilma Rousseff –, bem como uma compreensão de suas implicações para as empresas, é assunto relevante tanto para investidores quanto para as demais partes interessadas, tornando este estudo uma potencial fonte de consulta a órgãos reguladores e demais agentes do mercado acionário.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1. Estrutura de Propriedade e Desempenho

Dada a assimetria informacional entre os agentes do mercado (AKERLOF, 1970), a Teoria da Agência delinea-se na perspectiva de explicar o conflito entre o principal e o agente, tendo como fundamento a evidente a separação entre a propriedade e a gestão (JENSEN; MECKLING, 1976). A partir desses conflitos, segundo os autores, surgiriam os custos de agência, que, por sua vez, refletiriam diretamente no desempenho das organizações, e seus efeitos podem ser mitigados, ou não, em função, dentre outros fatores, do nível de concentração acionária da empresa.

A partir das proposições feitas por Jensen e Meckling (1976), diversos estudos dedicaram-se a analisar as possíveis relações existentes entre o desempenho e a estrutura de propriedade das empresas. Os resultados apontados pela literatura são evidentemente contraditórios, sendo possível encontrar duas correntes de resultados empíricos, uma que aponta reflexos positivos da concentração acionária sobre o desempenho (ANG; COLE; LIN, 2000; FLEMING; HEANEY; MCCOSKER, 2005; FLORACKIS, 2008; GUGLER et al., 2008; HELWEGE; PIRINSKY; STULZ, 2007), e outra que identifica uma relação negativa entre os dois constructos (CAIXE; KRAUTER, 2013; GUTIÉRREZ; POMBO, 2009;

ITURRIAGA; CRISÓSTOMO; 2010; LEFORT; URZÚA; 2008; REYNA; VÁZQUEZ; VALDÉS; 2012).

La Porta e Lopez-De-Silanes e Shleifer (1999) e Bruton et al. (2010) pontuam ser a origem legal dos países um dos possíveis determinantes para explicar tais divergências, dadas, entre outros fatores, as divergências do *enforcement* da legislação na perspectiva de proteção aos investidores minoritários (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999). Nesse sentido, Carmo, Ribeiro e Carvalho (2011) comentam que o ponto principal das pesquisas que analisam os sistemas jurídicos dos países tem utilizado a divisão tradicional dos sistemas jurídicos em *Common Law* e *Civil Law*. Assim, sob os pressupostos clássicos da Teoria da Agência advindos de pesquisas que analisaram a estrutura de propriedade em economias *Common Law*, Ireland, Hitt e Hoskisson (2008) postulam que as firmas com níveis mais altos de concentração de propriedade transmitem para o mercado a ideia de uma melhor governança corporativa, partindo-se do pressuposto de que os proprietários de grandes lotes de ações, e, de forma consequente, com concentrados poderes de decisão, são mais exigentes na cobrança da adoção de mecanismos de governança eficientes para controlar as decisões administrativas, exercendo, portanto, um monitoramento mais eficiente sobre a gestão na perspectiva de dirimir possíveis divergências entre o principal e o agente – o chamado Efeito Alinhamento (CLAESSENS et al., 2002). Dessa forma, empresas com estrutura de propriedade mais concentrada transmitiriam ao mercado sinais de maiores níveis de monitoramento da gestão, o que diminuiria a assimetria informacional entre *insiders* (responsáveis pela gestão) e *outsiders* (donos do capital).

Em contrapartida a este modelo tradicional de agência advindo dos primeiros estudos empíricos sobre a temática desenvolvidos com amostras de países de sistema *Common Law*, Nguyen, Locke e Reddy (2015) observam que uma literatura recente de governança corporativa reexaminou a tradição do quadro de agência principal-agente para entender contextos fora das jurisdições anglo-saxãs, especialmente onde a propriedade altamente concentrada é a norma, como é o caso de economias de países com sistema jurídico *Code Law*. Nesse sentido, Filatotchev, Jackson e Nakajima (2013) destacam que a Teoria da Agência, quando em seu modelo inicial, foi desenvolvida numa estrutura baseada em empresas com propriedade difusa, em que as companhias estão caracterizadas por um grande número de investidores com um nível baixo de participação no negócio. Céspedes, González e Molina (2010) observam, portanto, que os resultados empíricos entre concentração de controle e desempenho empresarial oriundos de pesquisas de mercados desenvolvidos não podem ser generalizados para os países emergentes, como no caso de países da América Latina e da Europa continental. Nessa discussão, Bruton et al. (2010) salientam ainda que, com base em trabalhos pioneiros dentro do campo jurídico e econômico, os pesquisadores de gestão argumentam cada vez mais que a eficácia dos mecanismos de governança corporativa pode diferir de país para país e é moderada por características institucionais de um determinado sistema econômico. Portanto, o quadro tradicional da agência desenvolvido em estudos aplicados em economias de sistema jurídico *Common Law*, pode apresentar apenas uma visão parcial do mundo.

Recentes estudos realizados em economias emergentes, normalmente ligadas ao sistema *Code Law*, como no Brasil (CAIXE; KRAUTER, 2013; ITURRIAGA; CRISÓSTOMO, 2010; MARQUES, GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015), Chile (LEFORT; URZÚA, 2008), Colômbia (GUTIÉRREZ; POMBO, 2009), China (CHEN; YOUNG, 2010; ZHANG; KYAW, 2016) e México (REYNA; VÁZQUEZ; VALDÉS, 2012), apontam na direção de um possível efeito destrutivo da concentração de controle sobre o desempenho corporativo – o chamado Efeito Entrincheiramento (CLAESSENS et al., 2002). A ideia reside na possibilidade dos maiores acionistas agirem em benefício próprio, utilizando-se de forma desmedida de seu poder de controle, o que, por sua vez, geraria custos para os minoritários,

que são legalmente desprotegidos contra a usurpação dos majoritários – seja por falta de lei, ou mesmo pelo baixo *enforcement* legal típico destes países.

Claessens et al. (2002), por exemplo, investigaram a influência da estrutura de propriedade sobre o desempenho corporativo de empresas listadas em oito países da Ásia Oriental. Os achados do estudo apontam que à medida que aumentam os direitos do acionista controlador sobre o fluxo de caixa, também há um crescimento do valor de mercado das empresas. No entanto, quando os direitos sobre o fluxo de caixa dos maiores acionistas são inferiores aos seus direitos de controle, o valor de mercado das empresas tende a diminuir. Assim, foi possível verificar, portanto, que, em países com maior concentração de propriedade, o principal conflito de agência percebido diz respeito ao conflito entre acionistas controladores e minoritários (MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015).

A extensa pesquisa de meta-análise realizada por Wang e Shailer (2015) reforça a ideia de um efeito negativo da concentração de controle acionário sobre o desempenho empresarial. Os autores investigaram 42 estudos que utilizaram como amostra 18 países emergentes, dentre os quais Brasil, Chile, Colômbia, Malásia, Tailândia, Coreia, Turquia, entre outros. Os resultados mostram que, de fato, a concentração acionária tem influência estatisticamente significante e negativa sobre o desempenho corporativo das empresas dos países emergentes analisados. Assim, pautando-se na discussão apresentada, levanta-se como primeira hipótese de estudo:

H₁: A concentração de controle tem influência negativa sobre o desempenho corporativo.

2.2. Propriedade vs Desempenho: Relevância do Ambiente Econômico

Estudos no âmbito da Teoria das Organizações discutem sobre a relevância do ambiente organizacional, assim como de seus potenciais efeitos sobre a forma como as organizações elaboram suas estratégias e moldam seus valores (DAFT, 2008). Segundo pontua Carvalho (2010), a literatura tem reconhecido o termo “ambiente organizacional” como a maneira mais ampla e abrangente de definir o espaço onde as organizações estão inseridas, sendo este, por sua vez, normalmente dividido em dois grandes agrupamentos: o (i) ambiente específico e o (ii) ambiente geral (SCHERMERHORN JUNIOR, 1999). O ambiente geral pode ser compreendido como aquele composto por elementos mais gerais, mas que ainda possuem potencial para influenciar decisões estratégicas (CARVALHO, 2010; DAFT, 2008). Dessa forma, dada a abrangência do ambiente geral, à luz do exposto por Schermerhorn Junior (1999), Carvalho (2010) e Daft (2008), é possível dividir o ambiente geral em ambientes menores, que poderiam ser denominados de subambientes, conforme características individuais dos fatores do ambiente geral capazes de influenciar substancialmente as diversas operações de uma organização, tais como: subambiente legal; subambiente sociocultural; subambiente econômico; subambiente político; subambiente ecológico ou ambiental, etc. A Figura 1 apresenta uma visão geral do ambiente organizacional, a divisão deste em ambiente específico e geral, assim como das possíveis subdivisões do ambiente geral e seus fatores.

Figura 1 – Divisão do Ambiente Organizacional: Específico e Geral



Fonte: Elaborada pelos autores com base em Schermerhorn (1999) Carvalho (2010) e Daft (2008).

Dos diversos subambientes existentes no ambiente geral, conforme Figura 1, destaca-se para fins de realização deste estudo, o subambiente econômico, doravante denominado, por parcimônia, de “Ambiente Econômico”. Assim, dentre os diversos prismas através dos quais poderia ser analisado o ambiente econômico no qual as organizações estão inseridas, destaca-se a instabilidade econômica. Pearson e Clair (1998) salientam que períodos de crise política e instabilidade econômica, em conjunto com um sistema jurídico disfuncional, podem favorecer a criação de altos níveis de incerteza, o que pode gerar impacto significativo no desempenho da empresa de diversas maneiras. Nessa discussão, identifica-se na literatura estudos que trataram de possíveis mudanças no comportamento dos agentes em função de variáveis advindas do ambiente econômico (CHAMBET; GIBSON, 2008; CZAYA; HESSER, 2001).

Czaya e Hesser (2001), por exemplo, sugerem que as variáveis relativas ao ambiente econômico nos quais os indivíduos estão situados são capazes de interferir no estado mental e psíquico dos agentes, dados os possíveis sentimentos de insegurança que este cenário poderia trazer aos agentes. Ainda sobre essa discussão, Rennó (2001) pontua que a instabilidade econômica e a escassez de recursos também podem afetar a confiança interpessoal dos indivíduos. Dessa maneira, esses elementos podem levar a expectativas de que os outros irão agir somente guiados por suas necessidades imediatas, desconsiderando as consequências de seus atos para a vida dos outros e para futuros resultados coletivos.

Lombardi e Brito (2010) observam ainda que a instabilidade do ambiente econômico faz com que acontecimentos passados não sirvam como base para prever o futuro. Dessa forma, a ocorrência de eventos futuros não poderia ser determinada a partir de cálculo de probabilidades, que tem como base o estudo de ocorrências passadas, uma vez que as condições de outrora não poderiam ser reproduzidas e as características do ambiente foram alteradas no decorrer do tempo. Dessa maneira, a incerteza estaria, portanto, associada à ausência de informação a respeito do futuro, o que poderia causar mudanças significativas no processo de formação de decisões estratégicas (LOMBARDI; BRITO, 2010).

A incerteza, portanto, advinda de ambientes econômicos instáveis, como em períodos de crises macroeconômicas, poderia surtir um efeito cognitivo nos tomadores de decisões no âmbito corporativo. É nessa perspectiva que estudos empíricos na área contábil observam, por exemplo, maiores níveis de gerenciamento de resultados em períodos de crise econômica (CHOI; KIM; LEE, 2011; SILVA et al., 2014), reforçando a ideia de que a instabilidade do ambiente econômico é capaz de incentivar os *insiders* a agirem de maneira oportunista na tentativa de preservarem seus próprios interesses, mesmo que em detrimento das demais partes envolvidas.

Nesse ambiente de instabilidade econômica, portanto, espera-se que os custos de agência relacionados ao conflito principal-principal (SHLEIFER; VISHNY, 1997; DURNEV; KIM, 2005) aumentem, uma vez que os controladores teriam o incentivo, dado o ambiente de crise, para expropriar a riqueza da empresa. Assim, dentre outros motivos, a instabilidade econômica poderia impulsionar os tomadores de decisão a agirem de modo a evitar riscos futuros (MORRIS, 1994), garantindo seus ganhos por meio da expropriação da riqueza da empresa – impulsionando os custos de agência, aumentando as possibilidades de extração de benefícios privados de controle e, de forma consequente, prejudicando o desempenho corporativo. Dessa forma, seria possível supor que em um ambiente econômico marcado por elevados índices de volatilidade econômica, os acionistas majoritários teriam mais incentivos para agirem guiados mais fortemente por suas próprias necessidades, mesmo que em detrimento dos acionistas minoritários.

Assim, à luz da Teoria da Agência replicada sob o arranjo de economias emergentes, sob a ótica do conflito principal-principal (SHLEIFER; VISHNY, 1997; DJANKOV et al.,

2008), e, por sua vez, com as possíveis implicações ocasionadas pela instabilidade do ambiente econômico, levanta-se como segunda hipótese de pesquisa:

H₂: Um maior nível de instabilidade econômica potencializa o efeito da concentração de controle sobre o desempenho corporativo.

3. METODOLOGIA

3.1. Tipologia da pesquisa, população e amostra

A amostra do estudo abrange 169 empresas listadas na *Brasil, Bolsa e Balcão – B3*, conforme disponibilidade de informações das companhias na base *Capital IQ®*, fonte principal de dados deste estudo. O período de análise compreende os exercícios de 2010 a 2016, totalizando 1.043 observações ano-empresas, compreendendo, portanto, apenas informações financeiras divulgadas em consonância com as *International Financial Reporting Standards (IFRS)* na perspectiva de preservar a comparabilidade entre as variáveis econômico-financeiras analisadas. A Tabela 1 contempla o número de observações do estudo, segregando-se a amostra em setores conforme classificação proposta pela *Capital IQ®*.

Tabela 1 – Amostra do estudo – Número de Observações

Setor	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Total	%
Consumo discricionário	35	37	36	40	39	38	37	262	25,12
Produtos básicos de consumo	11	12	13	12	12	11	10	81	7,77
Energia	3	4	3	4	3	3	3	23	2,21
Finanças	8	10	9	9	8	9	10	63	6,04
Cuidados de saúde	5	6	7	7	7	8	9	49	4,70
Industriais	22	21	22	22	23	23	24	157	15,05
Tecnologia da Informação	4	5	5	7	7	7	6	41	3,93
Materiais	18	19	18	19	19	18	18	129	12,37
Imobiliária	10	10	11	12	13	17	17	90	8,63
Serviços de telecomunicações	2	2	3	2	1	2	2	14	1,34
Serviços de utilidade pública	19	21	20	19	19	17	19	134	12,85
TOTAL	137	147	147	153	151	153	155	1.043	100,00

Fonte: Elaborada pelo autor.

4.2. Variáveis dependente, independente e de controle

O desempenho corporativo é a variável dependente. Nesse sentido, cabe destacar que o conceito de desempenho empresarial não é simples nem consensual (CAIXE, 2012), dada, dentre outros fatores, a amplitude do termo e as diversas facetas relacionadas à temática. Nesse contexto, o desempenho das empresas pode estar relacionado tanto a medidas contábeis – obtidas por meio de relatórios contábeis financeiros –, como também a indicadores relacionados ao mercado financeiro, tais como o *Q* de Tobin, o preço das ações ou mesmo o valor de mercado do patrimônio líquido. Nessa discussão, cabe comentar que a maior parte dos estudos empíricos recentes que trataram da temática “Propriedade vs Desempenho” focaram em medidas relacionadas ao mercado financeiro para operacionalização do desempenho corporativo (CAIXE; KRAUTER, 2013; FERREIRA; MARTINS, 2016; ITURRIAGA; CRISÓSTOMO, 2010; LEFORT; URZÚA, 2008; MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; REYNA; VÁZQUEZ; VALDÉS, 2012; SANT’ANA et al., 2016). Isso poderia ser justificado, dentre outros motivos, pelos reflexos mais diretos dos indicadores de mercado acerca das alterações das estruturas de propriedade das empresas. Dessa forma, seguindo o proposto por esta recente literatura, o desempenho corporativo foi representado através do *Enterprise Value* – medida que reflete o valor total da empresa, calculado a partir do valor de mercado das ações negociadas, dos valores das dívidas, ações preferenciais e participações minoritárias, e depois

subtraindo o valor dos equivalentes de caixa (CAPITAL IQ, 2017). A medida foi escalonada pelo ativo total da empresa.

A concentração de controle foi tratada como variável independente. Fundamentando-se nos estudos de Caixe e Krauter (2013), Crisóstomo e Pinheiro (2016), Crisóstomo e Freire (2015), Li et al. (2015) e Farooq e Zaroauli (2016), dentre outros, operacionalizou-se esta variável através da proporção de ações com direito a voto pertencentes ao maior acionista (CONC₁), aos dois maiores (CONC₂) e aos três maiores (CONC₃) somados.

A crise econômica no Brasil, dentro da janela temporal investigada (2010-2016), foi aproximada por meio de variáveis *dummies*, compreendendo, um período sem recessão econômica (Não Crise) e um período de recessão econômica (Crise). Na visão de especialistas (BARBOSA FILHO, 2017; CURY; SILVEIRA, 2017; PIGNATA; CARVALHO, 2015), os períodos de 2015 e 2016 poderiam ser caracterizados como de crise econômica nacional considerando, dentre outras características, o PIB negativo de -3,8% e -3,6%, respectivamente, confirmando “a pior recessão da história do país” (CURY; SILVEIRA, 2017), superando, inclusive, as recessões da década 1930. Cury e Silveira (2017) pontuam ainda o agravante da retração do PIB, nesse período, ocorrer em praticamente todos os setores da economia, tornando a situação peculiar e ainda mais crônica. Além do exposto, apesar de o ano de 2014 não ter apresentado encolhimento do PIB, destaca-se o crescimento de apenas 0,5%, que quando comprado ao crescimento de 3% em 2013, o que já poderia sinalizar efeitos de uma instabilidade econômica nos anos seguintes (PIGNATA; CARVALHO, 2015). Dessa forma, seguindo-se o proposto por Barbosa Filho (2017), considerou-se como período de crise econômica nacional os períodos de 2014-2016, e por consequência os períodos de 2010 a 2013 como de “não crise”.

Além das variáveis citadas anteriormente, foram selecionadas ainda, com base em relevantes estudos sobre a temática (CAIXE; KRAUTER, 2013; ITURRIAGA; CRISÓSTOMO, 2010; MARQUES, GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015; REYNA; VÁZQUEZ; VALDÉS, 2012), variáveis de controle na perspectiva de melhorar o ajuste do modelo e, dessa forma, dar mais robustez às estimações, a saber: tamanho das empresas, rentabilidade, grau de intangibilidade, emissão de *American Depositary Receipts* e tipo de controle acionário (individual, institucional, estatal ou disperso) – conforme classificação da Capital IQ (2017).

4.3. Tratamentos estatísticos

Além de estatísticas descritivas das variáveis investigadas, foram estimados modelos de Regressão Linear Múltipla pelo Método dos Momentos Generalizados (GMM), com o intuito principal de mitigar possíveis efeitos de endogeneidade, advindos principalmente de variáveis omitidas, erros de mensuração dos regressores e/ou simultaneidade (BARROS et al., 2010; ROODMAN, 2009). O pressuposto da exogeneidade dos regressores, no que tange a estimação de parâmetros em pesquisas de finanças, é uma preocupação levantada por diversos estudiosos da temática (BARROS et al., 2010; WANG; SHAILER, 2015). As estimações em GMM seriam capazes de reduzir significativamente os efeitos advindos da endogeneidade dos regressores, por considerar a “influência direta de valores passados da variável de resposta sobre seus valores contemporâneos” (BARROS et al., 2010, p.18). Os autores esclarecem ainda que a maior parte dos indicadores de interesse para finanças apresenta comportamento fortemente inercial, fazendo com que a especificação de modelos “estáticos”, como estimações em OLS (*Ordinary Least Square*), não sejam adequadas.

Neste estudo, optou-se pelas estimações pelo Método dos Momentos Generalizados Sistemático (GMM-Sys), seguindo o proposto por uma extensa corrente da literatura sobre a temática (CAIXE; KRAUTER, 2013; SONZA; KLOECKNER, 2014; ALMEIDA; CAMPELLO; GALVÃO, 2010). Souza e Kloeckner (2014, p. 327) esclarecem, à luz do exposto por Bond (2002), que "o conjunto de instrumentos disponível no estimador GMM-

Sys é maior e permite estimativas mais precisas". Nessa discussão, Roodman (2009) e Barros et al. (2010) esclarecem que no GMM-Sys os instrumentos são defasados temporalmente para fazê-los exógenos aos efeitos fixos, sendo, portanto, uma combinação das transformações em primeiras diferenças (GMM-dif) com as transformações em níveis, resultando em um sistema de equações. A classificação das variáveis, neste estudo, entre endógenas, pré-determinadas e exógenas seguiu, em parte, recomendações de Silveira et al. (2010) já replicadas no estudo de Brandão e Crisóstomo (2015).

O modelo econométrico relativo aos efeitos gerais da estrutura de propriedade sobre o desempenho corporativo pode ser visualizado conforme Equação 1:

$$EV_{it} = \alpha + \beta_1 EV_{it-1} + \beta_2 CONC_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 INTANG_{it} + \beta_6 ADR_{it} + \beta_7 CONTROL_{it} + \eta_i + u_{it} \quad (1)$$

Onde: *EV* = Valor de mercado da empresa aproximado pelo *Enterprise Value*; *CONC* = Concentração de controle – proporção de ações com direito a voto pertencentes ao maior acionista (*CONC*₁), aos dois maiores (*CONC*₂) e aos três maiores (*CONC*₃); *TAM* = tamanho; *ROE* = rentabilidade; *INTANG* = grau de intangibilidade (valor de mercado dividido pelo patrimônio líquido); *ADR* = emissão de *American Depositary Receipts*; *CONTROL* = tipo de controle acionário (Individual, Institucional, Estado e Disperso); β = coeficientes do modelo; *i* = empresa; *t* = tempo; η_i = heterogeneidade não observada da *i*-ésima empresa; u_{it} = termo de erro da *i*-ésima empresa no *t*-ésimo ano.

Por fim, com foco no objetivo de investigar se a relação entre a concentração de controle e o desempenho corporativo é contingente aos momentos de crise econômica, procedeu-se ainda às estimações dos parâmetros considerando a inserção das variáveis *dummies* “Crise” e “Não Crise”. Seguindo o proposto nos estudos de Boubaker e Sami (2011), Chen, Ng e Tsang (2015) e Florou e Kosi (2015), realizou-se uma interação entre as variáveis de crise e a concentração de controle, conforme Equação 2:

$$EV_{it} = \alpha + \beta_1 EV_{it-1} + \beta_2 CONC_{it} * Não Crise_t + \beta_3 CONC_{it} * Crise_t + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 INTANG_{it} + \beta_7 ADR_{it} + \beta_8 CONTROL_{it} + \eta_i + u_{it} \quad (2)$$

Assim, conforme fundamentação teórica apresentada, espera-se que o coeficiente $\beta_2 CONC_{it} * Não Crise_t$ seja diferente de zero e com valor inferior ao coeficiente $\beta_3 CONC_{it} * Crise_t$, sendo possível, então, apontar indícios de que a instabilidade econômica potencializa os efeitos da concentração acionária sobre o desempenho corporativo (Hipótese H₂).

5. RESULTADOS

A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva das variáveis contínuas. Pode-se observar uma elevada concentração de controle já por parte do maior acionista (*CONC*₁), com média de aproximadamente 30% e máximo de 99%. Essa concentração eleva-se de forma considerável ao considerarem-se os dois (*CONC*₂) e os três maiores acionistas (*CONC*₃) com direito a votos somados, com média aproximadamente de 44% e 51%, respectivamente. Estudos anteriores realizados com empresas brasileiras demonstram médias referentes à proporção de ações com direito a voto do primeiro acionista em torno de 56% (CRISÓSTOMO; PINHEIRO, 2016; CAIXE; KRAUTER, 2013), o que poderia sinalizar um movimento de dispersão do controle da empresa brasileira ao longo dos últimos anos. Destaca-se ainda a elevada heterogeneidade do retorno sobre o patrimônio das empresas (*ROE*), variando de um mínimo negativo de -5,3 a um máximo positivo de 2,14, aproximadamente, gerando por consequência um coeficiente de variação de 11,18. Uma vez

que foram excluídas das observações empresas com patrimônio líquido negativo, as empresas com ROE menor que zero são empresas que apresentaram prejuízo em um determinado período. Por outro lado, as empresas podem ser caracterizadas como de baixa variação em relação ao montante total de seus ativos, com coeficiente de variação de aproximadamente 0,21.

Tabelas 2 – Estatísticas Descritivas (Variáveis Contínuas)

Variáveis	N	Média	Mediana	p.25	p.75	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo	Coefficiente de Variação
EV	1.043	1,0725	0,7263	0,4897	1,2529	1,0952	0,0028	13,8487	1,0212
CONC ₁	1.043	0,3004	0,2819	0,1664	0,3949	0,1821	0,0001	0,9964	0,6062
CONC ₂	1.023	0,4337	0,4211	0,2872	0,5631	0,1959	0,0002	0,9973	0,4517
CONC ₃	1.008	0,5101	0,5069	0,3665	0,6458	0,1952	0,0014	0,9911	0,3826
TAM	1.043	7,1427	7,1487	6,0379	8,2878	1,5039	4,4140	10,1531	0,2106
ROE	1.043	0,0395	0,0830	0,0063	0,1638	0,4419	-5,3000	2,1460	11,1899
INTANG	1.043	2,2553	1,2023	0,6199	2,3988	3,5784	0,0106	51,7558	1,5867

Nota: EV = *Enterprise Value* escalonado pelo ativo total. CONC = proporção de ações com direito a voto pertencentes do maior acionista (CONC₁), dos dois maiores (CONC₂) e dos três maiores (CONC₃) somados. TAM = Logaritmo natural do Ativo total. ROE = Retorno sobre o patrimônio. INTANG = Grau de intangibilidade (valor de mercado sobre patrimônio líquido).

Fonte: Elaborada pelos autores.

A Tabela 3 apresenta a matriz de correlação das variáveis contínuas. No geral, é possível constatar uma correlação negativa entre o valor de mercado da empresa (EV) e a concentração de controle (CONC₁, CONC₂ e CONC₃). Nesse sentido, cabe destacar uma maior correlação negativa entre EV x CONC₂ (de aproximadamente -0,05) quando comparado a EV x CONC₃, de -0,07 – sinalizando uma piora do desempenho corporativo da empresa, no que tange ao seu valor de mercado, à medida que a concentração do capital votante aumenta, alinhando-se ao efeito de entrincheiramento da propriedade nas mãos de grandes acionistas majoritários, típico de economias emergentes (CLAESSENS et al., 2002). Ainda é possível destacar uma relação negativa e estatisticamente significativa entre o valor de mercado (EV) e o tamanho das empresas (TAM), indicando que as grandes empresas podem estar sujeitas a maiores problemas de agência e conseqüentemente sujeitas a maiores custos de monitoramento, diminuindo os seus valores de mercado (GUGLER et al., 2008).

Tabela 3 – Matriz de Correlação (Variáveis Contínuas)

	EV	CONC ₁	CONC ₂	CONC ₃	TAM	ROE	MKT
EV	1,0000 (1.043)						
CONC₁	-0,0481 (1.043)	1,0000 (1.043)					
CONC₂	-0,0570* (1.023)	0,9150*** (1.023)	1,000 (1.023)				
CONC₃	-0,0781** (1.008)	0,8451*** (1.008)	0,9748*** (1.008)	1,0000 (1.008)			
TAM	-0,1330*** (1.043)	0,0233 (1.043)	-0,0579* (1.023)	-0,1200*** (1.008)	1,0000 (1.043)		
ROE	0,2737*** (1.043)	0,0268 (1.043)	-0,0579 (1.023)	0,0164 (1.008)	0,0959*** (1.043)	1,0000 (1.043)	
INTANG	0,6892*** (1.043)	0,0438 (1.043)	0,0376 (1.023)	0,0151 (1.008)	-0,1132*** (1.043)	0,2071*** (1.043)	1,0000 (1.043)

Nota: EV = *Enterprise Value* escalonado pelo ativo total. CONC = proporção de ações com direito a voto ao maior acionista (CONC₁), dos dois maiores (CONC₂) e dos três maiores (CONC₃) somados. TAM = Logaritmo natural do Ativo total. ROE = Retorno sobre o patrimônio. INTANG = Grau de intangibilidade (valor de mercado sobre patrimônio líquido). Número de observações entre parênteses.

Fonte: Elaborada pelos autores.

A Tabela 4 contempla as estimações dos modelos econométricos investigando a relação entre a concentração de controle e o valor de mercado das empresas. Em termos de validade das estimações, é possível observar-se que tanto os testes de autocorrelação dos resíduos (ARELLANO; BOND, 1991) como os de validade dos instrumentos (HANSEN, 1982) legitimaram os parâmetros estimados.

Tabela 4 – Relação entre a concentração de controle e o valor de mercado

Variáveis	Equação (1)	Equação (2)	Equação (3)
EV _{t-1}	0,6073*** (5,43)	0,4515*** (3,90)	0,4566*** (3,90)
CONC ₁	-0,8098** (-1,98)		
CONC ₂		-0,7605** (-2,27)	
CONC ₃			-0,7209** (-2,15)
TAM	0,0014 (0,03)	-0,0275 (-0,69)	-0,0343 (-0,72)
ROE	-0,1263 (-1,39)	-0,0331 (-0,52)	-0,0026 (-0,03)
INTANG	0,0676*** (3,73)	0,0962** (2,74)	0,0947** (2,70)
ADR	0,0735 (0,70)	-0,0726 (-0,80)	-0,0351 (-0,24)
INDIV	0,0608 (0,63)	0,0329 (0,32)	0,0416 (0,39)
EST	0,2302** (2,24)	0,1487 (1,44)	0,1137 (1,14)
INSTIT	-0,0706 (-1,40)	-0,0192 (-0,35)	0,0001 (0,01)
<i>dummies</i> – anos	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>
_constante	<i>omitted</i>	<i>omitted</i>	<i>omitted</i>
Nº de Observações	837	825	814
Nº de Instrumentos	73	108	108
χ^2	6790,23***	1.919,15***	1808,45***
J Hansen Test	66,10	104,25	105,73
Arellano-Bond AR (1)	-3,07***	-2,68***	-2,72***
Arellano-Bond AR (2)	1,34	0,82	0,90

A variável dependente é o *Enterprise Value* (EV), escalonado pelo ativo total. CONC = proporção de ações com direito a voto do maior acionista (CONC₁), dos dois maiores (CONC₂) e dos três maiores (CONC₃) somados. TAM = Logaritmo natural do Ativo total. ROE = Retorno sobre o patrimônio. INTANG = Grau de intangibilidade (valor de mercado sobre patrimônio líquido). INDIV, EST e INSTIT = controle individual, estatal e institucional, respectivamente. Parâmetros estimados em GMM sistêmico em duas etapas com correção de Windmeijer (2005). São apresentados testes de autocorrelação dos resíduos de Arellano e Bond de primeira e segunda ordem - AR(1) e AR(2); e Teste J de Hansen (1982) para validade dos instrumentos. Estatística z entre parênteses. *, **, e *** denotam significância estatística a nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os coeficientes referentes à concentração acionária do capital votante das empresas apresentaram significância estatística e sinal negativo, sugerindo um efeito destrutivo do nível de concentração de controle sobre o desempenho das empresas – alinhado ao efeito de entrenchamento (CLAESSENS et al., 2002) –, confirmando os estudos de Caixe e Krauter (2013), Iturriaga e Crisóstomo (2010) e Marques, Guimarães e Peixoto (2015). Dessa forma, sugere-se a expropriação dos acionistas minoritários por parte dos acionistas controladores, uma vez que estes poderiam se utilizar de benefícios privados de controle na intenção de agirem guiados por seus interesses mesmo que em detrimento do desempenho corporativo. Dentre as variáveis de controle analisadas, destaca-se o grau de intangibilidade (INTANG) e o

fato de a empresa ser controlada pelo Estado (EST) como tendo relação positiva com o desempenho corporativo.

A Tabela 5 contempla as estimações dos modelos econométricos investigando a relação entre a concentração de controle e o valor de mercado das empresas em função de momentos com e sem crise econômica. Assim como para o modelo anterior, os testes de autocorrelação dos resíduos e de validade dos instrumentos foram satisfatórios.

Tabela 5 – Concentração de controle e o valor de mercado sob os feitos da crise

Variáveis	Equação (1)	Equação (2)	Equação (3)
EV _{t-1}	0,4568*** (3,81)	0,4454*** (3,87)	0,4483*** (3,75)
CONC₁ x Não Crise	-0,3846 (-1,39)		
CONC₁ x Crise	-0,4027* (-1,92)		
CONC₂ x Não Crise		-0,4706 (-1,58)	
CONC₂ x Crise		-0,4876** (-1,99)	
CONC₃ x Não Crise			-0,4479 (-1,46)
CONC₃ x Crise			-0,4690* (-1,86)
TAM	-0,0413 (-0,92)	-0,0287 (-0,72)	-0,0352 (-0,85)
ROE	0,0068 (0,06)	-0,0206 (-0,20)	-0,0034 (-0,03)
INTANG	0,0969** (2,48)	0,1000** (2,47)	0,0989** (2,39)
ADR	-0,0109 (-0,08)	-0,0905 (-0,87)	-0,0771 (-0,53)
INDIV	0,0642 (0,62)	0,0514 (0,46)	0,0463 (0,44)
EST	0,1634 (1,48)	0,1237 (1,14)	0,0992 (1,02)
INSTIT	0,0134 (0,23)	0,0121 (0,21)	0,0170 (0,32)
<i>dummies – anos</i>	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>
Constante	0,5695 (1,53)	0,5885* (1,78)	0,6585* (1,85)
Nº de Observações	837	825	814
Nº de Instrumentos	91	91	91
χ^2	288,95***	272,68***	290,87***
J Hansen Test	88,58	90,88	87,88
Arellano-Bond AR (1)	-2,75*	-2,66***	-2,64***
Arellano-Bond AR (2)	0,91	0,75	0,79

A variável dependente é o *Enterprise Value* (EV), escalonado pelo ativo total. CONC = proporção de ações com direito a voto do maior acionista (CONC₁), dos dois maiores (CONC₂) e dos três maiores (CONC₃) somados. TAM = Logaritmo natural do Ativo total. ROE = Retorno sobre o patrimônio. MKT = Grau de intangibilidade (valor de mercado sobre patrimônio líquido). INDIV, EST e INSTIT = controle individual, estatal e institucional, respectivamente. **Não Crise** é uma variável binária que assume valor 1 em períodos considerados sem crise econômica (2010-2013). **Crise** é uma variável binária que assume valor 1 em períodos considerados como de crise econômica (2014-2016). Parâmetros estimados em GMM sistêmico em duas etapas com correção de Windmeijer (2005). São apresentados testes de autocorrelação dos resíduos de Arellano e Bond de primeira e segunda ordem - AR(1) e AR(2); e Teste J de Hansen (1982) para validade dos instrumentos. Estatística z entre parênteses. *, **, e *** denotam significância estatística a nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

No que diz respeito às variáveis de interação entre a concentração de controle das empresas em momentos de crise (CONC x Crise) e não crise (CONC x Não Crise), conforme Tabela 5, apontam-se indícios de que a concentração de controle das empresas em momentos de crise tem significância estatística e relação negativa com o desempenho corporativo representado pelo valor de mercado. No entanto, não se observa esse efeito em momentos considerado como de “Não Crise”, onde a concentração acionária do capital votante perde significância em termos de influência sobre o desempenho das firmas. Estes resultados sinalizam um possível agravante do efeito entrincheiramento em momentos de crise macroeconômica – tornando possível a ideia de que grandes acionistas podem agir ainda mais fortemente guiados por seus próprios interesses em momentos de recessão econômica, eventualmente intensificando atividades na extração de benefícios privados de controle, consequentemente agravando os conflitos entre majoritários e minoritários e elevando os custos de agência – prejudicando, assim, o desempenho corporativo.

Assim, no geral, os resultados apresentados neste estudo permitem inferir uma relação negativa entre a concentração de controle e o valor de mercado da empresa brasileira (Hipótese H₁), bem como um agravante dessa relação em momentos de crise macroeconômica (Hipótese H₂), aceitando-se, portanto, as hipóteses de pesquisa levantadas. Assim, observa-se que, apesar da evolução do mercado de capitais brasileiro nos últimos anos (ROSSETTI; ANDRADE, 2012), ainda é possível observar influências negativas que grandes acionistas têm sobre a qualidade da governança corporativa (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015), o que possivelmente reflete-se no valor de mercado das empresas (CAIXE; KRAUTER, 2013), sendo tais efeitos potencializados em momentos de crise. Dessa forma, acredita-se que o entendimento dos resultados apresentados, principalmente no que diz respeito às discussões quanto ao ambiente econômico, possa servir de potencial utilidade para investidores e demais partes interessadas, dados os atuais momentos de instabilidade econômica atravessados pelo Brasil nos últimos anos.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo investigou a relação entre a concentração de controle e o desempenho corporativo da empresa brasileira, e se essa relação poderia ser afetada por momentos de crise macroeconômica vivenciados pela economia brasileira nos períodos de 2014 a 2016. Os resultados, no geral, apresentaram uma relação negativa entre a concentração acionária do capital votante e o valor de mercado das empresas – alinhando-se às perspectivas do efeito de entrincheiramento dos direitos de controle sobre o valor da firma. Além disso, pode-se inferir ainda que esta relação negativa ocorre em momentos de crise (2014 a 2016), no entanto perde significância em momentos de estabilidade econômica (2010 a 2013).

Em posse desses resultados, reforçam-se os efeitos prejudiciais da concentração dos direitos de voto sobre o desempenho corporativo no mercado acionário brasileiro. Apesar da suave dispersão do controle acionário apontado nos últimos anos, ainda se constata a presença de acionistas controladores em patamares elevados – que em ambientes de fraca proteção ao minoritário e de baixo *enforcement* legal poderiam agir de forma abusiva contra o interesse dos acionistas minoritários, agravando os custos de agência e prejudicando o desempenho da empresa.

Nessa perspectiva, conjectura-se ainda que, diante de um cenário de grave recessão econômica, grandes acionistas controladores poderiam agir ainda mais fortemente guiados por seus próprios interesses na perspectiva de evitarem riscos futuros sinalizados em ambientes de crise, o que poderia potencializar a extração de benefícios privados de controle, tais como o aumento de transação com partes relacionadas, atribuição de prêmios, gerenciamento de informações privilegiadas, etc. Diante desse cenário, torna-se imperativo a preocupação por parte de órgãos reguladores – assim como por parte dos investidores de capital – em

momentos de maior instabilidade econômica, dado os possíveis agravantes que estes períodos poderiam causar na relação de agência entre principal-principal.

Vislumbra-se o desenvolvimento de outros estudos capazes de examinar a relação entre a concentração acionária e o desempenho das empresas em outros momentos de instabilidade econômica, como a crise econômica advinda de períodos inflacionários no início da década de 1990 e/ou a crise internacional de 2008-2009 advinda do mercado imobiliário dos Estados Unidos com reflexos em vários setores da economia brasileira, na perspectiva de subsidiar as discussões apresentadas neste estudo.

REFERÊNCIAS

- AKERLOF, G. A. The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M.; GALVÃO, A. F. Measurement errors in investment equations. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 9, p. 3279-3328, 2010.
- ANG, J. S.; COLE, R. A.; LIN, J. W. Agency costs and ownership structure. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 81-106, 2000.
- ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **The Review of Economic Studies**, v. 58, n. 2, p. 277-297, 1991.
- BARBOSA FILHO, F. H. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos Avançados**, v. 31, n. 89, p. 51-60, 2017.
- BARROS, L. A. B. C.; CASTRO JUNIOR, F. H. F.; SILVEIRA, A. D.; BERGMANN, D. R. A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas. [Working paper]. **Social Science Research Network**. 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1593187>>. Acesso em: 20 Jun 2017.
- BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporate and private property**. McMillan, New York, NY, 1932.
- BOUBAKER, S.; SAMI, H. Multiple large shareholders and earnings informativeness. **Review of Accounting and Finance**, v. 10, n. 3, p. 246-266, 2011.
- BRANDÃO, I. F.; CRISÓSTOMO, V. L. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 3, p. 438-469, 2015.
- BREY, N. K.; CAMILO, S. P. O.; MARCON, R.; BANDEIRA-DE-MELO, R. Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 15, n. 1, p. 98-124, 2014.
- BRUTON, G. D.; FILATOTCHEV, I.; CHAHINE, S.; WRIGHT, M. Governance, ownership structure, and performance of IPO firms. **Strategic Management Journal**, v. 31, n. 5, p. 491-509, 2010.
- CAIXE, D. F. **Relação dinâmica entre a estrutura de propriedade e controle e o valor de mercado corporativo no Brasil**. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Controladoria. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto – USP, 2012.
- CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.
- CAPITAL IQ. **Ownership** – S&P Global: Market Intelligence. Disponível em: <http://marketintelligence.spglobal.com/client-solutions/data/company-data/ownership>. Acesso em: 13 Jul 2017.
- CARMO, C. H. S.; RIBEIRO, A. M.; CARVALHO, L. N. G. Convergência de fato ou de direito? A influência do sistema jurídico na aceitação das normas internacionais para

pequenas e médias empresas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 57, p. 242-26, 2011.

CARVALHO, K. C. **A pequena empresa e seu ambiente organizacional**: construção de um mapa das práticas dos dirigentes de uma empresa de tecnologia da informação com base na Teoria da Dependência de Recursos e na Teoria Institucional. Tese de Doutorado. Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção. USP, 2010.

CÉSPEDES, J.; GONZÁLEZ, M.; MOLINA, C. A. Ownership and capital structure in Latin America. **Journal of Business Research**, v. 63, n. 3, p. 248-254, 2010.

CHAMBET, A.; GIBSON, R. Financial integration, economic instability and trade structure in emerging markets. **Journal of International Money and Finance**, v. 27, n. 4, p. 654-675, 2008.

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, n. 3, p. 523-539, 2010.

CHEN, L.; NG, J.; TSANG, A. The effect of mandatory IFRS adoption on international cross-listings. **The Accounting Review**, v. 90, n. 4, p. 1395-1435, 2014.

CHOI, J.; KIM, J.; LEE, J. J. Value relevance of discretionary accruals in the Asian financial crisis of 1997–1998. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 30, n. 2, p. 166-187, 2011.

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

CRISÓSTOMO, V. L.; PINHEIRO, B. G. Estrutura de capital e concentração de propriedade da empresa brasileira. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2016.

CRISÓSTOMO, V. L.; FREIRE, F. S. The influence of ownership concentration on firm resource allocations to employee relations, external social actions, and environmental action. **Review of Business Management**, v. 17, n. 55, p. 987-1006, 2015.

CURY, A.; SILVEIRA, D. **PIB recua 3,6% em 2016, e Brasil tem pior recessão da história, 2017**. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/noticia/pib-brasileiro-recua-36-em-2016-e-tem-pior-recessao-da-historia.ghtml>. Acesso em: 05 Jul 2017.

ITURRIAGA, F. J. L.; CRISÓSTOMO, V. L. Do leverage, dividend payout, and ownership concentration influence firms' value creation? An analysis of Brazilian firms. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 46, n. 3, p. 80-94, 2010.

CZAYA, A.; HESSER, W. Standardization systems as indicators of mental, cultural and socio-economic states. **Knowledge, Technology & Policy**, v. 14, n. 3, p. 24-40, 2001.

DAFT, R. L. **Organizações: teoria e projetos**. 2 ed. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

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

DURNEV, A.; KIM, E. To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. **The Journal of Finance Economics**, v. 60, n. 3, p. 1461-1493, 2005.

FAROOQ, O.; ZAROAULI, I. Financial centers and ownership concentration: when is ownership concentration value relevant? Evidence from an emerging market. **Research in International Business and Finance**, v. 38, n. 1, p. 236-245, 2016.

FERREIRA, T. S. V.; MARTINS, O. S. Estrutura de propriedade e controle e desempenho corporativo nos principais mercados de capitais da América Latina. **Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade**, v. 6, n. 3, p. 1-19, 2016.

FILATOTCHEV, I.; JACKSON, G.; NAKAJIMA, C. Corporate governance and national institutions: A review and emerging research agenda. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 30, n. 4, p. 965-986, 2013.

FLEMING, G.; HEANEY, R.; MCCOSKER, R. Agency costs and ownership structure in Australia. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 13, n. 1, p. 29-52, 2005.

FLORACKIS, C. Agency costs and corporate governance mechanisms: evidence for UK firms. **International Journal of Managerial Finance**, v. 4, n. 1, p. 37-59, 2008.

FLOROU, A.; KOSI, U. Does mandatory IFRS adoption facilitate debt financing? **Review of Accounting Studies**, v. 20, n. 4, p. 1407-1456, 2015.

GUTIÉRREZ, L. H.; POMBO, C. Corporate ownership and control contestability in emerging markets: The case of Colombia. **Journal of Economics and Business**, v. 61, n. 2, p. 112-139, 2009.

GUGLER, K.; MUELLER, D. C.; YURTOGLU, B. B. Insider ownership, ownership concentration and investment performance: An international comparison. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 5, p. 688-705, 2008.

HANSEN, L. P. Large sample properties of generalized method of moments estimators. **Journal of the Econometric Society**, v. 50, n. 4, p. 1029-1054, 1982.

HELWEGE, J.; PIRINSKY, C.; STULZ, R. M. Why do firms become widely held? An analysis of the dynamics of corporate ownership. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 3, p. 995-1028, 2007.

IRELAND, R. D.; HITT, M. A.; HOSKISSON, R. E. **The Management of Strategy: Concepts & Cases**. Evans Publishing Group, 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, 1976.

KUMAR, P.; ZATTONI, A. Ownership structure, corporate governance and firm performance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 23, n. 6, p. 469-471, 2015.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LEFORT, F.; URZÚA, F. Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile. **Journal of Business Research**, v. 61, n. 6, p. 615-622, 2008.

LI, K.; LU, L.; MITTOO, U. R.; ZHANG, Z. Board independence, ownership concentration and corporate performance: Chinese evidence. **International Review of Financial Analysis**, v. 41, n. 1, p. 165-175, 2015.

LOMBARDI, M. F. S.; BRITO, E. P. Z. Incerteza Subjetiva no Processo de Decisão Estratégica: uma Proposta de Mensuração. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 14, n. 6, p. 990-920, 2010.

MANGENA, M.; TAURINGANA, V.; CHAMISA, E. Corporate boards, ownership structure and firm performance in an environment of severe political and economic crisis. **British Journal of Management**, v. 23, n. 1, p. 23-41, 2012.

MARQUES, T. A.; GUIMARÃES, T. M.; PEIXOTO, F. M. A concentração acionária no Brasil: Análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 16, n. 4, p. 100-133, 2015.

MORRIS, P. **Introduction to Game Theory**. Springer Verlag, 1994.

MUHAMMAD, N. M. N.; ABDULLAH, M. Investment decision-making style: Are Malaysian investors rational decision makers. **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business**, v. 1, n. 3, p. 96-108, 2009.

NGUYEN, T.; LOCKE, S.; REDDY, K. Ownership concentration and corporate performance from a dynamic perspective: Does national governance quality matter? **International Review of Financial Analysis**, v. 41, n. 1, p. 148-161, 2015.

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.

PEARSON, C. M.; CLAIR, J. A. Reframing crisis management. **Academy of Management Review**, v. 23, n. 1, p. 59-76, 1998.

PENMAN, S. H.; RICHARDSON, S. A.; TUNA, I. The Book-to-Price Effect in Stock Returns: Accounting for Leverage. **Journal of Accounting Research**, v. 45, n. 2, p. 427-467, 2007.

PIGNATA, F. A.; CARVALHO, D. O. Efeitos da crise econômica no Brasil em 2015. **Revista Eletrônica Diálogos Acadêmicos**, v. 9, n. 2, p. 4-18, 2015.

RENNÓ, L. R. Confiança interpessoal e comportamento político: microfundamentos da teoria do capital social na América Latina. **Revista Opinião Pública**, v. 7, n. 1, p. 33-59, 2001.

REYNA, J. M. S. M.; VÁZQUEZ, R. D.; VALDÉS, A. L. Corporate governance, ownership structure and performance in Mexico. **International Business Research**, v. 5, n. 11, p. 12-27, 2012.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

ROODMAN, D. How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. **The Stata Journal**, v. 9, n. 1, p. 86-136, 2009.

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 6. ed. São Paulo: Ed. Atlas, 2012.

SANT'ANA, N. L. S.; MEDEIROS, N. C. D.; S. A. L., SILVA; MENEZES, J. P. C. B.; CHAIN, C. P. Concentração de propriedade e desempenho: um estudo nas empresas brasileiras de capital aberto do setor de energia elétrica. **Gestão & Produção**, v. 23, n. 4, p. 718-732, 2016.

SCHERMERHORN JUNIOR, J. R. **Administração**. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC Editora, 1999.

SILVA, A.; WEFFORT, E. F. J.; FLORES, E. S.; SILVA, G. P. Earnings management and economic crises in the Brazilian capital market. **Revista de Administração de Empresas**, v. 54, n. 3, p. 268-283, 2014.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B.; FAMÁ, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 51-66, 2008.

SILVEIRA, A. D. M.; LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C.; BARROS, L. A. B. C. Endogeneity of Brazilian corporate governance quality determinants. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 10, n. 2, p. 191-202, 2010.

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, p. 79-93, 2008.

SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. O. Governança em estruturas proprietárias concentradas: novas evidências para o Brasil. **Revista de Administração**, v. 49, n. 2, p. 240-250, 2014.

VESCO, D. G. D.; BEUREN, I. M. Influência da Estrutura de Propriedade e dos Interlocks entre Proprietários no Desempenho das Empresas. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 26, n. 3, p. 49-79, 2015.

WANG, K.; SHAILER, G. Ownership Concentration and Firm Performance in Emerging Markets: A Meta-Analysis. **Journal of Economic Surveys**, v. 29, n. 2, p. 199-229, 2015.

WINDMEIJER, F. A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. **Journal of Econometrics**, v. 126, n. 1, p. 25-51, 2005.

WILLIAMSON, O. E. **Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications**. New York: Free Press, 1975.