

# **Blockholders e criação de valor em empresas de capital aberto listadas no Brasil**

DOI: 10.4025/enfoque.v40i2.50518

## **Tadeu Grando**

Doutor em Ciências Contábeis pela  
Universidade do Vale do Rio dos Sinos - Unisinos  
Professor da Universidade de Passo Fundo – UPF  
E-mail: mtadeugrando@bol.com.br  
Orcid: <http://orcid.org/0000-0002-1004-4037>

## **Francisco Antônio Mesquita Zanini**

Doutor em Ciências Contábeis e Organização de  
Empresas pela  
Universidad Autónoma de Madrid  
E-mail: zanini@ducadoinvest.com.br  
Orcid: <http://orcid.org/0000-0003-0867-0968>

## **Antônio Carlos Brunozi Junior**

Doutor em Ciências Contábeis  
pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos - Unisinos  
Professor da Universidade Federal de Viçosa – UFV  
Programa de Pós Graduação em Administração – UFV  
E-mail: acbrunozi@yahoo.com.br  
Orcid: <http://orcid.org/0000-0001-9372-6246>

## **Débora Gomes Machado**

Doutora em Ciências Contábeis e Administração pela  
Universidade Regional de Blumenau - FURB  
Professora da Universidade Federal do Rio Grande –  
FURG  
Programa de Pós-Graduação em Contabilidade –  
PPGCONT/FURG  
E-mail: debora\_furg@yahoo.com.br  
Orcid: <http://orcid.org/0000-0002-7955-0958>

Recebido em: 12.12.2019

Aceito em: 16.01.2020

2ª versão aceita em: 15.04.2020

## **RESUMO**

Estudos teóricos e empíricos sugerem que os *blockholders*, acionistas com participação maior ou igual a 5%, podem interferir na eficiência gerencial e, conseqüentemente, no valor das empresas. Neste sentido, o objetivo desta pesquisa é de avaliar as implicações da presença de *blockholders* na criação de valor em empresas de capital aberto listadas no Brasil. A amostra da pesquisa foi constituída por 334 empresas brasileiras abertas, não financeiras, cujos dados estão disponíveis na Economática®, totalizando 334 empresas, com 1.899 observações. Os dados se referem ao período de 2010 a 2016. Metodologicamente, para atendimento dos propósitos deste artigo, formularam-se duas hipóteses, sendo que para cada uma configuraram-se duas regressões por mínimos quadrados ordinários, com dados em painel, conforme as métricas de criação de valor consideradas nesta pesquisa, Q de Tobin (Q) e retorno (R). Os resultados gerais desta pesquisa indicam relação negativa entre a simples presença de *blockholders* e as métricas de criação de valor. Entretanto, quando se identifica a presença nas empresas brasileiras de *blockholders* ativos, percebe-se que, nesta situação, a relação é positiva para a métrica retorno (R) e não significativa para a métrica Q de Tobin (Q). A contribuição teórica e empírica desta pesquisa demonstra que a influência dos *blockholders* na criação de valor das empresas brasileiras é diferente dos resultados apresentados por pesquisas dos Estados Unidos da América (EUA). A concentração da estrutura de propriedade brasileira, a liquidez e o nível de ativismo dos *blockholders* explicam estes achados.

**Palavras-chave:** *Blockholders*. Mecanismos de Voz e Exit. Criação de Valor. Estrutura de Propriedade. Governança Corporativa.

## ***Blockholders and value creation of publicly traded companies in Brazil***

## **ABSTRACT**

Theoretical and empirical studies suggest that blockholders, shareholders with a share of 5% or more, may interfere in managerial efficiency and consequently in corporate value. In this sense, the objective of this research is to evaluate the implications of the presence of blockholders in

the creation of value in listed companies Brazil. The sample was made up of Brazilian non-financial companies, whose data are available in Economática®, totaling 334 companies, with 1,899 observations. The data refer to the period from 2010 to 2016. Methodologically, to answer the purposes of this article, two hypotheses were formulated, and for each hypothesis two ordinary least squares regressions were set up, with panel data, according to the metrics of value creation considered in this research, Q of Tobin (Q) and return (R). The general results of this research indicate a negative relation between the simple presence of blockholders and the value creation metrics. However, when we identify the presence of active blockholders in Brazilian companies, we can see that in this situation, the relationship is positive for return (R) metric and not significant for the Tobin Q (Q) metric. The theoretical and empirical contribution of this research was to demonstrate that the influence of the blockholders in the creation of value of the Brazilian companies is different from the results presented by the United States of America research. The concentration of the Brazilian property structure, the liquidity and the level of activism of blockholders explain these findings.

**Keywords:** *Blockholders*. Mechanisms of Voice and Exit. Value creation. Ownership structure. Corporate governance.

## 1 INTRODUÇÃO

Refletir sobre o papel das participações acionárias majoritárias e minoritárias na governança corporativa e, conseqüentemente, na eficiência gerencial tem sido relevante para as finanças corporativas. É comum assumir que a participação dos acionistas, nos assuntos de governança, depende do tamanho de sua participação na estrutura de propriedade das empresas, uma vez que deste tamanho derivam os benefícios das ações de governança que estes acionistas realizam.

Sobre este cenário, estudos teóricos e empíricos sugerem que os *blockholders*, acionistas com participação maior ou igual a 5%, exercem poder como mecanismo de governança corporativa nas empresas (URBAN, 2015; EDMANS; HOLDERNESS, 2016). Segundo Dou et al. (2014), os *blockholders* exercem poder de governança por meio de dois mecanismos: intervenção (“voz”) (MAUG, 1998; NORLI, OSTERGAARD; IBOLYA, 2014) e ameaça da saída (“*exit*”) (EDMANS; FANG; ZUR, 2013; EDMANS, 2014).

As ações de intervenção “voz” se referem à disposição dos acionistas de incorrer em atividades dispendiosas para melhorar o valor da empresa, tais como: o aconselhamento da

gestão, profissionalização da empresa, remoção de membros do conselho e diretores de baixo desempenho, e na escolha de projetos (NORLI; OSTERGAARD; IBOLYA, 2014).

As ações de “*exit*” referem-se à ameaça de venda da participação que os *blockholders* possuem na empresa em caso de desacordo com a gestão. No mecanismo da ameaça de saída “*exit*”, as ações dos *blockholders* representam as de um investidor informado. Sua saída da empresa envia um sinal para o mercado, de baixa no valor da empresa e, portanto, perda de confiabilidade (DOU et al., 2014).

De modo geral, os *blockholders* são acionistas com participação relevante no quadro acionário e, com isso, possuem fortes incentivos para monitorar, coletar informações privadas e intervir junto aos controladores ou junto à gestão da empresa, reduzindo os custos de agência e, conseqüentemente, aumentando o valor das empresas.

No entanto, a presença de *blockholders* também pode reduzir o valor das empresas. Edmans e Holderness (2016), Urban (2015), e Edmans (2009), atribuem à presença de *blockholders* a redução das ações em *free float* e, conseqüentemente, a redução da liquidez, o que pode prejudicar o valor da empresa, espe-

cialmente em choques de liquidez. Para Samor (2018), o ativismo excessivo pode aumentar os conflitos entre os acionistas, e às vezes pode ser até prejudicial, especialmente quando os *blockholders* não são operadores de negócios.

Estudos pregressos têm sido realizados nesta área, relacionando a presença de *blockholders* com a eficiência gerencial, sobretudo no contexto norte-americano, como em: McCahery, Sautner e Starks (2015), Chen et al. (2015), Dou et al. (2014), Norli, Ostergaard e Ibolya (2014), Gerken (2014), Levit (2013), e Bharath, Sudarshan e Vensky (2003).

A compreensão da influência que os *blockholders* exercem sobre a governança corporativa e a relação destes com a criação de valor das empresas é uma questão importante (EDMANS, 2014). Ademais, estudos que avaliam se a presença de *blockholders* realmente disciplina a gestão são escassos nos países emergentes (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013).

Deste modo, baseando-se na proposição de que os *blockholders*, agindo como mecanismos de governança, por meio de “voz” e “exit”, podem ter implicações na criação de valor das empresas, esta pesquisa visa responder a seguinte indagação: *Qual é a relação da presença dos blockholders na criação de valor de empresas de capital aberto listadas no Brasil?* Objetivamente, nesta investigação busca-se avaliar as implicações da presença de *blockholders* na criação de valor em empresas de capital aberto listadas no Brasil.

A justificativa deste estudo vem do fato de que a maior parte das pesquisas sobre *blockholders* é desenvolvida nos Estados Unidos da América (EUA), onde o principal conflito de interesses existente é entre gestores e acionistas, devido à estrutura de propriedade pulverizada. Contudo, delimita-se essa problemática ao Brasil, que diferentemente dos EUA, apresenta uma estrutura de propriedade concentrada, onde o principal conflito de interesses é entre acionistas controladores e minoritários (BORTOLON; LEAL, 2014).

Essa diferenciação entre os personagens envolvidos nos conflitos de interesses, somada a questão de que o Brasil é um mercado emergente, sujeito a maiores imperfeições informacionais, com menor liquidez, além de um ambiente em que a governança é incipiente e a proteção dos acionistas minoritários e credores se mostra insuficiente (CRISÓSTOMO; LÓPEZ; VALLELADO, 2014), tornam este problema de pesquisa relevante e contributivo para o avanço do mercado de capitais brasileiro e para a literatura sobre governança.

A contribuição teórica e empírica desta pesquisa indicou para a confirmação de diferenças entre o Brasil e os EUA quanto aos *blockholders*. Houve a percepção de que a presença deles implica na diminuição do valor em empresas listadas no País. A pulverização de capital e a passividade dos *blockholders* nacionais explicam estes achados. Ademais, observou-se que, quando os *blockholders* são ativos, as ações deles são próximas aos dos EUA, podendo até criar valor nas empresas.

Os resultados desta pesquisa contribuem, também, em aspectos práticos (relevância), fornecendo evidências aos investidores para montagem de carteiras de ações, nas quais podem se observar a variável *blockholder* como determinante de criação de valor, uma vez que a presença de *blockholders* ativos é associada com maior geração de valor, e a presença de *blockholders* passivos associa-se negativamente com a geração de valor. Contribui-se, ainda, com as empresas, em relação à otimização de suas estruturas de propriedade, fornecendo informações de que os *blockholders* ativos tendem a auxiliar a empresa no monitoramento da eficiência gerencial. Por fim, o resultado dessa pesquisa ainda possui implicações para os recorrentes debates sobre as garantias legais dos acionistas minoritários.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

### 2.1 BLOCKHOLDERS

Para Edmans (2014) e Edmans e Holderness (2016), não existe uma definição única de *blockholder*. A literatura empírica tipicamente o define como o acionista que detém ao menos 5% do capital votante de uma empresa. Ademais, além dessa definição de *blockholder* embasada no capital, os autores alegam que, dependendo do tamanho da empresa (especialmente nas grandes empresas), o montante da participação em dinheiro ou o denominado bloco de dólar é também uma medida aceita para definição de *blockholder*.

Os referidos autores justificam as duas possibilidades, primeiramente porque a participação acionária embasada no capital social de 5% determina os direitos de decisão através de voto para as principais decisões corporativas. Em segundo lugar, a justificativa pela participação em dólar se dá, pois, em última instância, a riqueza gerada ou destruída é suportada pelos acionistas.

Segundo Urban (2015), o limite de direitos de propriedade mínimo é a base fundamental para definição do *blockholder*. Os *blockholders* geralmente são definidos como acionistas com participação maior ou igual a 5% na propriedade da empresa (URBAN, 2015; DOU et al., 2014). Salienta-se que, da mesma forma que nos EUA, no Brasil os 5% de participação no capital é geralmente atribuído à esta definição - é o limite mínimo de participação acionária que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) utiliza para que se desencadeiem requisitos de divulgação e detalhamento da participação de tal acionista na estrutura de propriedade da empresa. Entretanto, conforme Edmans e Holderness (2016), não há nenhuma base teórica para limitar a participação dos *blockholders* ao mínimo de 5%. Os autores sugerem que, em pesquisas futuras, sejam avaliadas participações inferiores a esse percentual quando possível.

Neste contexto, para esta pesquisa, em função das características específicas do Brasil, a definição ou premissa de *blockholder* do estudo segue a literatura abordada, onde eles são os acionistas que detêm ao menos 5% do capital votante da empresa, mas que não façam parte do controle acionário da empresa, já que a função principal dos *blockholders* no ambiente brasileiro geralmente está na mitigação dos conflitos de interesses, no grau de expropriação e nos custos de agência entre controladores e minoritários.

Adicionalmente, salienta-se que no Brasil há duas classes de ações, conforme a Lei 6.404/76, as ordinárias, que formam o capital votante, e, portanto, concedem interferência direta na empresa; e as preferenciais, que não concedem direito ao voto, limitando a interferência direta dos acionistas na gestão (BRASIL, 1976). Por outro lado, a mesma Lei permite que o acionista que possui mais de 10% das ações preferenciais, indique um membro do Conselho de Administração. Deste modo, pela condição legal brasileira, também será considerado *blockholder* o acionista que possuir mais de 10% das ações preferenciais.

Salienta-se que, a fim de não limitar a definição de *blockholder* apenas pelo tamanho da participação acionária, conforme preconizado por Edmans e Holderness (2016), este estudo se propõe também a realizar testes adicionais, considerando *blockholders* ativos os acionistas que, independente da participação acionária, se mostrarem ativos, contestando, protestando e interferindo nas decisões da empresa por meio das Atas das Assembleias Gerais Ordinárias (AGOs), e das Assembleias Gerais Extraordinárias (AGEs).

### 2.2 DEFINIÇÃO E MENSURAÇÃO DE CRIAÇÃO DE VALOR NAS EMPRESAS

O valor de mercado de uma empresa é representado pela cotação das suas ações em Bolsa, multiplicada pelo número total de ações (ordinárias e preferenciais) que compõem seu

capital. O valor contábil de uma empresa se refere ao valor dos recursos próprios investidos pelos acionistas em uma companhia, ou seja, é o valor do patrimônio líquido.

As métricas utilizadas para identificação de criação de valor geralmente combinam os dados entre o valor de mercado e os valores contábeis. Além desta combinação, existem métricas que utilizam apenas o valor de mercado. Dentre as métricas mais utilizadas para mensuração da criação de valor destacam-se o *Market to book*, o *Q de Tobin* e o retorno.

O índice *Market to book* é considerado um indicador que mede as oportunidades de crescimento das empresas, sendo mensurado através da divisão entre o valor de mercado das ações (**VMA**) e o valor contábil do patrimônio líquido da empresa (**VPL**) (SANT'ANNA et al., 2015). A fórmula para o cálculo do *Market to book* é apresentada a seguir:

$$\text{Market to book} = \frac{\text{VMA}}{\text{VPL}}$$

O índice *Q de Tobin* é definido como a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição dos seus ativos (FAMA; BARROS, 2000; KAMMLER; ALVES, 2009). Existem diferentes formas de mensuração do *Q de Tobin* - (*Q*); a equação original para apuração é descrita conforme Tobin (1969), onde se relacionam o valor de mercado da empresa (**VMA**) e o valor de mercado das dívidas (**VMD**) com o valor de reposição dos ativos (**VRA**). A fórmula básica do *Q de Tobin* é expressa por:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{VMA} + \text{VMD}}{\text{VRA}}$$

O maior problema apresentado para mensuração do *Q de Tobin*, conforme proposto originalmente, “é a apuração do valor de reposição dos ativos, que não podem ser mensurados facilmente” (FAMA; BARROS, 2000, p. 35). Sendo assim, diversas métricas foram desenvolvidas a partir do modelo original. Um estudo alternativo para o cálculo do *Q de Tobin* foi apresentado por Chung e Pruitt (1994). Para

os autores, o cálculo é definido como:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{VMA} + \text{PS} + \text{VD}}{\text{AT}}$$

Onde: **VMA** = Valor de mercado das ações das empresas; **PS** = Valor de mercado de uma espécie de títulos preferenciais com dividendos perpétuos; **VD** = Valor total do passivo menos o ativo circulante; **AT** = Valor contábil dos ativos totais da empresa.

Posteriormente, Lee e Tompkins (1999) apresentaram uma interpretação alternativa para o *Q de Tobin* aproximado de Chung e Pruitt (1994). A equação apresentada pelos autores pode ser escrita da seguinte forma:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{VMA} + \text{PS} + \text{ELP} + \text{EST} + \text{PC} - \text{AC}}{\text{AT}}$$

Onde: **VMA** = Valor de mercado das ações das empresas; **PS** = Valor de mercado de uma espécie de títulos preferenciais com dividendos perpétuos; **ELP** = Valor contábil do exigível a longo prazo; **EST** = Valor contábil dos estoques; **PC** = Valor contábil do passivo circulante; **AC** = Valor contábil do ativo circulante; **AT** = Valor contábil dos ativos totais da empresa.

Outra métrica que pode ser utilizada para mensuração da criação de valor é o retorno das ações. Conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2002), o retorno total do investimento é a soma do rendimento em dinheiro, pago pelos dividendos com o ganho e a perda de capital no investimento da ação da empresa.

A fórmula usualmente considerada para cálculo dos retornos é apresentada a seguir, conforme Brown e Warner (1985) e Luiz, Nascimento e Pereira (2008).

$$\text{taxa de retorno} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Onde: **P<sub>it</sub>** – Preço da ação ajustada para dividendos de *i* na data *t* - **P<sub>it-1</sub>** – Preço da ação ajustada para dividendos de *i* na data *t-1*. Tendo em vista as métricas de mensuração de

criação de valor abordadas até então, nesta pesquisa optou-se pela utilização da variável *Q de Tobin*, de acordo com o trabalho de De La Hoz e Pombo (2016) e Volkova (2017). Dentre os diferentes modelos de *Q de Tobin* se utilizará a métrica de Chung e Pruitt (1994). Adicionalmente ao *Q de Tobin*, pretende-se utilizar também a taxa de retorno, conforme Brown e Warner (1985) e Luiz, Nascimento e Pereira (2008), como métrica secundária de criação de valor.

### 2.3 A RELAÇÃO DOS *BLOCKHOLDERS* COM A CRIAÇÃO DE VALOR

Para Edmans e Manso (2011), a governança corporativa pode ter efeitos significativos na criação de valor das empresas. Uma boa governança garante que os gestores atuem no interesse dos acionistas, reduzindo os custos de agência decorrentes dos conflitos de interesses. Por sua vez, na literatura abordada em Edmans e Holderness (2016) e Urban (2015), é argumentado que é fundamental para uma governança eficaz, a presença de grandes investidores (*blockholders*), pois esses possuem incentivos para monitorar a gestão e intervir diretamente ou indiretamente para corrigir ações destrutivas de valor.

Segundo Dasgupta e Piacentino (2015), Dou et al. (2014), Edmans (2014), Urban (2015) e Edmans e Holderness (2016), pesquisas sugerem que os *blockholders* exercem poder, como mecanismo de governança corporativa nas empresas, por meio de dois mecanismos: intervenção (“voz”) e ameaça da saída (“*exit*”).

As ações de intervenção “voz” se referem à disposição dos *blockholders* de incorrer em atividades custosas, gerando inicialmente custos *ex ante* para melhorar o valor da empresa *ex post*. Para Edmans e Holderness (2016), o custo depende de alguns fatores, tais como: a capacidade do *blockholder* de coordenar com outros acionistas o monitoramento e a intervenção na gestão da empresa.

Dou et al. (2014), Norli, Ostergaard e Ibolya (2014), e Edmans e Holderness (2016) apontam que a intervenção via voz corresponde a qualquer ação que pode aumentar o valor da empresa, mas que possui um custo geralmente alto para o *blockholder*. Exemplos de intervenção incluem: i) o confronto direto com os gestores, como por exemplo, o lançamento de uma luta por *proxy* ou a junção de votos via procuração para fazer frente a decisões no conselho; ii) o aconselhamento da gestão sobre a estratégia a ser utilizada; iii) a profissionalização da empresa evitando ações destruidoras de valor; iv) a remoção de membros do conselho e diretores de baixo desempenho, e v) a indicação na escolha de projetos de investimento.

No contexto do mecanismo de “voz”, a prevalência de pequenos blocos representa um quebra-cabeça; se eles não podem intervir diretamente na gestão, por que eles existem? Manter uma participação grande e não diversificada é oneroso do ponto de vista do risco.

Neste sentido, apresenta-se o modelo de Admati e Peiderer (2009) e Edmans (2009), que demonstram que caso um *blockholder* não possa exercer o mecanismo de “voz”, ele ainda pode governar por meio do canal alternativo de ameaça de saída, que representa a venda ou a ameaça de venda de suas ações, baixando o preço das ações quando não está satisfeito com a gestão da empresa, punindo o gestor *ex post* e, assim, induzindo-o a maximizar o valor *ex ante*.

Quanto mais forte for o poder da ameaça *ex ante* de saída, maior a probabilidade de o gerente/controlador trabalhar, reduzindo a necessidade de saída real *ex post*. Como resultado, a frequência empírica de saída real não precisa ser uma *proxy* para a força da governança.

Contudo, é importante salientar que os mecanismos de “voz” e “*exit*” atuam em conjunto, pois estão relacionados em muitos aspectos (LEVIT, 2013). Segundo o autor, a opção

de “*exit*” melhora a eficiência da “voz”. Se o *blockholder* pode sair quando os gestores perseguem benefícios privados, o poder de intervenção via “voz” se torna maior.

Da mesma forma, Dasgupta e Piacentino (2015) demonstram que o mecanismo de “*exit*” e de “voz” podem se complementar. No modelo dos autores, o poder de voz é potencializado pela ameaça de saída. Para McCahery, Sautner e Starks (2015), os mecanismos de saída e de voz estão relacionados, pois podem ser utilizados como estratégias complementares pelos *blockholders* a fim de aumentar o poder de governança nas empresas.

Na literatura empírica sugerem-se algumas vantagens derivadas da presença de investidores institucionais ou *blockholders* na estrutura de propriedade das empresas. Em primeiro lugar, sua presença implica em um aumento na criação de valor das empresas. O prêmio estimado é de aproximadamente 12% para empresas não americanas listadas em mercados acionários desenvolvidos (FERREIRA; MATOS, 2008), 8% para uma amostra de empresas públicas latino-americanas (DE-LA-HOZ; POMBO, 2016) e até 38% para empresas na Nova Zelândia (NAVISSI; NAIKER, 2006).

McCahery, Sautner e Starks (2015) investigaram, por meio de uma *survey*, o papel dos investidores institucionais/*blockholders* na governança corporativa das empresas. A *survey* foi respondida por 143 investidores institucionais americanos de grande porte. Os resultados demonstraram que o mecanismo de “voz”, especialmente quando conduzido nos bastidores, é altamente importante. Por exemplo, 63% dos respondentes afirmaram que, nos últimos cinco anos, fizeram discussões diretas com a administração, e 45% realizaram discussões privadas com o conselho sem a presença da administração.

Chen et al. (2015) investigaram o efeito da liquidez na miopia gerencial em todas as empresas americanas da base Compustat, no pe-

ríodo de 1993 a 2010. Os autores atribuem a ameaça da saída “*exit*” dos *blockholders* como o canal principal de governança, por meio do qual a liquidez das ações desencoraja o comportamento oportunista e atenua a visão gerencial de curto prazo, podendo gerar maior valor para as empresas.

Dou et al. (2014) associaram a governança exercida pelos *blockholders* a qualidade dos resultados contábeis, em estudo que compreendeu o período de 1996 a 2009 e contemplou 12.591 observações de empresas listadas na S&P 1500. Os autores evidenciaram que, conforme a ameaça de saída aumenta, as empresas apresentam mais qualidade dos lucros.

Norli, Ostergaard e Ibolya (2014) relacionaram os *blockholders*, como mecanismo de governança, com a liquidez. O estudo foi aplicado em uma amostra de 385 eventos ativistas de acionistas, coletados no período de 1994 a 2007, nas empresas listadas na NYSE e NASDAQ. Os autores comprovaram que a liquidez das ações aumenta a probabilidade de intervenção dos *blockholders*.

De-La-Hoz e Pombo (2016) tiveram por objetivo determinar como a presença dos *blockholders*, atuando como mecanismo de governança e sua heterogeneidade, afetam o valor de empresas na América Latina. O estudo utiliza um conjunto de dados de 562 empresas de seis países da América Latina, no período de 1997 a 2011. Para os autores, os *blockholders* possuem efeito positivo no valor das empresas, o que indica que o monitoramento realizado por esses investidores maximiza o desempenho administrativo.

Enfim, além do exposto, Alvarez, Jara e Pombo (2017) discutem que os *blockholders* institucionais, de longo prazo e locais, aumentam as taxas de investimento, consistentes com o papel de monitoramento e as hipóteses de intervenção de “voz” dos *blockholders*. A presença de *blockholders* institucionais reduz os índices de sensibilidade do fluxo de caixa e, portanto, di-

minui as restrições financeiras das empresas. Para os autores, a presença de *blockholders* institucionais também implica em um melhor acesso a empréstimos externos.

Além de criar valor como mecanismo de governança por meio da voz ou *exit*, a presença de *blockholders*, como exposto anteriormente, também pode reduzir o valor das empresas. Os autores Samor (2018), Cabral (2018), Edmans e Holderness (2016), Urban (2015), Dhillon e Rossetto (2015), e Edmans (2009) elencam alguns argumentos teóricos dos motivos pelos quais os *blockholders* podem reduzir o valor da empresa.

O primeiro refere-se ao da redução da liquidez dos papéis da empresa. Conforme Edmans e Holderness (2016) e Edmans (2009), um bloco maior pode se tornar custoso para a empresa, porque reduz as ações em *free float* e, portanto, a liquidez dos negócios com seus títulos. Blocos maiores de grandes acionistas reduzem o número de pequenos acionistas, que poderiam fornecer maior liquidez, especialmente em caso de choques de liquidez. A menor liquidez pode reduzir o valor da empresa, pois aumenta o prêmio exigido por novos investidores para comprar essas ações.

O segundo argumento teórico é que o ativismo excessivo pode aumentar os conflitos. Para Samor (2018) é importante determinar os limites do ativismo de acionistas minoritários que nunca foram operadores de negócios. Muitos *blockholders*, ao intervir excessivamente, podem prejudicar a empresa, pois não conhecem a operação. Com isso, ao invés de ajudarem podem prejudicar a entidade, aumentando os conflitos com os controladores/gestores e até com outros *blockholders*, especialmente os que possuem características de gestão distintas. Alguns exemplos nacionais da condição citada podem ser expostos, como: a malsucedida passagem da gestora Tarpon pela direção da fabricante de alimentos Brasil Foods, e a briga entre a rede de livrarias Saraiva com o investidor coreano Mu Hak You.

O terceiro argumento abordado pela literatura salienta que, em empresas com estrutura de propriedade concentrada, como é o caso da maioria das empresas do Brasil, o controlador possui influência em sua estrutura de propriedade, e com isso pode buscar *blockholders* que são do seu interesse. Para Bennedsen e Wolfenzon (2000), a estrutura acionária é escolhida privadamente pelo acionista controlador. Nestas condições, o controlador pode expropriar a empresa sem interferência destes acionistas ou ainda através de acordos com os *blockholders*.

O quarto argumento teórico é explicado por Dhillon e Rossetto (2015). Os autores afirmam que as grandes participações dos *blockholders* podem levá-los a se preocupar com o risco idiossincrático (diferentemente de outros acionistas), e induzir a empresa a renunciar a investimentos arriscados e criadores de valor.

Contudo, pelas particularidades brasileiras, um quinto argumento teórico pode ser incrementado a essa literatura. Cabral (2018) salienta que, enquanto nos mercados desenvolvidos como nos EUA, os acionistas com participação relevante (*blockholders*) seguem “ativos”, no Brasil o cenário é diferente. O principal motivo desta diferença é a estrutura de propriedade do Brasil, que é concentrada, enquanto nos EUA a estrutura é pulverizada.

Com a estrutura pulverizada, fica mais fácil para que os ativistas consigam utilizar a “voz”. Normalmente, basta conseguir 5% das ações de participação para conseguir um assento no conselho. Por outro lado, no Brasil, especificamente na BM&FBovespa (B3), a maior parte das companhias tem sócios majoritários ou blocos de controle com grande participação no capital total, o que dificulta a intervenção por parte dos *blockholders*, já que estes precisam somar uma quantidade expressiva de ações para poder intervir.

Para Cabral (2018, p. 48), a quantidade de empresas familiares ou com sócios majoritários

torna o termo “ativismo” malvisto no mercado brasileiro. “Há um receio de entrar peitando todo mundo, como os ativistas fazem nos EUA. Existe a visão de que numa empresa “com dono” isso pode acabar gerando mais problemas do que soluções”. Dessa forma, os investidores das empresas brasileiras buscam uma estratégia mais amigável, colocando-se como parceiros do controlador, sem esticar demais a corda. Neste cenário, o ativismo não é praticado de fato, ou como salienta o autor “Eis o ativismo não ativo, uma legítima invenção brasileira”. Com isso, os *blockholders* não exercem papel com mecanismo de governança, são geralmente meros investidores passivos utilizados pelos controladores para captação de recursos e para a própria diluição do capital acionário, que no princípio geralmente estava em posse dos controladores.

Na lógica da diluição do capital acionário, Anderson e Reeb (2003) afirmam que, com a propriedade substancial dos direitos de fluxo de caixa, empresas com controladores definidos podem ter incentivos para tomar ações para beneficiar-se à custa do desempenho da própria empresa, expropriando os demais acionistas, pois grande parte dessa conta não será paga pelo controlador e sim pelos demais acionistas.

Deste modo, baseando-se na proposição de que os *blockholders*, acionistas com participação relevante, mas que não detêm o controle acionário da empresa, consistem em um importante mecanismo de governança mitigando os conflitos de interesses, o grau de expropriação e os custos derivados das relações contratuais de agência, relacionando-se positivamente à criação de valor das empresas. Também, levando em consideração a proposição de que os *blockholders* podem reduzir o valor das empresas, devido à redução da liquidez (ações em *free float*), pelo ativismo excessivo e desordenado, pelo risco idiossincrático ou pela estratégia amigável, delimita-se a hipótese principal desta pesquisa sem traçar uma direção.

***H<sub>1a</sub>: A presença dos blockholders na estrutura de propriedade interfere na criação de valor em empresas de capital aberto listadas no Brasil.***

Alguns *blockholders* podem ser mais ativos que outros, independentemente de sua participação acionária. Neste sentido, e buscando não limitar a definição de *blockholder* apenas pelo tamanho da participação acionária, buscou-se identificar os *blockholders* ativos nas empresas brasileiras, através da atuação pública destes acionistas, estas identificadas pelos registros nas atas de assembleias gerais ordinárias e extraordinárias, deste modo, delimita-se a segunda hipótese desta pesquisa:

***H<sub>1b</sub>: A participação de blockholders ativos interfere na criação de valor em empresas de capital aberto listadas no Brasil.***

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1 DEFINIÇÃO E DELINEAMENTO DA AMOSTRA

A população desta pesquisa é composta por todas as empresas listadas na B3, no período de 2010 até 2016, com exceção das empresas do setor de finanças e seguros. A exclusão das entidades financeiras é devido às suas particularidades, em especial no que tange à estrutura de capital e o formato de operação.

Deste modo, a população da pesquisa é formada por 436 empresas e 2.705 observações extraídas da base de dados *Economática®*. Foram excluídas da população as observações conforme os parâmetros a seguir: i) eliminadas as observações em que não estava disponível o formulário de referência na CVM e B3 (42 observações); ii) eliminadas as observações das empresas em que não havia informações de valor de mercado disponível na *Economática®*, impossibilitando, deste modo, o cálculo das variáveis dependentes desta pesquisa (741 observações), e iii) não foram consideradas na amostra observações em que

o Q Tobin é maior ou igual a 10, totalizando 23 observações, sendo que destas, 16 informações são referentes a empresas com a presença de *blockholders* e sete sem a presença. O objetivo da exclusão destes dados deve-se a eliminação dos *outliers*, este mesmo método foi utilizado por Acharya, Almeida e Campello (2007), e Villalonga e Amit (2009).

Com isso, o número final de empresas avaliadas foi de 334, com 1.899 observações, que compõem a amostra final deste estudo. Demonstra-se na Tabela 1 a distribuição das observações por ano, classificadas nas empresas que possuem *blockholders* com as empresas que não possuem *blockholders*, considerando o conceito base desta pesquisa.

**Tabela 1 - Dados da amostra**

Anos	Presença de Blockholders	Sem a Presença de Blockholders	Total
2010	148	135	283
2011	170	118	288
2012	186	97	283
2013	186	92	278
2014	182	87	269
2015	162	90	252
2016	156	90	246
<b>Média</b>	<b>1190</b>	<b>709</b>	<b>1899</b>

Fonte: Elaborado a partir dos dados da pesquisa.

Os dados da Tabela 1 demonstram que a presença de *blockholders* na estrutura de propriedade das empresas brasileiras vem evoluindo ao longo do tempo.

### 3.2 PLANO DE COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS

Os dados referentes à formação da estrutura de propriedade das empresas brasileiras, tanto das ações ordinárias como das preferenciais, foram coletados no *software Econômica®* e no *site* da CVM, nos formulários de referência (FRs). Nessa avaliação foi verificada a presença dos *blockholders* na estrutura de propriedade das empresas em relação ao conceito base utilizado nesta pesquisa, conforme definido no tópico 2.

Para identificação da presença de *blockholders* ativos nas empresas e suas inter-relações, foram consultadas todas as atas de AGOs e AGEs, de todas as empresas, no período desta pesquisa. Procuraram-se manifestações, protestos e declarações dos acionistas

nestas atas. Ao encontrar intervenções destes *blockholders*, classificaram-se estes como ativos. Salienta-se que, neste caso, foram considerados ativos os acionistas que interviam, independentemente do nível da participação acionária que possuíam na empresa. As demais informações em relação às variáveis dependentes e de controle desta pesquisa foram coletadas do *software Econômica®* e nos FRs.

### 3.3 DEFINIÇÕES E MENSURAÇÃO DAS VARIÁVEIS OPERACIONAIS

Para definição e mensuração das variáveis dependentes de criação de valor, utilizou-se como critério o *Q de Tobin*, conforme De-La-Hoz e Pombo (2016), e Volkova (2017), e o Retorno das ações, com base nos autores Brown e Warner (1985) e Luiz, Nascimento e Pereira (2008).

Para o *Q de Tobin* testou-se o Q de Chung e Pruitt (1994) e o Q de Lee e Tompkins (1999), já para o cálculo dos retornos, testou-se o re-

torno anual, ajustados para proventos relativos à ação mais líquida da empresa entre ON e PN em cada ano avaliado. Para verificação da ação mais líquida, seguiu-se como critério o volume de negócios em dinheiro para cada classe de ação em cada ano avaliado nesta pesquisa. Adicionalmente, também, se operacionalizou o retorno sobre a variação no valor de mercado total da empresa.

Para definição da escolha das variáveis, realizou-se um teste de correlação entre todas. Notou-se que os dois Q avaliados são altamente correlacionados (0.95), nesta condição optou-se pela utilização do Q de Chung, pois neste caso o número de informações e empresas da amostra é maior.

Em relação aos retornos, o índice de correlação entre estes também é alto (0.82), com isso optou-se pela mensuração dos retornos através do retorno anual ajustado para proventos da ação mais líquida da empresa. Justifica-se essa condição, pois essa variável é a que menos apresentou correlação com o índice *Q de Chung* (0,12). Essa correlação baixa justifica a utilização dessas duas métricas, pois embora ambas expressem a criação de valor ao acio-

nista, elas não possuem alta correlação, mensurando a criação de valor de forma distinta.

Para definição das variáveis independentes desta pesquisa, primeiramente delimitou-se *blockholders* conforme o conceito base desta pesquisa, onde ele é identificado como o acionista que possui no mínimo 5% das ações ordinárias e ou 10% das ações preferencias, mas que não faça parte do controle acionário da empresa.

Em relação à variável da presença de *blockholders* ativos, foi considerada toda a empresa em que ao menos um dos seus acionistas interferiu via manifestação, declaração ou protesto, através das AGOs e AGEs, nas empresas que contemplam toda a amostra, independente da participação acionária deste acionista.

Em se tratando das variáveis de controle tamanho, endividamento, tangibilidade, crescimento, idade, liquidez, setor, *beta* e ano de observação, segue-se os trabalhos de Procianny e Schnorrenberger (2004), Volkova (2017), De-La-Hoz e Pombo (2016), Grandó et al. (2016), Dou et al. (2014), Chen et al. (2015) e Konijn e Kräussl (2011). No Quadro 1 são apresentadas as características das variáveis:

**Quadro 1 - Definição das variáveis**

(Continua)

Variável	Classificação	Fórmula/Descrição:	Descrições	Autores de Base
Q de Tobin (Q)	Variável Dependente	$\frac{VMA + PS + VD}{AT}$	Valor de mercado total das ações das empresas mais o passivo total menos o ativo circulante, dividido pelo ativo total.	Chung e Pruitt (1994)
Retorno (R)	Variável Dependente	$\frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$	Retorno da ação mais líquida ajustada para proventos da empresa de acordo com o volume \$ de negócio anual.	Brown e Warner (1985)
<i>Block</i>	Variável Independente	Presença ou não de <i>blockholders</i> na estrutura de propriedade das empresas, balizada no mínimo em 5% das ações ordinárias e 10% das preferenciais na participação.	Variável <i>Dummy</i> , empresas com <i>blockholders</i> assumem (1), as demais empresas assumem valor (0).	Adaptado de Urban, (2015); Edmans e Holderness, (2016), Dou et al., (2014)

(Conclusão)

Variável	Classificação	Fórmula/Descrição:	Descrições	Autores de Base
ATIV	Variável Independente	Presença de acionista ativo através da identificação das AGOs e AGEs.	Variável <i>Dummy</i> , para separação dos <i>blockholders</i> ativos (1) e não ativos (0)	Adaptado de Edmans (2014) e Urban (2015)
Tamanho (TAE)	Variável de Controle	$\text{Log}(\text{Ativo})$	Tamanho da empresa.	De-La-Hoz e Pombo (2016), Grandó et al. (2016)
Endividamento (AL)	Variável de Controle	Passivo Total / Patrimônio líquido	Razão entre o total das obrigações e o patrimônio líquido investido pelos acionistas.	Procyanoy e Schnorrenberger (2004)
SETOR (SET)	Variável de Controle	Segmentos das empresas conforme os 20 setores da Econômica	Variável <i>Dummy</i> para diferenciação do setor.	Konijn e Kräussl (2011)
Crescimento (CR)	Variável de Controle	$(\text{Valor da Receita Operacional Líquida em } t / \text{Valor da Receita Operacional Líquida em } t-1) - 1$	Diferença entre a receita operacional do ano $t$ com o ano $t-1$ .	Chen et al. (2015)
Tangibilidade (TG)	Variável de Controle	Ativo Imobilizado/Ativo	Valor do ativo imobilizado dividido pelo ativo total.	De-La-Hoz e Pombo (2016)
Idade (ID)	Variável de Controle	$\text{Log}(\text{Idade})$	Idade da empresa em relação a data de fundação.	Grandó et al. (2016)
LIQUIDEZ (LI)	Variável de Controle	$100 * p/P * \text{sqrt}(n/N * v/V)$ p = nº de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação. P = nº total de dias do período. n = nº negócios com a ação. N = nº de negócios com todas ações. v = volume em dinheiro com a ação. V = volume em dinheiro com todas as ações.	Liquidez da classe da ação mais líquida do ano avaliado.	Econômica®
BETA (B)	Variável de Controle	Covariância da ação com o mercado / variância do mercado	Risco da ação mais líquida negociada em cada período em relação ao mercado	Chen et al. (2015)
Ano da Observação (Ano)	Variável de Controle	Ano em que as observações foram coletadas 2010 até 2016.	Ano das observações, variável <i>Dummy</i> para cada ano.	De-La-Hoz e Pombo (2016)

Fonte: Elaborado a partir da literatura citada.

### 3.4 PROCEDIMENTOS ECONOMETRÍCOS E DEFINIÇÃO DOS MODELOS

A técnica de análise que foi utilizada é a estimação por regressão linear múltipla, pelo mé-

todo dos mínimos quadrados ordinários com dados em painel. Utilizou-se o *Stata 14* para análise dos dados. Os modelos das variáveis dependentes Q e R são compostos por duas

equações em cada variável, que correspondem à investigação de cada hipótese desta pesquisa.

Há de se destacar que foram testados os pressupostos da regressão, sendo: multicolinearidade (correlação de *Pearson* e o de *Spearman*, e o teste VIF (*variance inflation factors*), heterocedasticidade (teste de wald) e autocorrelação (análise gráfica). Com isso, para tratamento da heteroscedasticidade e a autocorrelação utilizou-se o comando “cluster” no *stata*, deste modo, usando erros padrão robustos à heteroscedasticidade e a autocorrelação e agrupados por empresa, conforme também realizado nos trabalhos de Chen et al. (2015) e Bharath, Sudarshan e Venky (2003).

Ademais, foram verificados os tipos de efeitos aplicados aos modelos, *pooled*, aleatórios e fixos. Utilizou-se o teste de *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier* (LM), Redundância de Efeitos Fixos e o teste de *Hausman* para definição do modelo de painel, com os resultados destes testes definiu-se para o modelo do Q de Tobin efeitos fixos e para o modelo do Retorno *pooled*.

Em relação à endogeneidade dos modelos, realizaram-se regressões alternativas, considerando a variável independente de cada modelo como dependente e regredindo com to-

das as demais variáveis do modelo convencional. Após, foram realizadas regressões desse termo do erro dessas regressões alternativas com o termo original do erro das equações normais, em todos os casos os erros não são correlacionados, os coeficientes foram iguais a zero em todas as comparações. Esses resultados indicam não haver correlação entre as variáveis explicativas e o termo do erro dos modelos originais, dito de outra forma, não há presença de variáveis endógenas nos modelos dessa pesquisa.

Verificou-se também a questão da presença de raiz unitária (estacionariedade) nas variáveis dependentes desta pesquisa. Realizou-se o teste de *Dickey-Fuller Aumentado* (ADF), para verificação da presença de raiz unitária nos dados. A hipótese nula deste teste é a presença de raiz unitária nas variáveis; os resultados para as variáveis desta pesquisa apontaram rejeição da hipótese nula, indicando que os dados não possuem raiz unitária.

Salienta-se ainda, que os resíduos gerados em ambas as regressões não possuem distribuição normal, e que os painéis gerados para ambas as variáveis não são balanceados, uma vez que algumas empresas não divulgaram todas as informações anuais conforme estabelecido no Quadro 1.

**Quadro 2 - Modelos aplicados para testes das hipóteses da pesquisa**

Hipóteses	Equação
$H_{1a}$	$Q_{i,t} = B_0 + \beta_1(\text{BLOCK})_{i,t} + \beta_2(\text{TAE})_{i,t} + \beta_3(\text{AL})_{i,t} + \beta_4(\text{CR})_{i,t} + \beta_5(\text{TG})_{i,t} + \beta_6(\text{ID})_{i,t} + \beta_7(\text{LI})_{i,t} + \beta_8(\text{B})_{i,t} + \beta_9(\text{ANO})_{i,t} + \alpha_i + \text{erro}_{i,t}$ $R_{i,t} = B_0 + \beta_1(\text{BLOCK})_{i,t} + \beta_2(\text{TAE})_{i,t} + \beta_3(\text{AL})_{i,t} + \beta_4(\text{SET})_{i,t} + \beta_5(\text{CR})_{i,t} + \beta_6(\text{TG})_{i,t} + \beta_7(\text{ID})_{i,t} + \beta_8(\text{LI})_{i,t} + \beta_9(\text{B})_{i,t} + \beta_{10}(\text{ANO})_{i,t} + \text{erro}_{i,t}$
$H_{1b}$	$Q_{i,t} = B_0 + \beta_1(\text{ATIV})_{i,t} + \beta_2(\text{TAE})_{i,t} + \beta_3(\text{AL})_{i,t} + \beta_4(\text{CR})_{i,t} + \beta_5(\text{TG})_{i,t} + \beta_6(\text{ID})_{i,t} + \beta_7(\text{LI})_{i,t} + \beta_8(\text{B})_{i,t} + \beta_9(\text{ANO})_{i,t} + \alpha_i + \text{erro}_{i,t}$ $R_{i,t} = B_0 + \beta_1(\text{ATIV})_{i,t} + \beta_2(\text{TAE})_{i,t} + \beta_3(\text{AL})_{i,t} + \beta_4(\text{SET})_{i,t} + \beta_5(\text{CR})_{i,t} + \beta_6(\text{TG})_{i,t} + \beta_7(\text{ID})_{i,t} + \beta_8(\text{LI})_{i,t} + \beta_9(\text{B})_{i,t} + \beta_{10}(\text{ANO})_{i,t} + \text{erro}_{i,t}$

O quadro apresenta os modelos para investigação das hipóteses desta pesquisa. As variáveis são: Q de Tobin - (Q); Taxa de Retorno - (R); presença de blockholders - Block; presença de blockholders ativos - ATIV; tamanho - TAE; Nível de Alavancagem - AL; Setor da Empresa - SET; Crescimento da Receita - CR; Tangibilidade - TG; Idade - ID; Liquidez - LI; Beta - B; Ano da informação - Ano. A informação *i* representa a empresa e o *t* é o tempo para cada informação.

Fonte: Dados da pesquisa.

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

### 4.1 BLOCKHOLDERS E CRIAÇÃO DE VALOR ( $H_{1a}$ )

Na Tabela 2 são apresentados os resultados das estimativas das equações para o teste da

hipótese principal do estudo:  $H_{1a}$ <sup>1</sup>. A variável *dummy* “base” são as empresas sem a presença de *blockholders* (SEM BLOCK) na estrutura de propriedade.

Tabela 2 - Resultados das variáveis Q e R para  $H_{1a}$

Classificação	Variáveis	Var. Dep.: Q		Var. Dep.: R	
		Coefficiente	t-Estatístico	Coefficiente	t-Estatístico
Variáveis Indép.	BLOCK	-0,196978	-2,841402***	-0,061481	-4,251895***
Variáveis de Controle	TAE	-0,64235	12,34435***	0,00706	0,35996
	AL	0,00687	1,58898	0,00143	0,74519
	CR	-0,02941	-0,89908	0,136	3,44625***
	TG	0,46341	2,40627**	-0,0758	-1,11396
	ID	-0,48893	-8,48325***	0,03489	2,31459**
	LI	0,37366	2,96380***	-0,00739	-0,20828
	B	-0,0303	-3,54093***	-0,0362	-1,10964
Parâmetros do Modelo	<b>N</b>		1899		1865
	<b>Efeito Ano</b>		Sim		Sim
	<b>Efeito Setor</b>		Não		Sim
	<b>Efeitos</b>		Fixos		<i>Pooled</i>
	<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>		0,1786		0,1575
	<b>Durbin Watson</b>		1,49		1,7257
	<b>Prob. (F-statistic)</b>		0,00000		0,00000

Significância das variáveis: \*\*\*(1%), \*\*(5%) e \* (10%). As variáveis são: Q de Tobin - (Q); Taxa de Retorno - (R); *presença de blockholders* - Block; Tamanho da Empresa - TAE; Nível de Alavancagem - AL; Crescimento da Receita - CR; Tangibilidade - TG; Idade - ID; Liquidez - LI; Beta - B.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Os resultados indicam que, mantendo-se fixas as demais variáveis de controle, as empresas com a presença de *blockholders* (BLOCK) possuem valor inferior, conforme o coeficiente beta de (-0,196978). Para as variáveis de controle, percebe-se significância estatística com relação positiva para a variável Q em tangibilidade (TG) e liquidez (LI). Em contrapartida, as variáveis estatisticamente significantes com relação negativa para Q são: tamanho (TAE), idade (ID) e beta (B).

Para a variável dependente R, os resultados também demonstram relação negativa e significativa com a *proxy* de presença de *blockholders*, conforme coeficiente beta de (-0.061481). Com relação às variáveis de controle, percebeu-se significância estatística com relação positiva para a variável R em crescimento de receita (CR) e idade (ID). Não houve variáveis estatisticamente significantes com relação negativa para R.

<sup>1</sup>  $H_{1a}$ : A presença dos *blockholders* na estrutura de propriedade relaciona-se positivamente com a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.

Os resultados gerais desta hipótese indicaram relação negativa da presença de *blockholders* com a criação de valor das empresas da amostra. Neste sentido, os resultados sugerem que a simples presença de *blockholders*, no ambiente brasileiro, não funciona como mecanismo de governança criando valor nas empresas, conforme preconizado pela literatura base desta pesquisa Edmans e Manso (2011); Volkova (2017); McCahery, Sautner e Starks (2015); Chen et al. (2015), e Dou et al. (2014).

A explicação teórica da relação negativa da presença de *blockholders* com a criação de valor passa por diversos argumentos teóricos. O primeiro argumento teórico, conforme Edmans e Holderness (2016) relaciona a presença de *blockholders* com a redução da liquidez das ações da empresa. A menor liquidez pode reduzir o valor da empresa, pois aumenta o prêmio exigido por novos investidores para comprar essas ações.

Em meios gerais (com dados descritivos não tabulados), as empresas brasileiras que possuem *blockholders*, em média, são 25% mais líquidas do que as empresas sem a presença de *blockholders*. Adicionalmente, pela estrutura de propriedade brasileira ser concentrada, o *blockholder* é um agente que inclusive pode auxiliar na liquidez. Deste modo, esse argumento não explica os resultados desta pesquisa.

O segundo argumento teórico, conforme apresentado por Burkart, Gromb e Panunzi (1997), indica que o ativismo excessivo pode aumentar os conflitos, desgastando as iniciativas da gestão. No entanto, vale a ressalva de que, na grande maioria dos casos encontrados no Brasil, os *blockholders* não costumam intervir nas empresas no mercado brasileiro, reforça-se a este argumento o baixo nível de interferência destes acionistas nas atas gerais ordinárias e extraordinárias observadas neste trabalho.

O terceiro argumento teórico, apresentado por Bennedsen e Wolfenzon (2000), salienta que

em empresas com estrutura de propriedade concentrada, como é o caso da maioria das empresas do Brasil, o controlador possui influência direta em sua estrutura de propriedade. Entretanto, destaca-se que esse argumento só é válido para ofertas primárias. Após, as negociações das ações ocorrem no mercado secundário, onde não há mais influência direta dos controladores nas negociações das ações, que permanecem em *free float*. Além disso, destaca-se que nesta pesquisa, no caso do *blockholder* ter acordo com o controlador, este não foi considerado como *blockholder*, e sim como parte do bloco de controle.

O quarto argumento teórico é explicado por Dhillon e Rossetto (2015). Os autores afirmaram que as grandes participações dos *blockholders* podem levá-los a se preocupar com o risco idiossincrático e induzir a empresa a renunciar a investimentos arriscados e criadores de valor. Contudo, como no Brasil a estrutura é concentrada, o risco idiossincrático em grande parte é suportado pelo acionista controlador.

O quinto argumento teórico, conforme Cabral (2018), refere-se à diferença de estrutura de propriedade entre EUA e Brasil. Para o autor, com a estrutura pulverizada, fica mais fácil para que os ativistas consigam utilizar a “voz” e agir como mecanismo de governança, como aborda grande parte da literatura americana. Normalmente, basta conseguir 5% das ações de participação para conseguir um assento no conselho. No Brasil, a maior parte das companhias tem sócios majoritários ou blocos de controle com grande participação no capital total, o que dificulta a intervenção por parte dos *blockholders*, já que estes precisam somar uma quantidade expressiva de ações para poder intervir.

Nestas condições, os *blockholders* seriam passivos à gestão da empresa. Essa passividade dos *blockholders* pode ser comprovada nesta pesquisa, uma vez que se observou uma baixa incidência de ocorrências de intervenção destes nas atas.

Neste sentido, no ambiente brasileiro o ativismo dos *blockholders* e, conseqüentemente, o maior monitoramento destes nas empresas não é praticado de fato, ao menos de forma geral, quando considerado todos os *blockholders*, conforme o conceito base desta pesquisa. Assim sendo, os *blockholders*, no seu conceito base, não desempenham o papel como mecanismo de governança no ambiente brasileiro. Adicionalmente, a passividade encontrada nos *blockholders* no mercado brasileiro faz com que os controladores utilizem estes para captação de recursos e para a própria diluição do capital acionário.

Nessa lógica da diluição do capital acionário, aumentam os incentivos que os controladores possuem para expropriar a empresa, já que a diluição do capital e, conseqüentemente, do fluxo de caixa oriundo da empresa, aumenta os custos de agência, conforme Anderson e Reeb (2003), que em boa parte serão suportados pelos *blockholders*.

Esses custos de agência derivam do maior grau de expropriação por parte dos controladores para com os demais acionistas. A expropriação consiste em todos os gastos causados pela ineficiência resultante da busca de objetivos pessoais dos controladores não maximizadores de valor para a empresa. Essa premissa pode ser comprovada empiricamente (dados não tabulados), pois ao regressar o % de participação dos *blockholders* seja ON ou PN, com as métricas de valor desta pesquisa, percebeu-se que, quanto maior é a participação dos *blockholders* nas empresas, menor é a geração de valor nestas.

Deste modo, este último argumento teórico faz sentido, pois é reconhecido que o Brasil possui uma estrutura de propriedade concentrada, que é bastante distinta daquela dos EUA, onde a estrutura de propriedade é pulverizada. Sabe-se também que as empresas brasileiras em sua maioria são familiares, com controle majoritário definido.

Neste quesito, observa-se a maior dificuldade dos *blockholders* em intervir e agir como mecanismo de governança no mercado brasileiro. Paralelamente a isto, a postura mais “amigável” dos *blockholders* em relação aos “donos do negócio” ou aos gestores da empresa também pode ser assumida no mercado brasileiro, já que, conforme Cabral (2018), os acionistas possuem medo ou receio de comprar briga com os proprietários ou majoritários da empresa. Este comportamento em relação ao medo ou receio de comprar briga pode ter origem inclusive nos traços culturais latinos, que são distintos do anglo-saxão.

#### 4.2 BLOCKHOLDERS ATIVOS E CRIAÇÃO DE VALOR ( $H_{1B}$ )

Na Tabela 3 apresentam-se os resultados dos testes para as hipóteses dos modelos da hipótese  $H_{1b}$ <sup>2</sup>. A variável *dummy* “base” são as empresas sem a presença de *blockholders* ativos (NÃO ATIVOS) na estrutura de propriedade.

2  $H_{1b}$ : A presença de *blockholders* ativos interfere na criação de valor em empresas de capital aberto listadas no Brasil.

Tabela 3 - Resultados das variáveis Q e R para  $H_{1b}$ 

Classificação	Variáveis	Var. Dep.: Q		Var. Dep.: R	
		Coefficiente	t-Estatístico	Coefficiente	t-Estatístico
Variáveis Indep.	ATIV	0,061478	-1,88287**	-0,004567	-0,14046
	TAE	-0,65	-11,7891***	0,006643	0,348137
Variáveis de Controle	AL	0,0074	1,6563*	0,001548	0,784205
	CR	-0,0294	-0,9262	0,134533	3,400451***
	TG	0,4765	2,5365**	-0,075536	-1,07288
	ID	-0,4746	-7,5908***	0,034661	2,395489**
	LI	0,3805	3,0158***	-0,007159	-0,19645
	B	-0,0295	-3,2703***	-0,032861	-1,04588
Parâmetros do Modelo	<b>N</b>	1899		1865	
	<b>Efeito Ano</b>	Sim		Sim	
	<b>Efeito Setor</b>	Não		Sim	
	<b>Efeitos</b>	Fixos		<i>Pooled</i>	
	<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>	0,1719		0,1817	
	<b>Durbin Watson</b>	1,481		1,7254	
	<b>Prob. (F-statistic)</b>	0,00000		0,00000	

Significância das variáveis: \*\*\*(1%), \*\*(5%) e \*(10%). As variáveis são: Q de Tobin - (Q); Taxa de Retorno - (R); presença de *blockholder* ativos - ATIV; Tamanho da Empresa - TAE; Nível de Alavancagem - AL; Crescimento da Receita - CR; Tangibilidade - TG; Idade - ID; Liquidez - LI; Beta - B.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Os resultados indicam relação positiva entre a presença de *blockholders* ativos e a variável dependente de criação de valor Q, conforme coeficiente (0,061478). Com relação às variáveis de controle, percebeu-se significância estatística com relação positiva para a variável Q em tangibilidade (TG) e endividamento (AL). As variáveis estatisticamente significantes com relação negativa para Q são: tamanho (TAE), idade (ID) e beta (B).

Os resultados para a variável dependente R não apontaram relevância estatística. Com relação às variáveis de controle, observou-se significância estatística com relação positiva

para a variável R em variação da receita (CR) e idade (ID). Não houve variáveis estatisticamente significantes com relação negativa para R.

Os resultados gerais indicam que a presença de *blockholders* ativos presentes na estrutura de propriedade das empresas se relaciona positivamente com a criação de valor, quando avaliado por meio da métrica Q. Entretanto, para a variável R, a presença de *blockholders* ativos não possui relação com esta variável.

O argumento teórico é que *blockholders* ativos, realmente agem como mecanismo de governança, exercendo o monitoramento direto,

o que reduz o conflito de interesses e a assimetria informacional associados aos direitos de fluxo de caixa dos acionistas.

Os resultados desta hipótese estão de acordo com o pressuposto de que, a presença de *blockholders* ativos que participem das assembleias ordinárias e extraordinárias, que utilizam sua “voz” para controlar, aconselhar, protestar e persuadir a gestão, sinaliza um maior monitoramento, limitando os gestores/controladores a utilizar políticas em benefício próprio, que por ventura expropriem a empresa e os demais acionistas.

Este resultado em relação aos *blockholders* ativos brasileiros demonstra que os achados desta pesquisa se assemelham, em maioria, com os resultados abordados pela literatura americana. Nos EUA, grande parte dos acionistas é ativo e interfere na gestão. Quando equiparados os resultados da literatura americana aos resultados dos *blockholders* ativos brasileiros, os resultados são semelhantes, confirmando o pressuposto de que, quando os *blockholders* executam seu papel como mecanismo de governança, estes são capazes de criar valor para as empresas.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O papel dos *blockholders* na governança corporativa deu origem, nos últimos anos, a uma literatura rica e variada, cobrindo muitos campos em contabilidade e finanças corporativas. Estudos empíricos recentes, especialmente realizados nos EUA, abordam a relação dos *blockholders* com as finanças corporativas.

Embora a literatura teórica e empírica sobre *blockholders* se encontre amplamente desenvolvida nos EUA, no Brasil este assunto ainda não havia sido tratado. Tendo em vista as diferenças institucionais entre os dois países, especialmente no que tange às características em relação à estrutura de propriedade, este estudo teve como objetivo avaliar as implica-

ções da presença de *blockholders* na criação de valor em empresas de capital aberto listadas no Brasil.

Os resultados gerais expostos nesta pesquisa demonstraram que, diferentemente dos EUA, no Brasil os *blockholders*, de forma geral, não agem como mecanismo de governança, e, portanto, não criam valor nas empresas; pelo contrário, os resultados relacionam os *blockholders* negativamente com o valor das empresas, contrapondo os achados expostos pela maior parte da literatura (EDMANS; MANSO, 2011; VOLKOVA, 2017; MCCAHERY; SAUTNER; STARKS, 2015; CHEN et al., 2015; DOU et al., 2014; NORLI; OSTERGAARD; IBOLYA, 2014; GERKEN, 2014, DE-LA-HOZ; POMBO, 2016).

Os diferentes resultados em relação aos apresentados pelos modelos teóricos e empíricos encontrados nos EUA são explicados pelas características peculiares do mercado brasileiro, especialmente no que tange às diferenças em relação à estrutura de propriedade e a consequente passividade da maioria dos *blockholders* brasileiros. Essa passividade faz com que os controladores/gestores da empresa utilizem os *blockholders* para diluição do capital acionário e dos direitos sobre o fluxo de caixa da empresa, o que aumenta os incentivos de expropriação por parte dos controladores e gestores, elevando os custos de agência e reduzindo o valor das empresas.

Este resultado apoia a condição de que, em um ambiente com *blockholders* passivos, quanto mais diluído o capital acionário do controlador e, conseqüentemente, o fluxo de caixa, maiores são os incentivos que este possui em expropriar, ampliando os custos de agência e, conseqüentemente, reduzindo o valor das empresas.

Os resultados deste artigo permitem avanços para a literatura sobre o tema, demonstrando que, sob uma estrutura de propriedade concentrada, sobretudo com a presença da figu-

ra de um “dono” e/ou acionista majoritário nas empresas, como é o caso brasileiro, a interferência dos *blockholders* no monitoramento da gestão se torna mais difícil.

No ambiente brasileiro, a maioria dos *blockholders* não consegue utilizar o seu poder de voz, em decorrência da alta concentração de propriedade e das dificuldades de ter influência efetiva junto à gestão/controlador. No mesmo sentido, também se observa uma dificuldade em relação ao mecanismo de *exit*, pois a maioria das empresas listadas não fornece liquidez suficiente nos papéis para que o poder de ameaça de saída faça sentido.

Com isso, o poder dos *blockholders* como mecanismo de governança no ambiente brasileiro é limitado por estes fatores, o que faz com que a maioria destes agentes sejam passivos em relação à gestão das empresas. Ao adotar uma estratégia mais passiva, estes agentes não agem como mecanismo de governança, e com isso, há uma maior tendência de serem expropriados pelos controladores e gestores.

Outrossim, contribuiu-se para a literatura expondo que o nível de ativismo dos *blockholders* altera os resultados obtidos quando se estuda apenas a eventual diferença de criação de valor entre empresas com e sem a presença de *blockholders* e reforça a ideia de que a presença de acionistas ativos, que realmente agem como mecanismo de governança, sinaliza o ativismo através de intervenções nas atas das assembleias e suas inter-relações, interferem de modo diferenciado na geração de valor das empresas.

Isto demonstra a importância de se desenvolver, no Brasil, um mercado de capitais que possibilite e incentive a interferência e o monitoramento constante dos *blockholders*, e mesmo dos demais acionistas minoritários sobre os gestores/controladores para uma maior eficiência gerencial e redução dos episódios de expropriação.

A despeito dos resultados evidenciados, a pesquisa possui algumas limitações, uma delas é

com relação às métricas de liquidez utilizadas. Nesta pesquisa, não foi possível utilizar o valor das ações em *free float* de 2010 a 2012, que segundo a Economática® não estão corretas. Para suprir este problema, utilizou-se a métrica da Economática® de liquidez dos papéis mais líquidos de cada período estudado.

As limitações também se referem às modelagens, pois todas as operacionalizações quantitativas com dados contábeis podem apresentar problemas, o que não é diferente neste estudo. Para suprir estas restrições, utilizou-se dados em painel empregando o comando “*cluster*” para amenizar os problemas de heterogeneidade e autocorrelação.

Para fomentar a área de pesquisa, apontam-se sugestões para pesquisas futuras. Primeiramente, recomenda-se uma pesquisa com entrevistas com alguns *blockholders* para entender o posicionamento destes em relação à gestão das empresas, abordando aspectos do mecanismo de voz e de *exit*, bem como a questão do nível de ativismo que estes possuem nas empresas, e/ou a maneira que estes buscam interferir quando necessário. Também recomenda-se relacionar a variável *blockholders* (passivos e ativos) com outras métricas relacionadas a finanças e contabilidade, como dividendos, estrutura de capital e custo de capital.

## REFERÊNCIAS

- ACHARYA, V.V.; ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M. Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. **Journal of Financial Intermediation**, v.6, n. 4, p. 515-554, 2007.
- ADMATI, A. R.; PFLEIDERER, P. The ‘wall street walk’ and shareholder activism: Exit as a form of voice. **Review of Financial Studies**, v. 22, n. 7, p. 2445-85, 2009.

ALVAREZ, R.; JARA, M.; POMBO, C. **Do institutional blockholders influence**

**corporate investment? Evidence from emerging markets.** CEDE. Calle 19A, n. 1 – 37 Este, Bloque W, 2017.

ANDERSON, R.C.; REEB, D.M. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. **J. Financ.**, v. 58, n. 3, p. 1301-1328, 2003.

BENNEDSEN, M.; WOLFENZON, D. The balance of power in closely held corporations. **J. Financ. Econ.**, v. 58, n. 1-2, p. 113-139, 2000.

BHARATH, S. T.; SUDARSHAN, J.; VENKY, N. Exit as governance: an empirical analysis exit as governance: an empirical analysis. **Journal of Finance**, v. 68, n. 6, p. 2515-2547, 2003.

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

BRASIL. (1976). **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm) Acesso em: 30 jul. 2019.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Using daily stock returns. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 14, n. 1, p. 3-31, 1985.

BURKART, M.; GROMB, D.; PANUNZI, F. Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. **Q. J. Econ.**, v. 112, n. 3, p. 693-728, 1997.

CABRAL, M. **Revista Época Negócios.** 2018. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Mercado/noticia/2018/03/o-retorno-cenados-investidores-minoritarios-ativistas.html>. Acesso em: 11 maio 2018.

CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. Corporate governance in emerging markets: a survey. **Emerg. Mark. Rev.**, v. 15, p. 1-33, 2013.

CHEN, Y., S; RHEE, G.; VEERARAGHAVAN, M.; ZOLOTROY, L. Stock liquidity and managerial short-termism. **Journal of Banking & Finance**, v. 60, p. 44-59, 2015.

CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. A simple approximation of Tobin's q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.

CRISÓSTOMO, V. L.; LÓPEZ, J.; VALLELADO, E. Nonfinancial companies as large shareholders alleviate financial constraints of Brazilian firm. **Emerging Markets Review**, v. 18, p. 2-77, 2014.

DASGUPTA, A; PIACENTINO, G. The Wall Street Walk when Blockholders Compete for Flows. **Journal of Finance forthcoming**, v. 70, n. 6, p. 2853-96, 2015.

DE-LA-HOZ, M. C.; POMBO, C. Institutional investor heterogeneity and firm valuation: Evidence from Latin America. **Emerging Markets Review**, v. 26, p. 197-221, 2016.

DHILLON, A.; ROSSETTO, S. Ownership structure, voting, and risk. **Rev. Financ. Stud.**, v. 28, n. 2, p. 521-560, 2015.

DOU, Y.; OLE-KRISTIAN, H.; WAYNE, B. T.; PRICE, M. F. **Blockholder exit threats and financial reporting quality blockholder exit threats and financial reporting quality.** 2014. Working in Paper SSRN Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id). Acesso em: 11 maio 2018.

EDMANS, A. Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia. **Journal of Finance**, v. 64, n. 6, p. 2481-2513, 2009.

EDMANS, A. Blockholders and Corporate Governance. **Review of Financial Economics**, v. 6, n. 1, p. 23-50, 2014.

EDMANS, A., FANG, V. W.; ZUR, E. The effect of liquidity on governance. **Review of Financial Studies**, v. 26, n. 6, p. 1443-82, 2013.

EDMANS, A.; HOLDERNESS, C. G. **Blockholders: a survey of theory and evidence.** 2016. Working in Paper, Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2820976](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2820976). Acesso em: 02 set. 2016.

EDMANS, A.; MANSO, G. Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders. **Review of Financial Studies**, n. 7, p. 2395-2428, 2011.

- FAMA, R.; BARROS, L. B. C. 2000. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 7, n. 4, p. 27-43.
- FERREIRA, M. A.; MATOS, P. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. **Journal of Financial Economics**, v. 88, p. 499-533, 2008.
- GERKEN, W. C. **Blockholder ownership and corporate control: the role of liquidity**. Working in paper. 2014. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2463285](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2463285) Acesso em: 02 set. 2016.
- GRANDO, T.; MACHADO, D. G.; BRUNOZI, A. J.; ZANINI, F. Empresas dual class: um estudo do impacto no valor das empresas Brasileiras. **Enf.: Ref. Cont. UEM - Paraná**, v. 35 n. 2, p. 67-86, 2016.
- KAHN C, W. A. Ownership structure, speculation, and shareholder intervention. **J. Finance**, v. 53, n. 1, p. 99-129, 1998.
- KAMMLER, E.; ALVEZ, T. W. Análise da capacidade explicativa do investimento pelo "q" de Tobin em empresas brasileiras de capital aberto. **RAE-eletrônica**, v. 8, n. 2, jul./dez, 2009.
- KONIJN S. J. J.; KRÄUSSL R, L. A. Blockholder dispersion and firm value. **J. Corp. Finance**, v. 17, n. 5, p. 1330-39, 2011.
- LEE, D. E.; TOMPKINS, J. G. A modified version of the Lewellen and Badrinath of Tobin's q. **Financial Management**, v. 28, n. 1, p. 20-31, 1999.
- LEVIT, D. **Soft Shareholder Activism**. Working in Paper., Finance Dep., Univ. Penn. October, p.1-45, 2013.
- LUIZ, I.; NASCIMENTO, M.; PEREIRA, L. Impacto do gerenciamento de resultados no retorno anormal: estudo empírico dos resultados das empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo – BOVESPA. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 8, São Paulo, 2008. **Anais [...]** São Paulo: USP, 2008.
- MAUG, E. Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? **J. Finance**, v. 53, n. 1, p. 65-98, 1998.
- MCCAHERY, J. A.; SAUTNER, Z.; STARKS, L. T. Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors. **Journal of Finance forthcoming**, v. 27, n. 5-6, p. 733-59, 2015.
- NAVISSI, F.; NAIKER, V. Institutional Ownership and corporate value. **Managerial Finance**, v. 32, n. 3, p. 247-256, 2006.
- NORLI, Ø.; OSTERGAARD, C.; IBOLYA, S. Liquidity and Shareholder Activism. **Review of Finance Studies**, abril, 2014.
- PROCIANOY, J. L.; SCHNORRENBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias abertas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 58, n. 1, p. 121-146, 2004.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. 2002. **Administração Financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas.
- SAMOR, G. **Brazil Journal**. 2018. Disponível em: <http://braziljournal.com/nildemar-estava-certo-as-lico-es-do-colaso-da-brf> Acesso em: 10 jun. 2018.
- SANT'ANNA, D.P., LOUZADA, L.C., QUEIROZ, E., PÉREZ, B.P. Valor de mercado e valor contábil e sua relação com os resultados anormais no mercado de capitais no Brasil. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v.9, n.23, pp. 3-13, 2015.
- TOBIN, J. A general equilibrium approach to monetary theory. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 1, n. 1, p. 15-29, 1969.
- URBAN, M. P. **The Influence of Blockholders on Agency Costs and Firm Value: an empirical examination of blockholder characteristics and interrelationships for German listed firms**. Springer Glaber: Wiesbaden, 2015.
- VILLALONGA, B.; AMIT, R. How are US family firms controlled?. **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 8, 2009. Disponível em: <http://people.stern.nyu.edu/bvillalo/>

VillalongaAmit\_RFS2009.pdf. Acesso em: 18 jun. 2018.

VOLKOVA; E. **Blockholders Diversity: Effect of Polyphony on the Power of monitoring.** Working in Paper, 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3047469>. Acesso em: 20 mar. 2018.

**Endereço dos Autores:**

BR 285, São José - Passo Fundo  
RS – Brasil.  
CEP: 99052-900