

**AS IMPLICAÇÕES DOS TIPOS DE BLOCKHOLDERS NA CRIAÇÃO DE VALOR
EM COMPANHIAS LISTADAS NO BRASIL**

***THE IMPLICATIONS OF THE TYPES OF BLOCKHOLDERS IN THE CREATION OF
VALUE IN LISTED COMPANIES IN BRAZIL***

Tadeu Grando¹

Francisco Antônio Mesquita Zanini²

Suelen Correa³

Débora Gomes de Gomes⁴

RESUMO

Estudos pregressos sugerem que os *blockholders*, acionistas com participação maior ou igual a 5%, podem interferir na eficiência gerencial e, conseqüentemente, no valor das empresas, sobretudo no contexto americano. Entretanto, poucos estudos abordaram a questão da relação da diversidade dos *blockholders* com o valor das empresas, sobretudo em países emergentes. Neste sentido, o objetivo deste estudo é avaliar as implicações da diversidade dos tipos de *blockholders* na criação de valor, em empresas de capital aberto listadas no Brasil. A amostra da pesquisa compreende 240 empresas brasileiras não financeiras, com dados de 2010 a 2016. Metodologicamente, para atendimento dos propósitos deste artigo, 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 indicam relação negativa entre a diversidade de tipos de *blockholders*, presentes na estrutura de propriedade das empresas e as métricas de criação de valor. O aumento dos conflitos de interesse nas decisões corporativas e os problemas de comunicação entre os diferentes tipos de acionistas (*blockholders*), atrelados à pulverização acionária das ações, em posse dos controladores nas empresas brasileiras é a principal explicação destes resultados. Os resultados deste estudo contribuem para avanços na literatura nacional e internacional sobre o tema, demonstrando que a entrada de diferentes tipos de acionistas com participação relevante no quadro societário (*blockholders*) acentua os conflitos entre os acionistas.

Palavras-chave: *Blockholders*; Diversidade; Criação de Valor; Estrutura de Propriedade; Governança Corporativa.

¹ Doutor em Ciências Contábeis pela Unisinos. Docente da Universidade de Passo Fundo – UPF. BR 285, São José, Passo Fundo/RS - CEP: 99052-900. mtadeugrando@bol.com.br

² Doutor em Ciências Contábeis e Organização Empresarial – UAM. Docente da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Unisinos. Av. Unisinos, 950, Cristo Rei, São Leopoldo/RS – CEP 93022-000. zanini@ducadoinvest.com.br

³ Mestre em Administração pela IMED. Docente da Universidade de Passo Fundo – UPF. BR 285, São José, Passo Fundo/RS - CEP: 99052-900. sucorra83@gmail.com

⁴ Doutora em Ciências Contábeis e Administração pela FURB. Docente da Universidade Federal do Rio Grande – FURG. Av. Itália, km 8, S/N, pav. 4, Campus Carreiros, Rio Grande/RS, CEP 96.203-900. debora_furg@yahoo.com.br

ABSTRACT

Previous studies suggest that blockholders, shareholders with a participation greater than or equal to 5%, may interfere with managerial efficiency and, consequently, on the value of companies, especially in the American context. However, few studies have addressed the issue of the relationship between blockholder diversity and business value, especially in emerging countries. In this sense, the objective of this research is to evaluate the implications of the diversity of the types of blockholders in the creation of value in listed companies in Brazil. The sample was composed of 240 non-financial Brazilian companies, with data from 2010 to 2016. Methodologically, to meet the purposes of this article, two regressions by ordinary least squares were configured, with panel data, according to the value creation metrics considered in this research, Tobin's Q (Q) and Return (R). The overall results indicate a negative relationship between the diversity of blockholder types present in the ownership structure of companies and the value creation metrics. The increase in conflicts of interest in corporate decisions and communication problems between different types of shareholders (blockholders), linked to the ownership dispersion of the shares held by controllers in Brazilian companies, is the main explanation of these results. The results of this study contribute to advances in national and international literature on the subject, demonstrating that the entry of different types of shareholders with relevant participation in the corporate structure (blockholders) accentuates conflicts between shareholders.

Keywords: *Blockholders*; Diversity; Value creation; Ownership structure; Corporate governance.

1 INTRODUÇÃO

Estudos teóricos e empíricos sugerem que os *blockholders*, acionistas com participação maior ou igual a 5%, exercem poder como mecanismo de governança corporativa e, conseqüentemente, podem interferir na eficiência gerencial das empresas (URBAN, 2015; EDMANS; HOLDERNESS, 2016).

Os *blockholders* são investidores que compram ações de uma empresa de capital aberto, com o objetivo de conseguir assentos no conselho ou influência sobre a direção executiva, para mudar os rumos da companhia e ganhar dinheiro com as mudanças realizadas.

Conforme Holderness (2009), Gerken (2014), Dou *et al.* (2014) e Edmans e Holderness (2016) a presença de *blockholders* em empresas de capital aberto é comum em todo o mundo. De-La-Hoz e Pombo (2016) afirmam que a presença de grandes investidores ou *blockholders* tornou-se generalizada na América Latina nos últimos anos.

Para Alvarez, Jara e Pombo (2017), os *blockholders* contribuem para o desenvolvimento do mercado de capitais, estimulando transações eficientes, boa avaliação de risco e um bom sistema de governança corporativa.

De acordo com Dou *et al.* (2014), Edmans (2014) e McCahery, Sautner e Starks (2015), embora os modelos em teoria não distingam, há vários tipos de *blockholders*, sendo que, cada um possui características distintas de gestão, horizonte de investimento, aversão ao risco e preferências individuais em relação a investimentos.

As classificações, em relação aos tipos de *Blockholders*, são as mais variadas. Para Edmans (2014) e Edmans e Holderness (2016), os *blockholders* são divididos em fundos

As implicações dos tipos de *blockholders* na criação de valor em companhias listadas no Brasil

mútuos/*hedge*, fundos de pensão, corporações ou instituições financeiras e indivíduos/famílias. É comum haver uma mistura destes tipos de acionistas na estrutura de propriedade das empresas, essa diversidade de tipos de *blockholders* presentes nas empresas, agindo conjuntamente na gestão, pode interferir na governança corporativa, na eficiência gerencial e, conseqüentemente, no valor das empresas.

Conforme Volkova (2017), a diversidade entre os tipos *blockholders* dentro de uma empresa pode gerar impacto positivo e sinérgico em seu valor, em função das diferentes características e conhecimentos atuando na gestão da empresa. A variedade no conhecimento e nas diferentes experiências de vários tipos de *blockholders* pode ajudá-los a detectar e implementar políticas que maximizem o valor da empresa. Adicionalmente, estudos sobre o comportamento organizacional constataam que grupos de agentes mais heterogêneos têm uma vantagem na solução de problemas (HOFFMAN; MAIER, 1961; HONG; PAGE, 2004).

Por outro lado, a diversidade de *blockholders* também pode gerar impacto negativo, em função dos objetivos e interesses conflitantes dos *blockholders*, seja por diferenças em suas crenças, horizontes e tolerância ao risco, o que pode criar discrepâncias em seus pontos de vista sobre as políticas desejadas. Por exemplo, os investidores de longo prazo favorecem o investimento em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), enquanto os investidores de curto prazo preferem ações com retornos de curto prazo (HOSKISSON *et al.*, 2002).

Para Volkova (2017), a maior heterogeneidade de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade da empresa pode aumentar os conflitos de interesse e os custos de agência das decisões corporativas e, conseqüentemente, prejudicar o valor das empresas.

Estudos progressos têm sido realizados nesta temática, relacionando a presença de *blockholders* com a eficiência gerencial, sobretudo no contexto americano, Bharath, Sudarshan e Venky (2013), Dou *et al.* (2014), Norli, Charlotte e Ibolya (2014), Gerken (2014), McCahery, Sautner e Starks (2015) e Chen *et al.* (2015), entretanto, poucos estudos abordaram a questão da relação da diversidade dos *blockholders* com o valor das empresas, sobretudo em países emergentes.

Deste modo, baseando-se na proposição de que a maior diversidade de *blockholders* pode influenciar positivamente na criação de valor das empresas, e também pela proposição de que a maior diversidade de *blockholders* pode influenciar negativamente no valor das empresas, este estudo visa responder a seguinte questão: a diversidade dos tipos de *blockholders* na estrutura de propriedade da empresa influencia na criação de valor das empresas de capital aberto listadas no Brasil? Objetivamente nesta investigação busca-se avaliar as implicações da diversidade dos tipos de *blockholders* na criação de valor em empresas de capital aberto listadas no Brasil.

Este estudo concentra-se no Brasil, que é um mercado emergente, onde não existem evidências sobre o papel estratégico da diversidade dos diferentes tipos de *blockholders* na eficiência gerencial e, conseqüentemente, na criação de valor, embora tenha-se estudos internacionais, especialmente nos Estados Unidos da América (EUA). Cabe lembrar que a estrutura de propriedade das empresas brasileiras é bastante distinta em relação a dos EUA, mas a alta concentração da propriedade no Brasil traz elementos ambientais diferentes e relevantes que justificam esta pesquisa.

A contribuição teórica e empírica desta pesquisa demonstrou que, a maior diversidade de *blockholders* presente na estrutura de propriedade, se relaciona negativamente com o valor das empresas de capital aberto listadas no Brasil, ou seja, quanto mais tipos de *blockholders* diferentes presentes na estrutura de propriedade das empresas, pior são os resultados em relação às métricas de criação de valor desta pesquisa. O aumento dos conflitos de interesse nas decisões corporativas e os problemas de comunicação entre os diferentes tipos de

acionistas, atrelados à pulverização acionária das ações em posse dos controladores nestas empresas é a principal explicação destes resultados.

Os resultados desta investigação contribuem, também, em aspectos práticos (relevância), fornecendo evidências para as próprias empresas, em relação à otimização de suas estruturas de propriedade, fornecendo informações de como a diversidade dos diferentes tipos de *blockholders* atua na eficiência gerencial e no valor das empresas.

2 TIPOS DE BLOCKHOLDERS

Conforme Edmans e Holderness (2016), embora a definição do que constitui um *blockholder* pareça ser crucial para qualquer pesquisa empírica ou análise teórica, essa definição muitas vezes é vaga. Presumivelmente, o que distingue um *blockholder* de um mero acionista é o tamanho de sua propriedade, entretanto essa definição, segundo os autores, pode ser demasiadamente simplista.

Para Edmans (2014) e Edmans e Holderness (2016) não existe uma definição única de *blockholder*. A literatura empírica tipicamente define um *blockholder* 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 tamanho da participação em dinheiro ou o chamado “bloco de dólar” é também uma medida aceita para definição de *blockholder*.

Os 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.

Para Urban (2015) a definição da participação acionária mínima e a identificação dos tipos de *blockholder*, ou sua heterogeneidade, são questões importantes a serem definidas para elaboração de pesquisas sobre o tema. Quanto ao limite da participação acionária mínima, os *blockholders* geralmente são definidos como acionistas com participação maior ou igual a 5% na propriedade da empresa (DOU *et al.*, 2014, URBAN, 2015).

Salienta-se que no Brasil, da mesma forma que nos EUA, os 5% de participação no capital geralmente atribuído à definição de *blockholder*, que é o limite mínimo de participação acionária para o qual 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.

Em relação ao segundo aspecto da definição, dos tipos de *blockholders* ou a heterogeneidade entre estes, Edmans e Holderness (2016) descrevem que, cada tipo de *blockholder* possui seus próprios determinantes, incentivos e habilidades para monitorar as empresas.

Os autores afirmam que muitos estudos têm considerado o efeito dos *blockholders* como homogêneo o que não é correto. Para Hadlock e Schwartz-Ziv (2017) é provável que os *blockholders* desempenhem papéis diferentes nas empresas, devido principalmente à sua heterogeneidade, incentivos e tecnologias utilizados para intervir. Essa heterogeneidade pode afetar tanto o modo de participação nas empresas, quanto o modo em que eles interagem uns com os outros.

De acordo com Edmans (2014) e Edmans e Holderness (2016) os *blockholders* são decompostos em fundos mútuos/*hedge*, fundos de pensão, corporações ou instituições financeiras e indivíduos/famílias. Segundo os autores, cada um destes tipos de *blockholders* pode ter incentivos diferentes em monitorar a empresa, afetando diferentemente a gestão e o

As implicações dos tipos de *blockholders* na criação de valor em companhias listadas no Brasil

valor das empresas. Estas classificações são semelhantes às de Dou *et al.* (2014), Urban (2015) e De-la-Hoz e Pombo (2016).

Volkova (2017) divide os *blockholders* em quatro grupos: instituições financeiras, indivíduos, investidores ativistas e outras corporações. Esta divisão de *blockholders* origina-se no trabalho de Barclay e Holderness (1989). De acordo com o autor, os *blockholders* nesses grupos diferem em suas restrições regulatórias, responsabilidades fiduciárias e problemas de agência. De acordo com Cronqvist e Fahlenbrach (2009), esses grupos têm uma diferença pronunciada no impacto sobre as políticas corporativas.

Neste contexto, para esta pesquisa, em função das características específicas do Brasil, e conforme a literatura abordada até então, a principal definição ou premissa de *blockholder* do estudo segue a literatura, na qual os *blockholders* 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 em detrimento da estrutura de propriedade concentrada 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. (BORTOLON; LEAL, 2014, GRANDO, 2018).

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 possuir 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.

Para esta pesquisa, os *blockholders* serão classificados em fundos mútuos/*hedge*, fundos de previdência, instituições financeiras, investidores institucionais, famílias, fundações e estatal. Essa classificação é adaptada de Edmans (2014), Edmans e Holderness (2016) e Volkova (2017).

2.1 HIPÓTESE DA PESQUISA

Para Edmans e Manso (2011) a governança corporativa pode ter efeitos significativos na criação de valor das empresas. Uma boa governança corporativa garante que os gestores atuem no interesse dos acionistas, reduzindo deste modo os custos de agência decorrentes dos conflitos de interesses e da assimetria de informação. Por sua vez, a literatura abordada em Edmans e Holderness (2016) e Urban (2015) argumenta 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.

Os *blockholders* podem influenciar o valor da empresa e afetar suas políticas. Eles podem exercer a governança através da intervenção via “voz” (SHLEIFER; VISHNY, 1986; ADMATI; PFLEIDERER; ZECHNER, 1994) e disciplinar a gestão com a ameaça de saída “*exit*” (ADMATI; PFLEIDERER, 2009, EDMANS, 2009, BHARATH; SUDARSHAN; VENKY, 2013).

Os estudos anteriormente citados raramente tratam das características do proprietário do bloco ou do tipo de *blockholder*. No entanto, grandes investidores variam em suas crenças, conhecimentos, preferências e na maneira como influenciam a empresa. Isto é apoiado por Cronqvist e Fahlenbrach (2009), que descobriram que há significativa heterogeneidade nos estilos de investimento e governança entre os diferentes tipos de *blockholders*.

De acordo com Volkova (2017) a maioria das empresas públicas dos EUA possui múltiplos *blockholders*. Esses *blockholders* podem diferir em relação a várias características.

A diversidade entre os *blockholders* dentro de uma empresa pode ter um impacto positivo e sinérgico na criação de valor, em função destas diferentes características e conhecimentos atuando na gestão da empresa.

Estudos sobre o comportamento organizacional constataam que grupos de agentes mais heterogêneos têm uma vantagem na solução de problemas (HOFFMAN; MAIER, 1961). O modelo teórico de Hong e Page (2004) demonstra que um grupo heterogêneo supera até mesmo um grupo homogêneo de agentes com melhores habilidades de resolução de problemas. Esta conclusão sugere que a diversidade em um grupo de *blockholders* poderia aumentar suas habilidades para resolver problemas potenciais na empresa, como a expropriação de benefícios privados pela gestão ou controladores.

Para Urban (2015) as interações entre os acionistas, que por vezes possuem informações e habilidades diferentes, podem ter um efeito sinérgico no valor das empresas. A ação conjunta destes e a diversidade de seus conhecimentos pode ajudá-los a detectar e implementar políticas que maximizem o valor da empresa.

Por último, os *blockholders* heterogêneos também podem variar em sua avaliação no valor da empresa. Miller (1977) destaca que a maior heterogeneidade nas crenças sobre o valor da empresa pode conduzir a posições mais caras, e assim aumentar o preço da ação e, conseqüentemente, o retorno.

Alternativamente, a diversidade entre os acionistas também pode afetar negativamente o valor da empresa. Um efeito adverso da heterogeneidade pode vir de dois canais principais: conflito de interesses entre os *blockholders*, e dificuldades de coordenação e comunicação entre os *blockholders*.

Os objetivos e interesses conflitantes podem fazer com que a diversidade de *blockholders* cause impacto adverso nas operações da empresa, seja por diferenças em suas crenças, horizontes, preferências, tolerância ao risco, o que pode criar discrepâncias em seus pontos de vista sobre as políticas desejadas e com isso aumentar os conflitos internos na empresa. Por exemplo, Hoskisson *et al.* (2002) concluem que, em relação às políticas de inovação, os fundos de previdências públicos favorecem os investimentos em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), enquanto os investimentos profissionais gestores de fundos apoiam a aquisição de inovações de fontes externas. Tal gama de opiniões cria um conflito de interesses entre os *blockholders* e pode diminuir sua governança.

Dificuldades de coordenação entre os diferentes tipos de *blockholders* também podem diminuir sua capacidade de monitorar a empresa. O estudo de Laeven e Levine (2008) sugere que os grandes acionistas são menos propensos a cooperar quando variam em tipos de acionistas.

Crane, Koch e Michenaud (2015) concluem que grupos de investidores não conectados têm menores chances de melhorar a governança da empresa. Huang (2016) conclui que o poder de monitoramento dos *blockholders* diminui à medida que a comunicação entre eles se torna mais difícil, devido à sua heterogeneidade.

Volkova (2017) conclui que a diversidade de tipos de *blockholders* tem uma forte influência negativa no valor e nas operações da empresa. Este resultado é robusto para uma variedade de métricas de valor e performance (Q tobin, ROA e Fluxo de Caixa Livre) e também para uma série de classificações distintas entre os *blockholders*, para o autor o conflito de interesses desses diferentes grupos se sobressaem em relação à sinergia de seus diferentes conhecimentos no apoio à gestão.

A homogeneidade das preferências dos *blockholders* também poderia levar a uma decisão de saída “*exit*” mais uniforme. Essa similaridade nas decisões de saída também poderia melhorar a governança de “ameaça de saída” do grupo (EDMANS; MANSO, 2011).

As implicações dos tipos de *blockholders* na criação de valor em companhias listadas no Brasil

Desse modo, apresenta-se no Quadro 1 um resumo da literatura empírica utilizada para construção da hipótese da pesquisa:

Quadro 1 - Resumo dos Resultados Empíricos sobre o Tema

Autor/ Ano	País Dados	Objetivo	Método	Resultados/Contribuições
Volkova (2017)	EUA – 1998 a 2013. 15.157 empresas	Investigar o impacto da diversidade de acionistas no valor das empresas.	Econométrico com dados em painel com efeitos fixos.	A pesquisa construiu um conjunto de dados abrangente e exclusivo, cobrindo todas as posições acionárias em empresas abertas americanas. Demonstrou que a diversidade de <i>Blockholders</i> têm impacto negativo no valor da empresa.
Hong e Page (2004)	EUA 40 pessoas	Avaliar se um grupo heterogêneo supera na solução de problemas um grupo homogêneo com maior capacidade.	Experimentos computacionais com os diferentes grupos	Os resultados demonstram que, ao selecionar uma equipe para desenvolver uma solução de problemas, agentes mais heterogêneos superam equipes homogêneas, mesmo quando essa equipe homogênea é formada por pessoas com melhor desempenho individual. A contribuição principal destes resultados demonstra que a maior capacidade de um grupo homogêneo é superada pela diversidade entre os grupos.
Hoffman e Maier (1961)	16 grupos homogêneos e 25 heterogêneos de 4 pessoas de seções laboratoriais de um curso de graduação em psicologia das relações humanas.	Testar a generalidade de Hoffman (1959), partindo do pressuposto de que grupos compostos por pessoas heterogêneas eram superiores na resolução de problemas em grupos homogêneos.	Experimentos via testes laboratoriais.	Soluções com alta qualidade e alta aceitação possam ser obtidas de grupos nos quais os membros tenham perspectivas substancialmente diferentes sobre o problema e nos quais essas diferenças sejam expressas e usadas pelo grupo para chegar à decisão final. Grupos heterogêneos possuem maior facilidade na resolução de problemas.
Laeven e Levine (2008)	EUROPA – 1996 A 1999. 1657 Empresas	Avaliar as teorias de estrutura de propriedade, onde existem vários grandes proprietários, relacionando estes com a criação de valor.	Econométrico, com dados em painel com efeitos fixos.	Mais de um terço das empresas de capital aberto na Europa tem mais de um grande proprietário. Existe forte associação entre o número de grandes acionistas na empresa e a redução de valor. Os grandes acionistas são menos propensos a cooperar quando variam em tipos de acionistas, pois aumentam os conflitos de interesse.

Koch e Michenaud (2015)	EUA - 1980 -2013 51.699 observações.	Identificar como funciona a coordenação entre os grupos de investidores institucionais e relacionar com a governança corporativa das empresas.	Econométrico, com dados em painel com efeitos fixos.	Quando os acionistas não possuem grau de coordenação e não estão conectados, têm menores chances de melhorar a governança da empresa, especialmente via canal de “voz”. Foi identificado que o grau de coordenação entre os acionistas está associado a um melhor monitoramento. O grau de coordenação quando é alto supera o problema de governança das propriedades dispersas.
Huang (2016)	EUA – 1980 a 2009, 105.454 observações.	Relacionar os custos de coordenação entre os acionistas com o valor das empresas	Econométrico, com dados em painel com efeitos fixos.	Os resultados sugerem que a facilidade de coordenação entre os acionistas melhora o valor da empresa, aprimorando o papel de governança dos investidores institucionais.
Hoskisson <i>et al.</i> (2002)	EUA – 1885 –1991 234 Empresas.	Examinar a relação entre os diferentes tipos de acionistas e as estratégias de inovação corporativa.	Econométrico, equações estruturais de dois estágios.	Os administradores de fundos de pensão públicos preferiram a inovação interna, mas os gerentes de fundos de investimento profissionais preferiram adquirir inovação externa. As políticas de inovação, os fundos de previdências públicos favorecem os investimentos em pesquisa e desenvolvimento, enquanto os investimentos profissionais gestores de fundos apoiam a aquisição de inovações de fontes externas, essas diferenças acentuam os conflitos de interesse entre os acionistas e dificultam a coordenação entre eles.
Cronqvist e Fahlenbrach (2009),	EUA – 1996 a 2001 1500 empresas.	Analisar os efeitos da heterogeneidade entre grandes acionistas nas principais decisões relacionadas a finanças corporativas.	Econométrico, com dados em painel com efeitos fixos.	Diferentes tipos de acionistas têm estilos distintos de investimento e governança: diferem em suas abordagens ao investimento corporativo, modos de crescimento, apetite por alavancagem financeira e em relação à remuneração dos diretores. Essas diferenças podem acentuar os conflitos de interesse e com isso têm menores chances de melhorar a governança da empresa.

Fonte: Elaborado a partir da literatura citada.

Diante das premissas teóricas e empíricas ambíguas apresentadas, delimita-se a hipótese desta pesquisa:

H1_a: A diversidade dos tipos de *blockholder* na estrutura de propriedade da empresa influencia na criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 DEFINIÇÃO E DELINEAMENTO DA AMOSTRA

A população de estudo 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 justificativa do período se deve à implementação dos formulários de referência em 2010, que possibilitou a identificação de toda a estrutura de propriedade das empresas e os diferentes tipos de *blockholders*. A exclusão das entidades financeiras é devido às suas particularidades,

As implicações dos tipos de *blockholders* na criação de valor em companhias listadas no Brasil

em especial no que tange à estrutura de capital e o formato de operação, o que causaria incompatibilidades ou dados não observáveis em algumas variáveis desta investigação.

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 onde o Q Tobin é maior ou igual a 10, totalizando 23 observações. O objetivo da exclusão destes dados se deve a eliminação dos *outliers*, este mesmo método foi utilizado por Acharya, Almeida e Campello (2007), e Villalonga e Amit (2009).

Também foram excluídas as observações em que não há presença de *blockholders* na estrutura de propriedade das empresas, pois como o objetivo deste estudo é de identificar o efeito da diversidade dos tipos de *blockholders*, tais observações perdem o sentido, estas somaram 697 observações.

Com isso, o número de empresas avaliadas foi de 240, com 1.202 observações, estes dados compõem a amostra final deste estudo. Demonstra-se na Tabela 1 a distribuição das observações pela diversidade dos tipos de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade das empresas.

Tabela 1 - Dados da Amostra

Diversidade de <i>Blockholders</i>	Número das Observações	Participação
1	659	54.82%
2	406	32.94%
3	120	9.73%
4 e 5	30	2.51%
TOTAL	1.202	100.00%

Fonte: Dados da pesquisa.

Os dados da Tabela 1 demonstram que 54.82% possuem até um tipo de *blockholder*, 32.94% dois tipos, 9.73% das observações possui três tipos, e 2.51% possui de quatro a cinco tipos. Percebe-se que a grande maioria das empresas possuem de um a dois tipos de *blockholders* apenas, não havendo grande diversidade de tipos de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade das empresas brasileiras.

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, quanto das preferenciais, foram coletados no software *Economática*® e no *site* da CVM, nos formulários de referência (FRs).

Em relação à identificação e classificação dos tipos de *blockholders* (fundos mútuos/*hedge*, fundos de previdência, corporações, instituições financeiras, fundações, investidor institucional individual, famílias e estatal) foi verificada tal informação através dos FRs no item controle acionário no portal eletrônico da CVM ou da BM&FBovespa. Salienta-se que para identificação final do *blockholder* investigou-se a estrutura de propriedade até a última instância informada pela CVM.

Para identificação em fundos mútuos/*hedge*, foram considerados os *blockholders* denominados como fundos de investimento, que não são relacionados com previdência

pública ou privada. Para identificação dos fundos de previdência, consideraram-se todos os *blockholders* denominados como fundos que possuem natureza de previdência pública ou privada, abertos ou fechados.

Para as corporações, consideraram-se empresas e companhias não financeiras as quais não se conseguiu chegar até os acionistas finais; para instituições financeiras considerou-se bancos e ou entidades de investimentos não tratados como fundos mútuos/*hedge* ou de previdência.

No caso das fundações, consideraram-se as entidades denominadas como fundações, para investidor institucional individual, considerou-se a participação de indivíduos sem relação familiar com o controlador. No caso da identificação do *blockholder* familiar, consideraram-se indivíduos com relação familiar com os controladores da empresa, para identificação da relação familiar utilizou-se o sobrenome dos controladores para esta associação.

Após a classificação dos *blockholders* realizada no site da CVM e da Ibovespa, para mensurar a diversidade presentes na estrutura de propriedade da empresa, contaram-se os diferentes tipos, conforme classificação já exposta e de acordo com o conceito base de *blockholder* dessa pesquisa.

As demais informações em relação às variáveis dependentes e de controle desta pesquisa foram coletadas do software *Econômica*® e nos FRs. No próximo tópico, abordam-se as definições e mensuração das variáveis operacionais da investigação.

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 os autores De-La-Hoz e Pombo (2016), e Volkova (2017), e o Retorno das ações, com base em Brown e Warner (1985) e Luiz, Nascimento e Pereira (2008).

Para o Q de Tobin testou-se o Q de Chung (1994) e o Q de Lee e Tompkins (1999), já para o cálculo dos retornos, testou-se o retorno anual, ajustados para proventos relativos à ação mais líquida da empresa entre Ação Ordinária (ON) e Ação Preferencial (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 calculou o retorno total sobre a variação no valor de mercado da empresa, (número de ações ON e PN multiplicado pelo valor da ação), neste caso sem ajuste de proventos.

Para definição da escolha das variáveis, realizou-se um teste de correlação entre as duas variáveis Q de Tobin e os dois retornos conjuntamente. 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, e o Q de Lee e Tompkins (1999) exige algumas variáveis a mais para cálculo, o que ocasionaria a perda de 41 observações da amostra.

Em relação aos retornos, o índice de correlação entre o retorno anual da ação mais líquida ajustada para proventos e o retorno total sem ajustes de proventos, também foi 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 baixa correlação justifica a utilização dessas duas métricas nesta pesquisa, pois embora ambas expressem a criação de valor ao acionista de uma empresa, elas não possuem alta correlação, mensurando a criação de valor de forma distinta.

As implicações dos tipos de *blockholders* na criação de valor em companhias listadas no Brasil

Em relação à classificação dos tipos de *blockholder* seguiu-se a classificação adaptada de Edmans (2014), Edmans e Holderness (2016) e Volkova (2017), onde os tipos de *blockholders* podem ser divididos em: fundos mútuos/*hedge*, fundos de previdência, corporações, instituições financeiras, investidores institucionais individuais, familiares, fundações e estatal.

Para mensuração da variável independente de diversidade de *blockholder* seguiu-se a premissa de Volkova (2017), utilizou-se a contagem dos diferentes tipos de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade da empresa, conforme a classificação.

Em se tratando das variáveis de controle tamanho, endividamento, tangibilidade, crescimento, idade, liquidez, setor, *beta* e ano de observação, seguiu-se os trabalhos de Volkova (2017), De-La-Hoz e Pombo (2016), Grando *et al.* (2016), Dou *et al.* (2014), Chen *et al.* (2015) e Konijn, Kräussl e Lucas (2011). No Quadro 2 são apresentadas as características das variáveis: nome, classificação, fórmula e explicação de cada métrica utilizada.

Quadro 2 - Definição das Variáveis

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 Pruit (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)
DIV	Variável Independente	Contagem da diversidade de <i>blockholders</i> presentes na estrutura de propriedade da empresa	Número contínuo que representa quantos tipos de <i>blockholders</i> fazem parte da empresa.	Volkova (2017)
Tamanho (TAE)	Variável de Controle	$Log(\text{Ativo})$	Tamanho da empresa.	De-La-Hoz e Pombo (2016), Grando <i>et al.</i> (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 <i>et al.</i> (2011)
Crescimento (CR)	Variável de Controle	(Valor da Receita Operacional Líquida em t / Valor da Receita Operacional Líquida em t-1) -1	Diferença entre a receita operacional do ano t com o ano t-1.	Chen <i>et al.</i> (2015)
Tangibilidade	Variável de	Ativo Imobilizado/Ativo	Valor do ativo	De-La-Hoz e Pombo

de (TG)	Controle		imobilizado dividido pelo ativo total.	(2016)
Idade (ID)	Variável de Controle	$\text{Log}(\text{Idade})$	Idade da empresa em relação a data de fundação.	Grando <i>et al.</i> (2016)
LIQUIDEZ (LI)	Variável de Controle	$100 * p/P * \text{sqrt}(n/N * v/V)$ $p = n^\circ$ de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação. $P = n^\circ$ total de dias do período. $n = n^\circ$ negócios com a ação. $N = n^\circ$ de negócios com todas as 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.	Economática®
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 <i>et al.</i> (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 fundamentação teórica citada.

Na próxima seção são utilizadas todas as variáveis do Quadro 2 para os procedimentos econométricos e definição dos modelos e das variáveis de análise.

3.4 PROCEDIMENTOS ECONOMETRÍCOS, DEFINIÇÃO DOS MODELOS, DAS VARIÁVEIS E RELAÇÕES ESPERADAS

A técnica de análise de dados utilizada foi a estimação por regressão linear múltipla, pelo método 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 para cada variável, que correspondem à investigação de cada hipótese desta pesquisa.

Cabe 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 heterocedasticidade e a autocorrelação utilizou-se o comando “*cluster*” no Stata, deste modo, usando erros-padrão robustos à heterocedasticidade e a autocorrelação e agrupados por empresa, conforme também realizado por Chen *et al.* (2015) e Bharath, Sudarshan e Venky (2013).

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 todas as demais variáveis do modelo convencional. Após, foram realizadas regressões desse

As implicações dos tipos de *blockholders* na criação de valor em companhias listadas no Brasil

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.

Testou-se também a inclusão do termo do erro da equação normal nas equações alternativas conforme explicitado; em nenhum dos casos o termo do erro da equação normal apresentou significância estatística nestas equações.

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 3, que apresenta os modelos por variável e por hipótese.

Quadro 3 - Modelos Aplicados para Testes das Hipóteses da Pesquisa

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

A Figura apresenta os modelos para investigação das hipóteses desta pesquisa. As variáveis são: Q de Tobin - (Q); Taxa de Retorno - (R); diversidade dos *blockholders* - DIV; 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: Elaborado a partir da literatura pesquisada e dos dados da pesquisa.

4 RESULTADOS

4.1 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

4.1.1 Estatística descritiva das variáveis dependentes em relação às independentes H_{1a}

A tabela 2 apresenta a estatística descritiva referente às variáveis dependentes da hipótese deste artigo: a diversidade dos tipos de *blockholder* na estrutura de propriedade da empresa influencia na criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.

Cabe ressaltar que as análises estão dispostas seguindo a relação das variáveis dependentes Q de Tobin - Q e Retorno - R com a variável independente da diversidade dos tipos de *blockholders* na estrutura de propriedade da empresa. A diversidade é de um a cinco tipos de *blockholders*, sendo que o tipo quatro e o cinco foram agrupados, em função do pequeno número de observações em ambos os casos.

Tabela 2 - Estatística Descritiva das Variáveis Dependentes H_{1a}

Hipótese	Variável Dependente	Variável Independente	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo	Nº Informações
H_{1a}	Q	1	1.11	1.10	0.81	9.22	0.01	659
		2	0.92	0.76	0.74	5.45	0.01	396

	3	0.78	0.70	0.59	4.65	0.01	117
	4 e 5	0.68	0.39	0.63	1.47	0.07	30
R	1	0.03	0.48	-0.03	3.23	-0.96	648
	2	0.02	0.51	-0.04	3.28	-0.94	395
	3	-0.03	0.41	-0.05	1.83	-0.81	116
	4 e 5	-0.11	0.32	-0.09	0.51	-0.66	30

1: um tipo de *blockholder* presente na estrutura de propriedade da empresa;
 2: dois tipos de *blockholder* presente na estrutura de propriedade da empresa;
 3: três tipos de *blockholder* presente na estrutura de propriedade da empresa;
 4 e 5: quatro e cinco tipos de *blockholder* presente na estrutura de propriedade da empresa.
 Fonte: Dados da Pesquisa.

Nota-se que, para ambas as métricas de criação de valor, quanto maior a diversidade de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade da empresa, menores são o Q e o R. Em relação ao desvio padrão, nota-se para o Q, que os valores médios maiores também apresentam maior variabilidade, para o R os desvios são semelhantes entre os grupos. Para a mediana, as informações seguem a ordem da média, com exceção das informações de três para quatro e cinco tipos de *blockholders* na variável Q.

Portanto, notam-se em ambas as análises descritivas, que quanto maior for a diversidade de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade, menor é a criação de valor gerada nas empresas. Neste sentido, a análise descritiva indica para interpretação que o efeito de uma maior diversidade de *blockholders* afeta negativamente o valor das empresas brasileiras.

4.1.2 Análise do modelo econométrico H_{1a}

Na tabela 3 são apresentados os resultados das estimativas das equações para o teste da hipótese principal do trabalho: H_{1a}. A diversidade dos tipos de *blockholder* na estrutura de propriedade da empresa influencia na criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto.

Tabela 3 - Resultados das Variáveis Q e R para H_{1a}

Classificação	Variáveis	Var. Dep.: Q		Var. Dep.: R	
		Coefficiente	t-Estatístico	Coefficiente	t-Estatístico
Variáveis Indep.	DIV	-0.12237	-4.029793***	-0.0247	-2.1216**
	TAE	-0.4681	-24.3241***	0.0074	0.43870
Variáveis de Controle	AL	-0.0042	-2.5967***	-0.0006	-0.20380
	CR	-0.0044	-0.1526	0.068	3.4205***
	TG	0.2925	0.9334	-0.0724	-1.34480
	ID	-0.2148	-3.7197***	0.0287	1.9542**
	LI	0.2548	2.5913***	0.0062	0.22440
	B	-0.0386	-3.0858***	-0.0297	-1.21450
Parâmetros do Modelo	N		1190		1189

As implicações dos tipos de *blockholders* na criação de valor em companhias listadas no Brasil

Efeito Ano	Sim	Sim
Efeito Setor	Não	Sim
Efeitos	Fixos	<i>Pooled</i>
R² Ajustado	0.1905	0.2116
Durbin Watson	1.749	1.734
Prob. (F-statistic)	0,00000	0,00000

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

Fonte: Dados da Pesquisa.

Em termos de Q, a variável independente DIV apresentou significância estatística nos resultados. A variável DIV indica que o aumento da diversidade de tipos de *blockholders* possui relação negativa com o valor das empresas, conforme o coeficiente beta (-0.12237); este resultado é estatisticamente significativo em 1%, conforme o *t-Estatístico* -4.029793.

Com relação às variáveis de controle, percebe-se significância estatística com relação positiva para a variável Q em liquidez (LI). Em contrapartida, as variáveis estatisticamente significantes com relação negativa para Q são: tamanho (TAE), endividamento (AL), idade (ID) e beta (B).

Em relação à variável R, a variável independente DIV apresentou resultado estatisticamente significativo. A variável DIV indica que o aumento da diversidade de tipos de *blockholders* possui relação negativa com o valor das empresas, conforme o coeficiente beta (-0.0247); este resultado é estatisticamente significativo em 5%, conforme o *t-Estatístico* --2.1216**.

Com relação às variáveis de controle, percebe-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.

4.2 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Os resultados gerais, tanto da análise descritiva, quanto do modelo econométrico, indicam que a diversidade de tipos de *blockholders* presentes na estrutura de propriedade das empresas brasileiras se relaciona negativamente com a criação de valor nas empresas.

Os argumentos teóricos que relacionam a diversidade dos tipos de *blockholders* negativamente com o valor da empresa são compostos basicamente por dois canais, conforme especificado no desenvolvimento da hipótese (tópico 2.2), conflito de interesses entre os *blockholders* e dificuldades de coordenação e comunicação entre estes agentes.

De acordo com Crane, Koch e Michenaud (2015), grupos de investidores não conectados dificultam a governança da empresa e prejudicam a criação de valor, além disso, o conflito de interesses desses diferentes grupos se sobressaem em relação à sinergia de seus diferentes conhecimentos no apoio à gestão.

Para Volkova (2017) os objetivos e interesses conflitantes podem fazer com que a diversidade de *blockholders* cause impacto negativo nas operações da empresa, seja por suas diferenças em suas crenças, horizontes, preferências ou tolerância ao risco, o que pode criar discrepâncias em seus pontos de vista sobre as políticas desejadas e, com isso, aumentar os conflitos internos na empresa.

Tendo em vista as particularidades brasileiras em relação à estrutura de propriedade, onde a maior parte das empresas possui um controlador definido, delimita-se ainda um terceiro canal explicativo. Verificou-se uma alta correlação (0,780) entre as variáveis participação acionária dos *blockholders* e a diversidade de tipos de *blockholders* presentes na

estrutura de propriedade. Essa alta correlação indica que as empresas que possuem mais tipos de *blockholders* são também as empresas em que estes apresentam uma maior participação acionária total.

Nestes casos os controladores terão menor participação acionária, já que grande parte do capital acionário está em posse dos *blockholders*, neste sentido pode haver um aumento de conflito, oriundo da maior diluição acionária do controlador, que pode estar atrelada inclusive aos maiores incentivos que estes possuem em expropriar, quando o seu capital acionário e, conseqüentemente, os seus direitos ao fluxo de caixa são diluídos.

Nessa lógica da diluição do capital acionário, Anderson e Reeb (2003) descrevem que, com a propriedade substancial dos direitos de fluxo de caixa, empresas com controladores definidos podem ter incentivos para tomar ações para se beneficiar à custa do desempenho da própria empresa, expropriando os demais acionistas, já que grande parte dessa conta não será paga pelo controlador e, sim, pelos demais acionistas. Estas ações de expropriação podem inflamar os conflitos internos entre os diferentes tipos de *blockholders* e seus diferentes estilos de gestão.

Outra questão importante a ser considerada é que, conforme o controlador dilui seu capital acionário entre os *blockholders*, podem crescer os conflitos entre os diferentes tipos de *blockholders* para tomar espaço no quadro societário da empresa e no papel da gestão; esse conflito pelo poder pode trazer conflitos internos, tendo em vista os diferentes estilos de gestão, atrapalhando o desenvolvimento da empresa.

Tem-se alguns exemplos práticos no Brasil de conflitos entre diferentes tipos de acionistas ou de dificuldades de comunicação entre os acionistas, esses problemas são mais propensos em empresas em que a participação acionária é de fato mais diluída entre vários acionistas, como é o caso da Brasil Foods (BRF), Oi e Saraiva, sustentando o argumento anterior. (RAGAZZI, 2016, GROSSMANN, 2017, DRSKA, 2019).

Contudo, infere-se que o impacto negativo da variável DIV, seja pelos conflitos de interesse dos acionistas ou pelos problemas de comunicação, é intensificado à medida que aumenta a diluição acionária do controlador; essa pulverização acentua os conflitos de interesse e os problemas de comunicação entre os *blockholders*.

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, como sua relação com o valor da empresa, com a lucratividade, com a alavancagem, com o investimento e com o risco, e variáveis do mercado financeiro, como liquidez e informatividade de preços.

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 implicações da diversidade dos tipos de *blockholders* na criação de valor em empresas de capital aberto listadas no Brasil.

Para resolução do objetivo deste estudo, a amostra foi constituída por empresas brasileiras abertas, não financeiras, cujos dados estão disponíveis na Economática®, totalizando 240 empresas, com 1.202 observações. Os dados se referem ao período de 2010 a 2016. Metodologicamente, 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 expostos nesta pesquisa demonstram que a diversidade de *blockholders* é relacionada negativamente com o valor das empresas brasileiras. Os objetivos e interesses conflitantes e os problemas de comunicação entre os diferentes tipos de *blockholders* são os argumentos teóricos utilizados para explicação dos resultados.

Ademais, percebeu-se que a pulverização acionária da empresa é relacionada com a diversidade, ou seja, as empresas com estrutura de propriedade mais pulverizadas possuem mais tipos de *blockholders* presentes em sua estrutura, deste modo, salienta-se que a pulverização atrelada a muitos tipos de *blockholders* acentua os conflitos de interesse e os problemas de comunicação, seja pela condição de expropriação do controlador, seja pelos eventuais conflitos dos diferentes tipos de *blockholders* para assumir a gestão da empresa.

Os resultados deste estudo permitem avanços para a literatura nacional e internacional sobre o tema, demonstrando que a diversidade de *blockholders* relaciona-se negativamente com o valor das empresas, e que a pulverização acionária das empresas, somada a entrada de diferentes tipos de acionistas com participação relevante no quadro societário (*blockholders*), acentua os conflitos entre os acionistas, tendo em vista os diferentes estilos de gestão.

A despeito dos resultados evidenciados, a pesquisa possui algumas limitações. Uma das limitações está na identificação dos tipos de *blockholders*, já que o endereço eletrônico da CVM e da Bolsa brasileira (B3) muitas vezes não leva até o proprietário final. Para suprir esta limitação, consultou-se também em portais de busca o nome das empresas para rastrear o proprietário final.

As limitações também se referem às modelagens, 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*” ao final dos modelos 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 qualitativa, 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* com outras métricas relacionadas a finanças e contabilidade, como dividendos, estrutura de capital, custo de capital, liquidez das ações, gerenciamento de resultados e políticas de investimentos.

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. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2007.04.001>
- 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. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp037>
- ADMATI, A. R.; PFLEIDERER, P.; ZECHNER, J. *Large shareholder activism, risk sharing, and financial mark*. *The Journal of Political Economy*, v. 102, n. 6, p. 1097, 1994.

- ALVAREZ, R.; JARA, M.; POMBO, C. *Do institutional blockholders influence corporate investment? Evidence from emerging markets*. Documento CEDE 2017-57, 2017. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3048016>
- 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. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>
- BARCLAY; M J.; HOLDERNESS; C. G. *Private benefits from control of public corporations*. **Journal of Financial Economics**, v. 25, n. 2, p. 371-395, 1989. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90088-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90088-3)
- BORTOLON, P.; LEAL, R. P.C. *Dual-class unifications and corporate governance in Brazil*. **Emerging Markets Review**, v. 20, p. 89-108, set., 2014. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2014.06.003>
- BHARATH, S. T.; SUDARSHAN, J.; VENKY, N. *Exit as governance: an empirical analysis*. **Journal of Finance**, v. 68, n. 6, jun., p. 2515-2547, 2013. <https://doi.org/10.1111/jofi.12073>
- BRASIL. **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/16404compilada.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, mar., 1985.
- CHEN, Y., S; RHEE, G.; VEERARAGHAVAN, M.; ZOLOTROY, L. *Stock liquidity and managerial short-termism*. **Journal of Banking & Finance**, v. 60, p. 44-59, nov., 2015. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.07.007>
- CRANE, A.; KOCH, A.; MICHENAUD, S. **Institutional investor networks and governance mechanisms**. 2015 Disponível em: <https://cba.unl.edu/academicprograms/departments/finance/about/seminar-series/documents/Michenaud.pdf>. Acesso em: 29 mar. 2018.
- CRONQVIST; H.; FAHLENBRACH; R. *Large shareholders and corporate policies*. **Review of Financial Studies**, v. 22, n. 10, p. 3941 - 3976, out., 2009. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn093>
- CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. *A simple approximation of Tobin's Q*. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994. <https://doi.org/10.2307/3665623>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2015.12.001>
- DOU, Y.; OLE-KRISTIAN, H.; WAYNE, B. T. PRICE; M. F. **Blockholder exit threats and financial reporting quality**. *Working in Paper*. 2014. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id. Acesso em 28 mar. 2018.
- DRSKA, M. Para onde vai a BRF? **Revista Isto é Dinheiro**. Edição 1158, 15. fev. 2019. Disponível em: <https://www.istoedinheiro.com.br/para-onde-vai-a-brf-2/> Acesso em: 20 abr. 2020.

As implicações dos tipos de *blockholders* na criação de valor em companhias listadas no Brasil

- EDMANS, A. *Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia*. *Journal of Finance*, v. 64, n. 6, p. 2481-2513, 2009. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01508.x>
- EDMANS, A. *Blockholders and corporate governance*, 1-48. *Working in Paper*, 2014. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2285781>. Acesso em: 28 mar. 2018.
- EDMANS, A.; MANSO, G. *Governance through trading and intervention: a theory of multiple blockholders*. *Review of Financial Studies*, v. 24, n. 7, p. 2395-2428, 2011. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq145>
- EDMANS, A.; HOLDERNESS, C. G. *Blockholders: a survey of theory and evidence*. *Working in Paper*, 2016. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2820976. Acesso em: 02 set. 2016.
- GERKEN, W. C. *Blockholder ownership and corporate control: the role of liquidity*. *Quarterly Journal of Finance*, v. 4, n. 1, p. 1450003.1-36, 2014. <https://doi.org/10.1142/S2010139214500037>
- GRANDO, T. **Blockholders e a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto**. 138 fl. 2018. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis), Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS.
- GRANDO, T.; MACHADO, D.; 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. <http://dx.doi.org/10.4025/enfoque.v35i2.30016>
- GROSSMANN, L. V. **Desacertos entre acionistas e credores da Oi acendem sinal vermelho na Anatel**. Editora Convergência Digital. Edição 28 set. 2017. Disponível em: <https://www.convergenciadigital.com.br/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?UserActiveTemplate=site&inford=46367&sid=8> Acesso em: 20 abr. 2020.
- HADLOCK, C. J.; SCHWARTZ-ZIV, M. *Blockholder heterogeneity, multiple blocks, and the dance between blockholders*. *Working in Paper*. 2017. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2894688. Acesso em: 25 ago 2017.
- HOFFMAN, L. R.; MAIER, F. *Quality and acceptance of problem solutions by members of homogeneous and heterogeneous groups*. *The Journal of Abnormal and Social Psychology*, v. 62, n. 2, p. 401-407, 1961. <https://psycnet.apa.org/doi/10.1037/h0044025>
- HOLDERNESS, C. G. *The myth of diffuse ownership in the united states*. *Review of Financial Studies*, v. 22, n. 4, p. 1377-1408, 2009. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm069>
- HONG, L.; PAGE, S. E. *Groups of diverse problem solvers can outperform groups of high-ability problem solvers*. *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*, v. 101, n. 16, p. 16385-16389, 2004. <https://doi.org/10.1073/pnas.0403723101>
- HOSKISSON, R. E.; HITT, M. A.; JOHNSON, R. A.; GROSSMAN, W. *Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies*. *Academy of Management Journal*, v. 45, n. 4, p. 697-716, ago., 2002. <https://doi.org/10.5465/3069305>
- HUANG, J. *Coordination costs and institutional investors: evidence from the market for corporate control*. *Working in Paper*. 2016. Disponível em: <http://portal.idc.ac.il/en/main/research/caesareacenter/annualsummit/documents/as12->

[5.pdf](#). Acesso em: 15 jun. 2019.

- KONIJN S. J. J.; KRÄUSSL, R.; LUCAS, A. *Blockholder dispersion and firm value*. **J. Corp. Finance**, v. 17, n. 5, p. 1330-39, 2011. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.06.005>
- LA EVEN, L.; LEVINE, R. *Complex ownership structures and corporate valuations*. **Review of Financial Studies**, v. 21, n. 2, p. 579-604, abr., 2008. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm068>
- 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. <https://doi.org/10.2307/3666114>
- 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 [...]** USP: São Paulo, 2008.
- MILLER, E. M. *Risk, uncertainty, and divergence of opinion*. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 4, p. 1151-1168, 1977. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03317.x>
- 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. <https://doi.org/10.1111/jofi.12393>
- NORLI, Ø.; CHARLOTTE, O.; IBOLYA, S. *Liquidity and shareholder activism*. **Review of Finance Studies**, v. 28, n. 2, p. 486-520, out., 2014. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu070>
- PROCIANOY, J. L. O processo sucessório e a abertura de capital nas empresas brasileiras: objetivos conflitantes. **Revista de Administração de Empresas**, v. 34, n. 4, p. 74-84, 1994. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75901994000400009>
- RAGAZZI, A. P. **Revista Exame**. Edição 30 jun. 2016. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/revistaexame/edicoes/1115/noticias/o-mais-badalado-defensor-de-acionistas-minoritarios>. Acesso em: 10 set. 2016.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. *Large shareholders and corporate control*. **J. Polit. Econ.**, v. 94, n. 3, p. 461-488, 1986.
- 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, p. 3047-3091, ago., 2009. Disponível em: http://people.stern.nyu.edu/bvillalo/VillalongaAmit_RFS2009.pdf. Acesso em: 18 jun. 2016.
- 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.