

EFEITOS DA VINCULAÇÃO DO VOTO DOS CONSELHEIROS AO ACORDO DE ACIONISTAS NO VALOR DA FIRMA: EVIDÊNCIAS DE EMPRESAS BRASILEIRAS

(word count: 7.624 – sem referencias)

RESUMO

Este artigo tem como objetivo analisar o efeito das cláusulas que vinculam o voto dos conselheiros ao acordo de acionistas no valor da firma. A partir uma base de dados de 181 empresas listadas nos segmentos especiais da BM&FBovespa entre os anos de 2008 e 2012, analisamos o efeito da inclusão de cláusulas genéricas e específicas de vínculo de voto no valor das empresas. Verificamos um efeito negativo do acordo de acionistas no valor da firma, este efeito é mais negativo na presença de cláusulas genéricas e menos negativo na presença de cláusulas específicas de vínculo de voto ao acordo de acionistas. Estes resultados são consistentes mesmo controlando pela endogeneidade da decisão pelo acordo de acionistas. Assim, os resultados apontam para um “efeito entrenchamento” dos acionistas de controle no uso dos acordos de acionistas como mecanismo de compartilhamento de controle e voto. Este artigo contribui para a literatura em governança e finanças corporativas ao revelar práticas que enfraquecem a atuação de um dos principais pilares de governança, o conselho de administração.

PALAVRAS-CHAVE: Acordos de acionistas, cláusula vinculante, valor da firma, Novo Mercado

ABSTRACT

This study analyzes the effect of shareholders’ agreement binding provisions on firm value. Using an database of 181 publicly listed firms from the special segments of the BM&FBovespa, between 2008 and 2012, we analyze the effect of the inclusion of generic and specific clauses into the shareholder agreement bind director’s vote to the agreement on firm value. The results indicate a negative effect of the shareholders’ agreement on firm value. This effect is more negative in the presence of generic clauses and less negative in the presence of specific clauses, even after controlling for the endogeneity of the shareholders’ decision to adopt shareholder agreements. The results allow us to conclude that controlling shareholders use the shareholder agreements as a mechanism to enhance control at the expense of firm value (“entrenchment effect”). This article contributes to the literature on governance and corporate finance to reveal practices that weaken the role of one of the main pillars of governance, the board of directors. This paper contributes to the literature on corporate governance and finance showing that there are governance practices that weaken the role of the board of directors.

KEY-WORDS: Shareholder agreements, binding provisions, firm value, Novo Mercado

INTRODUÇÃO

A partir das crises financeiras de 1998 vividas pela Rússia, Ásia e Brasil o mundo viveu a experiência de que os atos das grandes corporações são capazes de afetar economias inteiras, como de fato ocorreu de todo o sistema financeiro mundial ter sofrido abalo em sua estabilidade por questões de fragilidades nas práticas de governança corporativa (CLAESSENS, 2006).

Berle e Means (1932) e Jensen e Meckling (1976) colocam no centro desta discussão a separação entre propriedade e controle das empresa, assumindo que o problema central da governança corporativa está na relação entre a estrutura de propriedade e os conflitos de interesse na alta gestão da empresa. Estudos empíricos em diferentes países tentam explicitar quais são e como se resolvem estes conflitos. Nos Estados Unidos e Reino Unido o problema de governança está relacionado ao conflito entre acionistas minoritários e administradores, onde a estrutura de propriedade é dispersa e os investidores institucionais são mais recorrentes (COFFEE, 2001). Por outro lado, o problema fundamental da governança corporativa em países Emergentes, incluindo o Brasil, e na maior parte do mundo é diferente do observado nos países Anglo-Saxões (CLAESSENS, DJANKOV e LANG, 2000; FACCIO e LANG, 2002; LA PORTA e outros, 1999). Nestes países, a estrutura de propriedade de companhias abertas é mais concentrada e, em geral, elas possuem um acionista majoritário, muitas vezes um indivíduo ou família, que detém a maioria dos direitos de voto da empresa. Por exemplo, no Brasil, as empresas listadas na BM&FBovespa possuem, em sua maioria, acionistas majoritários detentores da maioria do capital votante (AGUILERA e outros, 2012; ALDRIGUI e MAZZER-NETO, 2007; ALDRIGUI e POSTALI, 2010; LEAL e CARVALHAL-da-SILVA, 2007), onde o principal problema de governança diz respeito ao conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários.

Um dos mecanismos utilizados para aumentar o poder de controle dos acionistas é o acordo de acionistas (LA PORTA e outros 1999). O acordo de acionistas constitui um contrato celebrado entre acionistas de determinada empresa visando a conciliação de interesses individuais e o estabelecimento de normas de atuação na sociedade (EIZIRIK, 2011). Em geral, estes acordos são uma tentativa dos acionistas para efetivamente controlar as decisões e a gestão da empresa. Embora, é claro, os acionistas exerçam sua participação na administração por meio do voto nas assembleias gerais, os acordos de acionistas servem para compor interesses de acionistas que, por si só, não poderiam influir nos destinos da companhia (WRIGHT, 1971). Por exemplo, por meio de um acordo de voto os acionistas convenientes obrigam-se a votarem em bloco, seja a favor ou contra uma determinada deliberação assemblear, ou para estabelecer que seus membros votarão em conjunto para eleger o conselho de

administração. Ou ainda, os acionistas podem celebrar um acordo de controle que congrega os acionistas que, em conjunto, passam a deter a quantidade de ações votantes que lhes assegurem o poder de eleger a maioria dos administradores.

Este acordos tem um papel importante na governança de empresas em diversos países, incluindo os Estados Unidos e países Europeus (BAGLIONI, 2010; CHEMLA, HABIB e LJUNGVIST, 2007). Na Europa, Capresse, Clerc e Becht (2007) evidenciam que o acordo de acionistas é utilizado em 14% das empresas, das 464 companhias analisadas, como mecanismo para alcançar o poder controle. Os países onde os acordos de acionistas são mais frequentes são: Bélgica (31% da empresas), Itália (23%), França (18%) e Espanha (13%). GOMES e NOVAES (2006) reportam que, de uma amostra aleatória de 115 companhias abertas americanas, 46% apresentam acordos de acionistas referentes a poder de veto, acordos de voto, e controle do conselho de administração. No Brasil, Gorga e Gelman (2012) e Carvalhal-da-Silva (2012) reportam o crescente uso deste mecanismo em empresas brasileiras.

Estas diferenças nas estruturas de propriedade, e seus mecanismos de controle, observadas em diversos países tem duas implicações importantes para a governança corporativa. Por um lado, em empresas com capital pulverizado, por causa de problema de ação coletiva, os minoritários não tem incentivos para coletar informações e supervisionar os administradores. Uma maneira de reduzir a assimetria de informação entre *insiders* e *outsiders* e melhorar a governança corporativa é assegurar que uma empresa tenha, pelo menos, um acionista majoritário. Este acionista, com uma fração substancial da propriedade e controle, teria incentivo, para suportar os custos econômicos do monitoramento, e poder, para disciplinar os administradores. Por outro lado, uma alta concentração de propriedade (e controle) nas mãos de um único acionista (ou um pequeno grupo de acionistas), leva a outro problema, o conflito de interesses entre acionistas minoritários e majoritários são mais pronunciados (MORCK, WOLFENZON e YEUNG, 2005; YOUNG e outros, 2008).

Neste contexto, o conselho de administração, por sua função de monitoramento e fiscalização da gestão das companhias, é considerado um mecanismo central de boa governança corporativa capaz de mitigar as fragilidades do processo de administração de uma companhia (ENRIQUES e VOLPIN, 2007). Para cumprir este papel, contudo, é relevante que o conselho possa agir de forma profissional, técnica, livre de influências, portanto, independente. Caso as empresas tenham uma estrutura de propriedade dispersa ou sejam controladas por um acionista majoritário, o perigo é que o conselho de administração, em vez de representar os interesses da empresa (e, portanto, também dos acionistas minoritários), tenha vínculos estreitos com a administração (ou com o acionista majoritário) com o qual interagem com regularidade, perdendo sua independência, quando sua função é monitorá-los.

No Brasil, embora a legislação vigente crie para o membro do conselho de administração o dever de independência, permite, ao mesmo tempo, paradoxalmente, que acionistas se componham contratualmente por meio de acordos de acionistas (AAs) no sentido de coordenar não apenas seu voto, como também o voto dos conselheiros por eles eleitos no âmbito desses acordos.

Assim, o objetivo deste artigo é avaliar se a existência de cláusulas vinculantes do voto dos conselheiros ao acordo de acionistas condicionam o desempenho das empresas listadas nos segmentos especiais da BM&FBovespa, com base no seu valor de mercado. Para isso, analisamos o efeito dos acordos de acionistas no valor das empresas. Neste aspecto, este estudo se assemelha ao de Carvalhal-da-Silva (2012). Enquanto Carvalhal-da-Silva (2012) desenvolve um índice para medir o grau de proteção ao investidor proporcionado pelos acordos e seu impacto no valor da firma, nosso trabalho parte da relação entre acordo de acionista e valor da firma e estende a análise para capturar o efeito moderador da presença de cláusulas de vínculo do voto do conselho (BARON e KENNY, 1986).

Ao analisar o efeito da presença de cláusulas vinculantes genéricas e específicas dos acordos de acionistas no valor da firma pretendemos avaliar empírica e economicamente o impacto da revisão da legislação brasileira que, a partir de 2001, permitiu o uso destes mecanismos de governança e, desta forma, contribuir para o debate jurídico sobre a eficácia deste ordenamento para o mercado de capitais.

O trabalho está organizado da seguinte maneira. A seção seguinte traz uma revisão da literatura sobre AAs e apresenta as hipóteses de estudo. Na sequência, detalhamos a metodologia utilizada, bem como descrevemos amostra e as variáveis utilizadas, cujos resultados são apresentados na seção seguinte. Finalmente, discutimos os resultados e concluímos apresentando algumas implicações, limitações e sugestões para estudos futuros.

REVISÃO DA LITERATURA E HIPÓTESES

O contexto jurídico brasileiro dos acordos de acionistas

No Brasil, desde 1976, com o advento do marco regulatório representado pela Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/76, LSA), o formato de gestão de uma companhia de capital aberto se divide em três instâncias políticas: a assembleia de acionistas, o conselho de administração e a diretoria. Mais ainda, nas companhias de capital aberto essa tripartição de poderes é compulsória pelo que, no Brasil, não existe companhia de capital aberto sem conselho de administração.

A intenção dos legisladores quando da criação compulsória do conselho de administração nas companhias de capital aberto era de garantir a representatividade da assembleia de acionistas neste órgão, que é a maior instância administrativa de uma companhia (Exposição de motivos nº196, de

24/6/1976, Ministério da Fazenda). Por outro lado, e ainda no mesmo sentido de promover a proteção do investidor minoritário, a LSA atribuiu, ao conselho de administração, além de outros deveres que não são objeto deste estudo, o dever de independência. Assim, de acordo com a lei, os membros do conselho de administração devem agir sempre no interesse da companhia, e não em defesa de qualquer outra parte interessada, nem mesmo seus eleitores.

Ocorre que a mesma LSA que cria a obrigatoriedade de um órgão de gestão independente, confere aos acionistas de uma companhia a oportunidade de alinharem seu voto, e, mais ainda, de determinarem o voto dos administradores por eles eleitos, por meio de Aas.

Desde sua origem, em 1976, a LSA já dispunha que os Aas que versassem, entre outros temas, sobre exercício do direito de voto, deveriam ser observados quando arquivados na sede das sociedades. Contudo, a LSA não tratava explicitamente da possibilidade dos votos dos membros do conselho de administração serem vinculados à decisão prévia dos acionistas partes dos Aas. Em 2001, a atuação do conselho de administração foi profundamente impactada pela reforma da LSA, por meio da introdução de dois parágrafos específicos (§§ 8º e 9º no artigo 118) que, para dar mais força executiva e eficácia aos acordos de acionistas, tornou obrigatória a observação dos Aas pelos administradores das companhias. Em particular, estes novos parágrafos determinam que: (a) o membro do conselho de administração, eleito por partes de um acordo de acionistas, que eventualmente discordar de uma decisão tomada previamente e, assim, votar de forma divergente da indicada pelo grupo signatário do acordo, não terá seu voto computado pelo presidente do conselho (§8º), e (b) assegurar à parte prejudicada – pela falta do voto do acionista ou conselheiro que se ausentar ou se abster – o direito de votar por aquele que faltou ou se absteve (§9º).

Assim, não apenas o voto divergente do membro do conselho não pode ser computado, como também outro membro, eleito pelo mesmo grupo de acionistas partes do AA, terá o direito de votar em seu lugar. Com esses dispositivos legais o sistema normativo consolidou a força vinculante dos AAs, e trouxe à tona o debate entre compatibilidade do dever de independência e a vinculação dos administradores a acordos de acionistas.

Do ponto de vista jurídico, existem duas interpretações acerca do efeito deste potencial paradoxo entre dever de independência e vinculação de voto. Por um lado, existem autores que argumentam que o dever de independência se compatibiliza com a vinculação de voto dos administradores porque o acordo de controle atende ao interesse social, pelo que a vinculação dos administradores ao exercício do voto em atendimento ao interesse social está plenamente de acordo com seu dever de independência (ARAGÃO, 2002; PEDREIRA, 2002; EIZIRIK, 2003; CARVALHOSA, 2009, 2011).

Por outro lado, estão os que entendem que a razão para compatibilizar os dois dispositivos encontra fundamento em uma interpretação sistemática da lei e que, por considerarem inabalável o dever de independência, entendem que os administradores tem seu voto vinculado ao acordo de acionistas, mas mantém sua independência para contrariar tal obrigação sempre que entenderem que seu cumprimento contraria o interesse social (ADAMEK, 2009; CERZETTI, 2010; SALOMÃO FILHO, 2006; WALD, 2001, 2002a, 2002b).

Este debate se reparte, ao final, em três grupos doutrinários: (i) os que entendem que não há incompatibilidade entre os respectivos dispositivos legais porque, em suma, o interesse do grupo de controle é o próprio interesse social e, assim, atende-lo nada mais é do que o dever dos administradores; (ii) os que entendem que não há incompatibilidade porque não tendo sido revogado o dever de independência, o administrador, mesmo quando vinculado a acordo de acionistas, pode resistir ao dever de dar cumprimento ao acordo em nome do referido dever de independência; e (iii) os que entendem que os dois dispositivos são incompatíveis e que a introdução dos §§ 8º e 9º no artigo 118 da LSA criou uma regra que compromete o dever de independência (BOCATER e CAMARGO, 2001; FRANCO, 2001; TOLEDO, 2002).

Mas qual seria o efeito econômico desse debate jurídico?

O efeito econômico dos acordos de acionistas e cláusulas vinculantes

Desde uma perspectiva econômica da governança corporativa, Hart (1995) argumenta que um problema de governança em companhias abertas emerge quando existe um problema de agência (um conflito de interesses entre o “principal” - os acionistas – e o “agente” – os administradores) que não podem ser resolvidos por meio de um contrato. Berle e Means (1932) e Jensen e Meckling (1976) discutem que, para resolver estes conflitos de interesses, as empresas incorrem em custos, e definem os custos de agência como a soma dos custos de monitoramento das atividades do agente pelo principal, os custos de elaboração do contrato entre o agente e o principal e perda residual decorrentes das decisões do agente contrárias aos interesses do principal.

Assim, os mecanismos de governança corporativa foram desenvolvidos para minimizar estes custos de agência. Em particular, tendo em conta que os acionistas minoritários têm pouco incentivo para monitorar a administração; autores têm sugerido que, para melhorar corporativa governança de uma empresa, bastaria a presença de um acionista majoritário (HART, 1995; SHLEIFER e VISHNY, 1986). Na prática, vários estudos mostram uma significativa concentração de propriedade e a existência destes acionistas majoritários na Alemanha (FRANKS e MAYER, 2001), no Japão (BERGLÖF e

PEROTTI, 1994), na Europa (FACCIO e LANG, 2002), em países Asiáticos (CLAESSENS e outros, 2000), em economias em desenvolvimento (LA PORTA e outros, 1999) e, mesmo no Brasil (AGUILERA e outros, 2012; ALDRIGUI e MAZZER-NETO, 2007; ALDRIGUI e POSTALI, 2010; LEAL e CARVALHAL-da-SILVA, 2007).

No entanto, um acionista majoritário pode não ter os incentivos necessários para monitorar a administração uma vez que o custo de monitoramento é suportado somente por ele enquanto que os benefícios são aproveitados por todos acionistas (GROSSMAN e HART, 1980). Ou ainda, um acionista majoritário pode usar seu poder para melhorar a sua posição às custas de outros acionistas, dando origem a outro problema de agência relacionados com o conflito de interesses entre os acionistas minoritários e majoritários (BURKART, GROMB, e PANUNZI, 1997).

Assim, por meio de um acordo de acionistas, uma nova estrutura de governança surge na qual múltiplos acionistas podem desfrutar os benefícios privados e os acionistas minoritários não necessitam contar com a boa-fé de um único acionista controlador que cuide de seus interesses. Desde uma perspectiva econômica de governança corporativa, os acordos de acionistas podem apresentar duas consequências fundamentais.

Por um lado, o controle compartilhado pode aumentar o valor da empresas por duas razões. Primeiro, ao aumentar sua participação acionária na empresa os acionistas signatários passam a ter o poder e os incentivos econômicos para aumentar o valor da empresa e para monitorar o comportamento gerencial reduzindo custos de agência, o chamado “efeito dos incentivos” (CLAESSENS e outros, 2002; GOMES e NOVAES, 2006). Segundo, problemas de negociação coletiva entre os acionistas convenientes reduzem a possibilidade que o bloco de controle tome decisões que beneficiem ao grupo em detrimento dos minoritários (GOMES e NOVAES, 2006). Assim, propõe-se:

Hipótese 1a. *Os acordos de acionistas tem um efeito positivo no valor da empresas (“efeito incentivos”).*

Por outro lado, este aumento do poder de controle pode levar a uma série de outros problemas de agência, sobretudo aqueles relacionados com a divergência de interesses entre majoritários e minoritários, onde os acionistas signatários do AAs podem extrair benefícios privados de controle em detrimento dos acionistas minoritários, o “efeito entrincheiramento” (MORCK, WOLFENZON, YEUNG, 2005).

Em particular, em economias onde a proteção ao investidor é menor, como no caso do Brasil, o prêmio de controle é maior (DJANKOV e outros, 2008), sinalizando que, de alguma forma, o mercado

precifica algum benefício privado de controle que não poderia ser aproveitado por todos os acionistas. Assim, a existência dos conflitos de agência e dos altos benefícios privados de controle nas companhias abertas brasileiras nos impede de assumir que os acordos de acionistas estarão sempre de acordo com o interesse social da companhia (e, por consequência, dos minoritários).

Ainda que existam instituições e leis que protejam os minoritários, como em países desenvolvidos, a possibilidade de expropriação do acionista majoritário por vias legais é, não somente possível, mas real (JOHNSON e outros, 2000). Johnson e outros (2000) citam que a “expropriação legal” pode ocorrer sob diversas formas, incluindo: preços de transferência favorecendo o acionista (ou bloco) controlador, a transferência de ativos entre empresas coligadas, aquisições a preços divergentes dos preços de mercado, e garantias de empréstimos usando os ativos da companhia; sendo a mais comum a diluição das ações dos minoritários.

Estes autores identificam ainda que, em países nos quais a origem legal é baseada no direito civilista romano, a expropriação dos acionistas minoritários pelo controlador (ou bloco de controle) é, muitas vezes, vista como consistente com os deveres fiduciários dos administradores, sobretudo quando envolve empresas de um mesmo grupo econômico. Assim, uma atividade de expropriação é analisada à luz de sua conformidade com os estatutos da companhia, e não com base na equidade entre os acionistas controladores e minoritários. Neste contexto, os acordos de acionistas podem ser interpretados como mecanismos dos acionistas controladores em aumentar os benefícios privados de controle. Ante o exposto, propõe-se:

Hipótese 1b. *Os acordos de acionistas tem um efeito negativo no valor da empresas (“efeito entrincheiramento”).*

A análise anterior pressupõe que os acordos de acionistas, por si só, poderiam ter algum efeito, positivo ou negativo no valor das empresas. Entretanto, ainda que necessária, esta análise não seria suficiente para identificar o efeito no valor das empresas uma vez que podem haver cláusulas que facilitem ou reduzam os benefícios privados de controle dos controladores.

Por exemplo, em ambientes institucionais de baixa proteção aos minoritários, os acionistas podem lançar mão de cláusulas que vinculem, *ex-ante*, os votos e decisões dos acionistas signatários e, mais ainda, dos administradores e conselheiro. Enrique e Volpin (2007) demonstram que o vínculo de voto dos acionistas e administradores em empresas europeias servem como instrumentos para aumentar o poder de controle sem relação direta com benefícios aos minoritários. Mais ainda, como resultado

destas práticas, na Itália, em 1998, uma reforma regulatória (“*Dragui Law*”) passou a restringir o uso de cláusulas de vínculo de votos

No Brasil, a partir da revisão da lei das S.A., em 2001, a legislação permite aos acionistas signatários de um acordo de acionistas vincular ao acordo, de forma indiscriminada e universal (“genérica”), o voto dos acionistas e administradores por ele indicados nas decisões colegiadas da empresa. Tal vinculação esvazia o poder-dever de independência dos conselheiros para tomarem as decisões segundo seu dever fiduciário para com o interesse social da companhia, portanto impedindo aqueles conselheiros vinculados ao acordo de acionistas de monitorar a administração mas, agora, exercendo-a em nome dos acionistas signatários.

Desta forma, o poder de controle e, sobretudo, o poder sobre as decisões dos conselheiros (voto), que permite determinar as estratégias das empresas tais como políticas de dividendos, investimentos, alocação de capital, entre outras, que finalmente afetam o valor da companhia, podem ser tomadas em detrimento da maximização do valor da companhia mas para atender os benefícios privados os acionistas signatários, o que nos leva à seguinte hipótese:

Hipótese 2. *Com a presença, no acordo de acionistas, de cláusulas que vinculam os votos dos conselheiros de forma indiscriminada (“vínculo genérico”), o efeito positivo (negativo) do acordo de acionistas no valor da firma será menos positivo (mais negativo) (“efeito entrincheiramento”).*

Finalmente, a própria lógica do acordo de acionistas pressupõe a existência de cláusulas que o regulem e, neste sentido, cabe analisar, em particular, a que vincula o voto dos acionistas signatários e os conselheiros por eles nomeados, a matérias específicas, relevantes e extraordinárias, expressamente previstas no acordo.

Considerando que o acordo de acionistas tem por objetivo compor interesses individuais e o estabelecimento de normas de atuação na sociedade, a vinculação específica de voto, *ex-ante*, sobre matérias relevantes, visa eliminar incertezas, *ex-post*, oriundas da renegociação de temas que, em princípio, definiram o objeto do acordo. Neste sentido, a corte nova-iorquina no Caso *Manson versus Curtis*, postulou “os acionistas têm o direito de combinar seus interesses e poderes de voto para assegurar o controle e para garantir a adoção e adesão a estes interesses de políticas e decisões específicas relacionadas ao negócio” (WRIGHT, 1971: 502)

Chemla e outros (2007) argumentam que, num contexto de problemas de agência e de risco moral dinâmico onde os contratantes – acionistas - possam renegociar todas as situações futuras, o

vínculo de voto em matérias específicas permite uma alocação eficiente dos investimentos dos acionistas signatários no momento de assinatura do acordo (*ex-ante*). Isto se dá pela simples restrição de um processo de renegociação custoso à empresa e aos acionistas. Assim, na ausência desta cláusulas, o valor dos investimentos na data do acordo estariam distorcidos pela possibilidade irrestrita de renegociações que visem o benefício particular de partes isoladas do acordo de acionistas no futuro, o que nos leva a seguinte hipótese:

Hipótese 3. *Com a presença, no acordo de acionistas, de cláusulas que vinculam os votos dos conselheiros forma específica a matérias extraordinárias previstas no próprio acordo (“vínculo específico”), o efeito positivo (negativo) do acordo de acionistas no valor da firma será mais positivo (menos negativo) (“efeito incentivo”).*

Em resumo, propomos que os acordos de acionistas podem ter como objetivo trazer para o grupo de controle um investidor que, sendo parte no acordo, possa monitorar os majoritários em benefício de toda a comunidade de acionistas e, portanto, o acordo de acionistas terá um efeito positivo no valor da empresa (*H1a*). Por outro lado, o acordo de acionista pode também servir como facilitador para que as partes signatárias expropriem aos acionistas minoritários o que levaria a um efeito negativo do valor da firma (*H1b*). No entanto, esperamos que a presença de cláusulas de vínculo indiscriminado e universal (“genérico”) modere negativamente o efeito dos acordos de acionistas no valor da firma, enquanto que a presença de cláusulas de vínculo específico a matérias extraordinárias objeto do acordo moderem positivamente o efeito dos acordos de acionistas no valor da firma. Tais afirmações pode ser visualizadas na Figura 1.

Inserir Figura 1

DADOS, VARIÁVEIS E METODOLOGIA

Com a finalidade de analisar o efeito da vinculação dos votos dos conselheiros aos AAs no valor das empresas listadas nos segmentos especiais da BM&FBovespa (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1), utilizamos dados das 181 empresas listadas nestes segmentos especiais no ano de 2012. As informações sobre as cláusulas dos AAs foram obtidas diretamente da análise destes acordos, acessados por meio do site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) onde estão arquivados.

Os dados contábeis e de mercado destas mesmas empresas foram coletados da base de dados Economatica, entre os anos de 2008 a 2012, para o qual identificamos a vigência destes acordos. A partir da integração destes dados – cláusulas de AAs e dados contábeis e de mercado – e devido a ausência de informações na base Economatica, reduzimos nossa amostra a um painel não balanceado de 644 observações, geradas por 149 empresas, sendo 105 empresas no Novo Mercado, 15 no Nível 2 e 29 no Nível 1.

Nossa amostra difere significativamente do estudo de Carvalhal-da-Silva (2012) uma vez que naquele estudo observa-se também o comportamento das empresas do segmento tradicional de governança, onde práticas baseadas em padrões internacionais de governança não são requeridas. Neste estudo consideramos somente as empresas dos segmentos especiais, aquelas que optaram por práticas mais estritas de governança corporativa como, por exemplo, a emissão exclusiva de ações com direito a voto, ou práticas que favoreçam a dispersão de propriedade e controle, independência dos conselheiros, e divulgação de informações - ortogonais aos objetivos dos AAs.

Variável Dependente

Para o mercado acionário é comum o uso da variável Q de Tobin como *proxy* para o valor da empresa. Esta variável toma como base a soma do valor de mercado da empresa e de sua dívida de curto e longo prazos em relação ao valor contábil dos ativos (CHUNG e PRUITT, 1994). Entretanto, esta medida é utilizada para estudos de empresas não-financeiras das quais se pode comparar estas medidas (LEE e TOMPKINS, 1999; LEWELLEN e BADRINATH, 1997). Considerando que nossa amostra é composta tanto por empresas financeiras como não-financeiras, optou-se como medida de valor da empresa a razão *market-to-book* (*P/B*), que mede a razão entre valor de mercado da empresa e seu valor patrimonial (FAMA e FRENCH, 1992).

Variáveis independentes

Para medir o efeito dos acordos de acionistas e cláusulas “genéricas” e “específicas” de voto do conselho, separamos as empresas dos segmentos diferenciados de governança (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) entre aquelas que possuem ou não AAs por meio da variável “AA” (variável binária que toma valor 1 caso a empresa tenha acordo de acionistas e zero caso contrário). Em seguida, diferenciamos os AAs entre aqueles com ou sem cláusulas vinculantes do voto dos conselheiros aos interesses dos signatários por meio da variável “Vínculo” (variável binária que toma valor 1 se a empresa possui acordos de acionistas com cláusulas vinculantes de voto do conselho e zero, caso

contrário). Por fim, diferenciamos as cláusulas entre “genéricas” e “específicas,” por meio da variável “*Vínculo Específico*” (variável binária que toma valor 1 no caso da empresas possuir acordos de acionistas com cláusulas de vínculo de voto a matérias específicas, e zero se possuir cláusulas de vínculo genérico).

Variáveis de controle

Estrutura de propriedade. Considerando que os acordos de acionistas tomam, principalmente, a forma de acordos de voto e controle, é fundamental controlar pelo percentual de propriedade (percentual de direitos de fluxo de caixa) e controle (percentual de direitos de voto) dos cinco maiores acionistas da companhia. Para isso, criou-se as variáveis “*Vot 1*” (percentual de ações com direito a voto do maior acionista), “*Tot 1*” (percentual de total de ações do maior acionista), “*Vot 4*” (percentual de ações com direito a voto em poder do segundo, terceiro, quarto e quinto maiores acionistas), “*Tot 4*” (percentual de total de ações em poder do segundo, terceiro, quarto e quinto maiores acionistas).

Qualidade da governança corporativa. Considerando que os segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa - Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 - foram criados com o objetivo de aumentar a qualidade da governança corporativa por meio de práticas de governança mais estritas que os requerimentos legais da LSA, e que o segmento “Novo Mercado” é o mais estrito dentre os três, tomamos “*NM*” como proxy para qualidade da governança das empresas. Uma variável binária que toma valor 1 no caso da empresas estar listada no Novo Mercado, e zero se estiver listada nos níveis 1 ou 2.

Alavancagem financeira. Medimos a alavancagem financeira, variável “*Leverage*”, por meio da razão entre o valor contábil da dívida financeira total e o total de ativos. Tanto a alavancagem financeira da empresa como as demais variáveis contábeis foram incorporadas no modelo de estimação pelo fato de estarem direta associadas ao valor de mercado das empresas, como se observa em outros trabalhos empíricos em governança corporativa e valor da firma (CARVALHAL-da-SILVA, 2012, LEAL e CARVALHAL-da-SILVA, 2007; SILVEIRA, BARROS, FAMÁ, 2006).

Rentabilidade da empresa. A variável “*ROA*” mede o retorno sobre os ativos por meio da razão entre o *EBITDA* e o total de ativos.

Tamanho da empresa. Medimos o tamanho da empresa pelo logaritmo natural do valor contábil do total de ativos (“*Size*”).

Risco da empresa. Medimos o risco por meio do desvio padrão da razão entre os preços de fechamento da data (*t*) e data (*t-1*) em base anual (“*Risk*”).

Setor. Considerando que existem diferenças entre as variáveis observadas em relação aos diversos setores industriais, controlamos também pelo efeito setor por meio de $(n-1)$ variáveis binárias para os n diferentes setores da amostra, considerando a “Indústria Manufatureira” como setor de referencia.

Identidade do maior acionista. Considerando a importância dos diferentes tipos de acionistas controladores no Brasil (AGUILERA e outros, 2012), controlamos o efeito pelo efeito acionista por meio de variáveis binárias onde empresas cujo maior acionista são “Famílias” foram considerados como categoria de referencia.

Tipo de acordo de acionista. No Brasil, os acordos de acionistas são, fundamentalmente, motivados para estabelecer: (i) preferência e bloqueio para aquisição de ações, (ii) exercício do direito a voto, e (iii) poder de controle. Assim, controlamos o efeito tipo de acordo por meio de variáveis categóricas, considerando como categoria de referencia os “acordos de controle.”

Análise descritiva

A Tabela 1., Painel A., mostra as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas comparando as médias entre empresas que possuem ou não AA e, dentre as que possuem acordos de acionistas, aquelas com e sem vínculo do voto dos conselheiros aos AAs.

Inserir Tabela 1

Em geral, as variáveis utilizadas neste estudo apresentam diferenças significativas entre os diferentes grupos de empresas. Observamos que a média de valor de mercado é significativamente diferente entre as empresas com (1,98) e sem vínculo de voto (2,22), mas não estatisticamente significativa para as empresas com (2,05) e sem (2,15) AAs.

Conforme estudos anteriores sobre a estrutura de propriedade em empresas brasileiras (ALDRIGHI e MAZZER-NETO, 2007; ALDRIGHI e POSTALI, 2010; LEAL e CARVALHAL-da-SILVA, 2007), a estrutura de propriedade é altamente concentrada e os grupos de controle que se estruturam por meio de mecanismos de separação de propriedade e controle. Em geral, o maior acionista possui mais direitos ao voto (*Vot1*) do que ao fluxo de caixa (*Tot1*) em ambos tipos de empresas. Em particular, em empresas com cláusulas vinculantes a participação dos quatro maiores acionistas (*Vot4*) é significativamente maior do que em empresas sem referidas cláusulas, enquanto a

participação do maior acionista é menor. Em parte, uma das motivações destas cláusulas possa ser o alinhamento entre os acionistas signatários com menor poder de voto, mas que, em conjunto, representam um maior poder de negociação, com o maior acionista.

Em média as empresas com cláusulas vinculantes são significativamente maiores que aquelas sem cláusulas que vinculem o voto dos conselheiros aos AAs. Além disso, podemos observar que a proporção de empresas sem cláusulas vinculantes no segmento do Novo Mercado maior que as com cláusulas vinculantes. Em parte, se o argumento de que estas cláusulas verdadeiramente reduzem o poder do conselho pela perda de sua independência, e que o conselho é parte importante da governança corporativa da empresa, espera-se que empresas em níveis mais altos de governança, como o Novo Mercado, deveriam fazer menor uso destas cláusulas.

Em relação ao tipo de acionistas majoritários, observa-se que quando indivíduos e famílias, e investidores estrangeiros estão entre os acionistas signatários dos AAs parece não haver diferença entre aquelas empresas que se utilizam das cláusulas vinculantes e aquelas que não. Interessante notar que empresas onde o governo está entre os acionistas signatários, as cláusulas que vinculam os votos dos conselheiros são mais comuns (13% versus 6%).

No Painel B. Da Tabela 1., apresentamos a distribuição das empresas por segmento de listagem. Nota-se que 52%(64/123) das empresas do NM não possuem acordos de acionistas, e das que o fazem, 63% incluem cláusulas vinculantes de voto do conselho.

A Tabela 2 apresenta a matriz de correlações entre as variáveis. Alinhado com os resultados apresentados na Tabela 1, existem uma correlação negativa entre a presença de cláusulas vinculantes (e cláusulas vinculantes específicas) e a proporção de participação de voto e propriedade do maior acionista, e uma correlação positiva entre estas cláusulas e a estrutura de propriedade quatro maiores acionistas. Em parte, isso denota um possível interesse dos acionistas não controladores acionistas em balancear o poder de voto com o maior acionista por meio de cláusulas vinculantes, antes que as questões estratégicas da firma se discutam no conselho. Mais importante, presença de cláusulas vinculantes está negativamente relacionada com o valor da firma (P/B). Com o intuito de medir a colinearidade entre as variáveis independentes e de controle, calculamos os fatores de inflação de variância (VIF) para as variáveis utilizadas sendo o valor médio 2.24.

Inserir Tabela 2

Especificação do modelo econométrico

Definimos nossa variável de valor da firma pela razão entre o valor de mercado e o valor patrimonial (*price-to-book ratio*, P/B) ao longo dos anos, por:

$$P/B_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 AA_{i,t} + \alpha_2 Vinculo_{i,t} + \alpha_3 Vinculo Específico_{i,t} + \alpha_4 X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Onde, AA mede a presença de acordos de acionistas, $Vinculo$ identifica a presença cláusulas que vinculem os votos dos conselheiros aos interesses dos acionistas signatários do acordo, e $Vinculo Específico$ caso as cláusulas de vínculo estejam associadas a matérias extraordinárias explicitamente definidas no acordo. $X_{i,t}$ representa o vetor de características da firma, e $\varepsilon_{i,t}$ representa o erro.

Note-se que, pelo fato da variável vínculo e vínculo específico existirem somente no caso de haver um acordo de acionistas, elas afetam a “força” da relação entre os AA e o valor da firma, sendo portanto variáveis moderadoras desta relação (BARON e KENNY, 1986).

Para estimar a Equação (1), primeiramente, examinamos o efeito dos acordos de acionistas e cláusulas vinculante no valor da firma por meio de um modelo de regressão agrupada ao longo do período entre 2008 e 2012. Wooldridge (2003) propõe que a escolha do modelo depende do ajuste dos modelo aos seus pressupostos. O modelo de regressão agrupada assume que a variância do intercepto é igual a zero para as unidades de corte transversal. Por meio do teste do Multiplicador de Lagrange Modificado (Breusch-Pagan) rejeitamos a hipótese de variância nula.

Em seguida, para controlar uma possível correlação entre $Vinculo_{i,t}$ e $\varepsilon_{i,t}$ oriunda de variáveis não observadas da firma e que, por consequência, possam afetar a estimação dos parâmetros α_1 e α_2 , introduzimos efeitos fixos da firma. Por meio do teste de Hausman, testamos se a diferença entre os coeficientes de efeitos fixos e aleatórios não é sistemática, rejeitando a hipótese nula (chi-quadrado 43,72, $p < 0.01$). Deu-se, portanto, preferência pelo modelo de efeitos fixos em relação o modelo de efeitos aleatórios.

Conforme comenta Carvalhal-da-Silva (2012), a variável AA captura diferenças sistemáticas entre firmas já que, por sua natureza endógena, distingue empresas com características de governança onde o potencial de divergência entre majoritários e minoritários se acentua. Assim, como forma de tratar este potencial problema de endogeneidade, estimamos um modelo de variáveis instrumentais. Para isso, consideramos como instrumentos as variáveis $Vot4$ e $Tot4$. Segundo Wooldridge (2002), um instrumento válido deve estar correlacionado com a variável endógena, neste caso AA , e ao mesmo

tempo, não estar correlacionado com a variável dependente, P/B. Observamos na Tabela 2. que, tanto *Vot4* como *Tot4* possuem estas características.

Por fim, e considerando a correlação temporal entre o valor de mercado das empresas, estimamos um modelo dinâmico, GMM-Sys, que a medida que corrige o efeito dinâmico da variável dependente e permite, ao mesmo tempo, controlar a endogeneidade dos AAs por meio de variáveis defasadas como instrumentos.

RESULTADOS

A Tabela 3 apresenta os resultados das estimações. No Modelo1 o coeficiente da variável que mede a presença de acordos de acionistas (AA) é negativo e significativo a 0,1%. Este resultado, ao contrário do reportado por Carvalhal-da-Silva (2012), demonstra que firmas com acordos de acionistas apresentam menor valor de mercado que firmas sem o mesmo instrumento de governança, suportando a Hipótese 1b. Este resultado se mantém para a maioria dos modelos estimados.

Neste estudo incluímos as variáveis *Vínculo* e *Vínculo Específico* - que medem a presença de cláusulas que vinculam o voto dos conselheiros aos interesses dos acionistas signatários do AA. No Modelo 2, o coeficiente do AA segue sendo negativo enquanto a variável *Vínculo* apresenta um coeficiente negativo e a variável *Vínculo Específico* apresenta um coeficiente positivo, ambos significativos a 1%. Por um lado, a presença cláusulas de vínculo genérico modera negativamente o efeito dos acordo de acionista no valor da firma, tornando-o mais negativo, suportando o efeito “entrenchamento” postulado pela Hipótese 2. Por outro lado, a presença cláusulas de vínculo específico apresenta um valor de menos negativo que as cláusulas vinculantes genéricas, conforme proposto pela Hipótese 3. Estes resultados se mantêm para os diversos modelos de estimação, sobretudo quando controlamos pela endogeneidade da decisão do acordo de acionistas, Modelos 6 e 8. Em outras palavras, o “efeito entrenchamento” parece predominar sobre o “efeito incentivo,” na presença de cláusulas genéricas, enquanto este resultado tende a inverter-se na presença de cláusulas específicas a matérias extraordinárias no acordo de acionistas.

Inserir Tabela 3

Seguindo a literatura do efeito da adoção a níveis diferenciados de governança no valor da firma (CARVALHO, 2003; BRAGA-ALVES e SHASTRI, 2011), encontramos um efeito positivo e significativo da variável Novo Mercado (NM) no valor da firma medido pela razão P/B. Por outro lado,

o resultado da estrutura de propriedade (direito de voto, *Vot1*, e fluxo de caixa, *Tot1*) é controverso, variando marginalmente entre valores positivos e negativos, sem significância estatística, resultado consistente a literatura de governança (DEMSETZ e LEHN, 1985; DEMSETZ e VILLALONGA, 2001) que postula que a estrutura de propriedade é determinada pelo interesse dos acionistas em maximizar seus interesses - endogenamente determinada pelo valor da firma – não devendo, portanto, ter efeito significativo sobre o valor da companhia. De fato, Aguilera, Kabbach, Lee e You (2012), concluem que, apesar dos esforços regulatórios brasileiros e, em particular, da criação do Novo Mercado, em aumentar a eficiência e desenvolver o mercado de capitais visando uma maior participação de acionistas minoritários e, assim, promover reduções significativas nos níveis de concentração de propriedade, o fato é que as empresas listadas na BMF&Bovespa continuam a ser altamente concentrada nas mãos de um pequeno número de proprietários. Neste cenário, onde o acionista majoritário, ou um bloco de controle, por meio de acordos de acionistas, detém o controle das decisões empresariais, as práticas de governança passam a ter um papel fundamental para assegurar os direitos dos minoritários, sobretudo onde as instituições legais não são fortes o suficientes para garantir os direitos contratuais (CLAESSENS e YURTOGLU, 2013).

Dentre as demais variáveis de controle, a rentabilidade da empresa e a alavancagem financeira apresentam um efeito positivo e significativo no valor da empresa. Se, por um lado, é esperado que uma empresa com melhor desempenho operacional tende a ter um maior valor, o efeito positivo da dívida poderia ser considerado contraditório. Entretanto, pode-se argumentar que tal efeito mede a capacidade de financiamento externo da empresa, uma vez que controlamos também pelo risco. Mais ainda, considerando que a dívida pode funcionar como um fator redutor de problemas de agência (JENSE e MECKLING, 1976) - já que limitam a discricionariedade dos administradores - o mercado precifica positivamente o nível de endividamento. Finalmente, o risco também tem efeito significativo, sendo percebido negativamente pelo mercado.

De maneira geral, os resultados apontam que o efeito da presença dos AAs no valor de firma pode ser alterado em função das características de cada AA, em particular, das cláusulas que vinculam o voto dos conselheiros aos interesses dos acionistas signatários. Neste caso, as cláusulas de vínculo indiscriminado e universal, vínculo genérico, moderam negativamente o efeito dos acordos de acionistas - “efeito entrincheiramento” (H2). Enquanto que, cláusulas específicas a temas extraordinários e relevantes ao acordo, moderam positivamente o efeito dos acordos no valor da empresa, e, neste, caso, os resultados apontam para um prevalência do “efeito incentivos” (H3).

DISCUSSÃO E CONCLUSÃO

A literatura no Brasil sobre os efeitos dos acordos de acionistas nos resultados das empresas, e finalmente, no seu valor de mercado é incipiente. Uma exceção se faz ao trabalho de Carvalhal-da-Silva (2012) que analisa o efeito da existência de AA no valor das empresas listadas na BM&F Bovespa e, mais que isso, desenvolve um índice para medir a qualidade destes acordos, concluindo que os acordos de acionistas aumentam a proteção aos acionistas minoritários e, em consequência, são benéficos ao valor da firma.

No entanto, o estudo de Carvalhal-da-Silva (2012) parece estar baseado numa série de premissas otimistas quanto à proteção assegurada aos minoritários por meio destes acordos, negligenciando o fato de que a maioria dos acionistas minoritários da empresa não participará deste acordo, e, ao contrário, estará sujeita a expropriação de benefícios privados do controle pelo grupo controlador constituído pelo acordo de acionistas.

Assim, nosso trabalho busca analisar pormenorizadamente a existência de cláusulas de vinculação dos votos dos membros do conselho de administração aos interesses dos acionistas signatários do AA. Além da análise qualitativa, estimamos um modelo para identificar o efeito destas cláusulas no valor da firma. Os resultados demonstram que o efeito positivo identificado na literatura (CARVALHAL-DA-SILVA, 2002) não se observa numa amostra restrita aos segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa. Ao contrário, para estas empresas o efeito dos acordos de acionistas é negativo mesmo controlando pela endogeneidade desta decisão e o efeito dinâmico do valor das empresas.

Além disso, identificamos que este efeito é moderado não somente pela presença das cláusulas que vinculam o voto dos conselheiros, mas também pelas características de tais cláusulas. Assim, o debate sobre os efeitos dos acordos de acionistas precisa considerar a realidade dos acordos e sua prática, a redação de suas cláusulas, para alcançar conclusões adequadas ao contexto em que tais instrumentos se inserem.

Corroborando o estudo de Gorga e Gelman (2012), os acordos de acionistas parecem operar, em parte - cláusulas genéricas - como um instrumento de anulação do dever de independência e comprometimento do pleno exercício das funções do conselho. Neste contexto, o interesse do controlador representado no acordo de acionistas não pode ser presumido como de acordo com o interesse social da companhia, representado pelo seu valor de mercado.

Se por um lado, o acordo de acionistas pode ter um efeito positivo no valor da firma por meio do “efeito incentivo,” onde os acionista de controle passam a ter interesse direto no desempenho da

empresa uma vez que possuem maior parte de seus recursos investidos na empresa, por outro, estes mesmos acionistas de controle podem extrair benefícios privados em detrimento dos acionistas minoritários, o “efeito entrincheiramento.” Assim, a partir de nossos resultados, pode-se concluir que o predomínio de um ou outro efeito no valor da empresa se dá por meio das características intrínsecas do acordo, qual seja, suas cláusulas vinculantes.

Assim, uma importante implicação do ponto de vista regulatório é certificar-se de que estas cláusulas estejam orientadas ao interesse social da firma e, não necessariamente, aos interesses de uma minoria - acionistas signatários. Em outras palavras, ao permitir aos acionistas signatários a faculdade na adoção de cláusulas vinculantes o regulador brasileiro não protege, *ex ante*, os interesses dos minoritários. Em particular, cláusulas que vinculem os votos dos administradores de forma indiscriminada (vínculo genérico) são, do ponto de vista econômico, prejudiciais ao valor da companhia, e, do ponto de vista jurídico, inválidas e ineficazes (GORGA e GELMAN, 2012; CARVALHOSA, 2011).

Limitações e recomendação de estudos futuros

A amostra que utilizamos se concentra em empresas dos segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa. Se, por um lado, isso permite identificar diferenças num grupo específico de empresas onde os níveis de governança são mais estritos, por outro, reduz a abrangência da amostra e a variância das variáveis observadas. Em parte, isso explica algumas diferenças em relação a estudos anteriores (CARVALHAL-da-SILVA, 2012), sobretudo no que se refere aos modelos de estimação dos acordos de acionistas (sem as cláusulas vinculantes, Modelos 1, 3, 5, e 7 da Tabela 3). Além disso, abrangência temporal da amostra que inclui um painel de 5 anos. Assim, estudos futuros podem ampliar a amostra, sem perder a generalidade das análises. Em particular, uma análise de eventos sobre a lei que reformou a LSA em 2001 pode dar maior clareza ao efeito da mudança regulatória na governança das empresas no mercado de capitais brasileiro.

Seria interessante também analisar a utilização de acordos de acionistas em outros países como forma de identificar o impacto e a natureza das diferenças institucionais nestes mecanismos de governança. Por fim, considerando o conjunto de mecanismos internos e externos de governança, outros estudos podem identificar os efeitos de substituição e complementariedade entre os acordos de acionistas e outros mecanismos internos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ADAMEK, M.V. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009.
- AGUILERA, R.; KABBACH, L.R.; LEE, J.; YOU, J. Corporate governance in emerging markets. Em: MORGAN, G. e WHITLEY, R. (Eds) *Capitalisms and capitalism in the twenty-first century*. Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 319-344.
- ALDRIGHI, D.; MAZZER-NETO, R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, v. 61, n. 2, p. 129–52, 2007.
- ALDRIGHI, D.; POSTALI, F. A. S. Business groups in Brazil. Em: COLPAN, A.; HIKINO, T.; LINCOLN, J. (Eds) *The Oxford Handbook of Business Groups*, Oxford: Oxford University Press, 2010, p. 353–86.
- ARAGÃO, P.C. 2002. A disciplina do acordo de acionistas. Em: *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense.
- BAGLIONI, A. Shareholders' agreements and voting power: evidence from Italian listed firms. *Applied Economics*, v. 43, p. 4043-4052, 2010.
- BARON, R.; KENNY, D. The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, v.51, n.3, p. 1173-1182, 1986.
- BERGLÖF, E.; PEROTTI, E. The governance structure of the Japanese financial keiretsu, *Journal of Financial Economics*, v. 36, n. 2., p. 259-284, 1994.
- Berle, A.A.; Means, G.C. 1932. *The modern corporation and private property*. New York: Commerce Clearing House.
- BLACK, B.S.; CARVALHO, A.G.; GORGA, E. Corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, v. 11, p. 21-38, 2010.
- BRASIL. Presidência da República, Lei no. 6.404, de 15 de Dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm. Acesso 31.03.2012.
- BIANCHI, M.; BIANCO, M.; ENRIQUES, L. Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy. Em: Barca, F., Becht, M. (Eds.), *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2001.

BOCATER, M.I.; CAMARGO, J.L. Conselheiros Laranja. O Globo. Rio de Janeiro, p. 7, periódico do dia 15 de outubro de 2001. Disponível em <http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/CamargoBocater.htm>. Acesso em 20/05/2012.

BRAGA-ALVES, M.; SHASTRI, K. Corporate governance, valuation, and performance: Evidence from a voluntary market reform in Brazil. *Financial Management*, v. 40, n. 1, p. 139-157, 2011.

BURKART, M.; GROMB, D.; PANUNZI, F. Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *Quarterly Journal of Economics*, v. 112, p. 693-728, 1997.

CAPRESSE, J.N., CLERC, C., BECHT, M. 2007. *The report on the proportionality principle in the European Union*. Brussels: European Commission.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. Do shareholder agreements affect market valuation? Evidence from Brazilian listed firms. *Journal of Corporate Finance*, 18: 919-933, 2012.

CARVALHO, A.G. Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa. Trabalho preparado para a BOVESPA, jan. 2003. Disponível em: <<http://www.novomercadobovespa.com.br>>. Acesso em: 04 mar. 2003.

CARVALHOSA, M. A. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. 3º Vol. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

CARVALHOSA, M. A vinculação dos Administradores ao Acordo de Controle (§§8º e 9º do Artigo 118 da LSA). Em: WALD, A., GONÇALVES, F., SOARES de CASTRO, M.A. 2011. *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 41-46.

CEREZETTI, S. C. N. Administradores Independentes e Independência dos Administradores (Regras Societárias Fundamentais ao Estímulo do Mercado de Capitais Brasileiro). Em: AZEVEDO, L.A.N.M. *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 575-593.

CHEMLA, G, HABIB, M., LJUNGQVIST, A. An analysis of shareholder agreements. *Journal of European Economic Association*, v. 5, p. 93-121, 2007.

CHONG, A., LÓPEZ-DE-SILANES, F. (Ed.) *Investor protection and corporate governance: firm-level evidence across Latin America*. Washington, D.C.: World Bank, 2007.

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

CLAESSENS, S. Corporate Governance and Development. *World Bank Research Observer*, v. 21, n.1, p. 91-122, 2006.

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

CLAESSENS, S., DJANKOV, S., LANG, L. The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1-2, p. 81-112, 2000.

CLAESSENS, S.; YURTOGLU Y.B. Corporate governance in Emerging Markets: a survey,. *Emerging Markets Review*, v. 15, n.3, p. 1-33, 2013.

COFFEE, J. C. The rise of dispersed ownership: the role of law and state in the separation of ownership and control. *Yale Law Review*, v. 111, p. 1-82, 2001.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, v. 93, p. 1155–1177, 1985.

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

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

EIZIRIK, N. Acordo de Acionistas – arquivamento na sede social – vinculação dos administradores de sociedade controlada. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 129, p. 45-53, jan.-mar., 2003.

EIZIRIK, N. 2011. *Lei das SA comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

ENRIQUES, L.. VOLPIN, P. Corporate governance in continental Europe. *Journal of Economic Perspectives*, v.21, n.1, p. 117–140, 2007.

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

FAMA, E.; FRENCH, K. The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, v. 47, p. 427-465, 1992.

FRANCO, G. A Nova Lei das S.A. e o Conselheiro Laranja. *Jornal o Estado de São Paulo*, São Paulo. Edição de 30 de setembro de 2001, p. 15. Disponível em <http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/a125.htm>, Acesso em 20/05/2012.

FRANKS, J.; MAYER, C. Ownership and control of German corporations. *The Review of Financial Studies*, v.14, n. 4, p. 943-977, 2001.

GOMES, A., NOVAES, W. Multiple large shareholders in corporate governance. Wharton School and University of Washington, Working Paper, 1999. Disponível em <http://finance.wharton.upenn.edu/~rlwctr/papers/9905.pdf>. Acesso em 31.03.2013.

GOMES, A., NOVAES, W. Sharing o control versus monitoring as corporate governance mechanisms. University of Washington Working Paper, 2006. Disponível em <http://apps.olin.wustl.edu/faculty/gomes/gomesnovaes.pdf>, Acesso 22/08/2014.

GORGA, E.; GELMAN, M. *O esvaziamento crescente do conselho de administração como efeito da vinculação de seu cao a acordos de acionistas no Brasil*. Working Paper, 2012. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=Arquivos&CodArquivo=1121>, Acesso em 31.03.2013.

GORGA, E.. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidences from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, v.29, n.2, 2009.

GROSSMAN, S.; HART, O. Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics*, v. 11, n. 1, p. 42-64, 1980.

HART, O. Corporate governance: some theory and implications. *The Economic Journal*, v.105, n. 430, p.678-689, 1995.

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

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

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., E VISHNY, R. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, v. 57, p. 1147–1170, 2002.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). Em: CHONG, A.; LÓPEZ-DE-SILANES, F. (Eds) *Investor Protection and Corporate Governance: Firm-level evidence across Latin America*. Washington, DC: World Bank, 2007.

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.

LEWELLEN, W. G.; BADRINATH, S.G. On the measurement of Tobin's Q. *Journal of Financial Economics*, v. 44, p. 77-122, 1997.

MORCK, R.; WOLFENZON, D.; YEUNG, B. Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *The Journal of Economic Literature*, v. 43, n. 3, p. 655-720, 2005.

PEDREIRA, J.L.B. Acordo de acionistas sobre controle de grupos de sociedades. Validade da estipulação de que os membros do conselho de administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador. Parecer Em: *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. Ano 5, nº 15, p. 226-248, 2002..

SALOMÃO FILHO, C. *O novo direito societário*. 3ª edição. São Paulo: Editora Malheiros, 2006.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, v. 94, n. 3, p. 461-488, 1986.

- SILVEIRA, A. M; BARROS, L. A. B. C; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.
- TOLEDO, P.F.C.S. Modificações introduzidas na Lei das Sociedades por Ações, quanto à disciplina da administração das companhias. Em: Lobo, J. (Ed.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. 2º ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 423-452.
- WALD, A. A evolução do regime legal do conselho de administração, os acordos de acionistas e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflitos de interesse. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 4, n. 11 p. 13-30, 2001.
- WALD, A. O governo das empresas. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 15, ano 5, p. 53-78, jan./ mar., 2002a.
- WALD, A. A reforma da lei das sociedades anônimas: os direitos dos minoritários na nova lei das S.A. Em: LOBO, J. (Ed.) *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2002b.
- WOOLDRIDGE, J. M. 2003. *Econometric analysis of cross section and panel data*. Cambridge, MA: MIT Press.
- WRIGHT, T. Shareholder polling agreements – validity, legality and enforcement. *Arkansas Law Review*, v. 501, p. 501-525, 1971.
- YOUNG, M., PENG, M., AHLSTROM, D., BRUTON, G, JIANG, Y. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, v. 45, n.1, p. 196-220, 2008.

Figura1 – Esquema analítico da relação entre acordos de acionistas e valor da firma

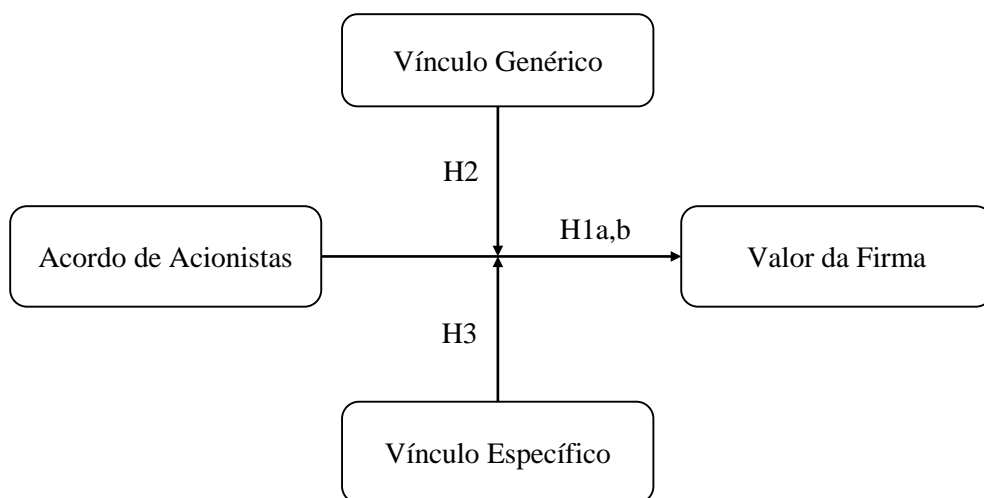


Tabela 1 - Comparação entre empresas com e sem acordos de acionistas e cláusulas vinculantes

Painel A: Comparação entre médias das variáveis dependente, independente e controles							
Variáveis	Descrição das Variáveis	Empresas sem	Empresas com	Teste	Empresas sem	Empresas com	Teste
		Acordos de Acionistas (Médias)	Acordos de Acionistas (Médias)	Wilcoxon (p-value)	Cláusulas Vinculantes (Médias)	Cláusulas Vinculantes (Médias)	Wilcoxon (p-value)
P/B	Valor de Mercado/ valor patrimonial	2,15	2,05	0,43	2,22	1,98	0,10
Vot 1	% de Votos do Maior Acionista	43,38	42,16	0,89	48,90	38,58	0,00
Tot 1	% de Propriedade do Maior Acionista	36,74	35,00	0,56	42,25	31,13	0,00
Vot 4	% de Votos do 2° ao 5° Maior Acionista	15,42	20,63	0,00	13,75	24,30	0,00
Tot4	% de Propriedade do 2° ao 5° Maior Acionista	15,55	20,20	0,00	15,09	22,91	0,00
NM	Novo Mercado	0,77	0,64	0,00	0,68	0,62	0,13
Leverage	Alavancagem	0,54	0,60	0,00	0,60	0,59	0,43
ROA	Rentabilidade	0,85	2,12	0,00	1,32	2,50	0,00
Size	Tamanho	7,43	7,77	0,00	7,46	7,83	0,04
Risk	Risco	43,01	41,10	0,16	41,03	41,13	0,93
Fam	Indivíduos/ Família	0,49	0,60	0,00	0,74	0,52	0,00
For	Investidor Estrangeiro	0,22	0,19	0,23	0,13	0,22	0,02
Gov	Governo	0,08	0,10	0,22	0,06	0,13	0,02
Inst	Investidor Institucional	0,20	0,10	0,00	0,06	0,13	0,02

Painel B: Distribuição das empresas com e sem acordos de acionistas e cláusulas vinculantes por segmento de listagem da BM&FBovespa						
Segmentos Especiais de Listagem	Empresas sem Acordos de Acionistas			Empresas com Acordos de Acionistas		
	Empresas sem Cláusulas Vinculantes	Empresas com Cláusulas Vinculantes	Total	Empresas sem Cláusulas Vinculantes	Empresas com Cláusulas Vinculantes	Total
Nível 1	15	-	15	6	12	18 (33)
Nível 2	5	-	5	3	11	14 (19)
Novo Mercado	64	-	64	22	37	59 (123)
Total	84	-	84	31	60	91 (175)

Os valores de p para o teste de Wilcoxon (rank-sum) de igualdade de médias apresentados são testes não paramétricos e, portanto, não requerem a normalidade das variáveis.

Tabela 2 - Correlação entre as variáveis

Variáveis	Mean	S.D.	Min	Max	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1) Price-Book	2.1	1.7	0.2	7.6	1.00												
(2) (Price-Book)t-1	2.3	1.8	0.2	7.6	0.74*	1.00											
(3) AA	0.5	0.5	0	1	-0.05	-0.05	1.00										
(4) Vínculo	0.4	0.5	0	1	-0.09*	-0.10*	0.73	1.00									
(5) Vínculo Específico	0.2	0.4	0	1	-0.03	-0.04	0.42*	0.57*	1.00								
(6) VOT1	41.5	23.5	0.1	100.0	-0.21*	-0.22*	-0.02	-0.08*	0.04	1.00							
(7) TOT1	33.5	18.3	0.1	96.8	-0.09*	-0.10*	-0.05	-0.13*	-0.07*	0.77*	1.00						
(8) VOT4	19.0	17.3	0.0	57.9	-0.01	0.04	0.18*	0.23*	0.03	-0.41*	-0.46*	1.00					
(9) TOT4	18.6	16.1	0.0	57.4	-0.01	0.03	0.15*	0.19*	0.02	-0.33*	-0.41*	0.95*	1.00				
(10) NM	0.7	0.5	0.0	1.0	0.25*	0.25*	-0.14*	-0.16*	-0.11*	-0.48*	0.03	-0.13*	-0.12*	1.00			
(11) Leverage	0.6	0.2	0.1	1.0	0.07*	0.09*	0.11*	0.07*	-0.03	0.18*	0.10*	0.07*	0.05	-0.24*	1.00		
(12) ROA	1.0	2.4	0.0	51.8	0.15*	0.15*	0.08*	0.03	-0.05	0.00	0.01	0.00	0.01	-0.02	0.07*	1.00	
(13) Size	7.8	1.5	4.5	11.8	-0.18*	-0.22*	0.09*	0.13*	0.06	0.25*	0.08*	-0.13*	-0.17*	-0.42*	0.38*	-0.08*	1.00
(14) Risk	42.0	15.5	18.1	124.1	-0.12*	0.13*	-0.07*	-0.04	-0.02	-0.09*	-0.07*	0.00	0.00	0.05	0.06	-0.07*	-0.15*

Fatores de inflação de variância (VIF), excluindo VOT4 e TOT4 utilizados somente como instrumentos, 2.29. * reporta o teste de significância estatística das correlações parciais com p-value <0.10.

Tabela 3 - Efeito das cláusulas vinculantes no valor da firma

Variável Dependente:	Modelo (1)	Modelo (2)	Modelo (3)	Modelo (4)	Modelo (5)	Modelo (6)	Modelo (7)	Modelo (8)
Price/ Book Ratio	OLS AA	OLS AA + Vinculo	FE AA	FE AA + Vinculo	IV AA	IV AA + Vinculo	GMM AA	GMM AA + Vinculo
AA	-0.560*** (-4.516)	-0.327+ (-1.662)	-1.935* (-2.196)	-1.258** (-2.789)	4.62 (0.369)	3.978 (0.347)	-1.536*** (-3.618)	-1.385** (-3.187)
Vínculo		-0.604** (-2.620)		-2.501*** (-5.272)		-0.600* (-2.139)		-3.286*** (-3.894)
Vínculo Específico		0.484** (2.591)		3.013*** (3.677)		0.429* (2.018)		7.574*** (7.158)
(Price/Book) t-1							0.224*** (5.080)	0.089* (2.019)
VOT1	0.003 (0.743)	-0.001 (-0.151)	0.028+ (1.666)	-0.044*** (-4.853)	-0.011 (-0.598)	-0.014 (-0.786)	0.031 (1.132)	-0.02 (-0.777)
TOT1	-0.013* (-2.287)	-0.010+ (-1.658)	-0.013 (-0.482)	0.057*** (4.883)	-0.004 (-0.286)	-0.001 (-0.092)	-0.038 (-1.496)	0.063* (2.292)
NM	0.898*** (4.866)	0.785*** (4.328)	0.613 (0.466)	0.442 (1.351)	0.801*** (3.533)	0.678*** (3.364)	2.004** (2.644)	-0.062 (-0.083)
Leverage	1.644*** (3.491)	1.720*** (3.598)	1.940* (2.044)	1.940* (2.044)	0.976 (0.653)	1.131 (0.819)	0.199 (0.369)	1.967*** (3.623)
ROA	0.071*** (5.336)	0.071*** (4.584)	0.273 (1.457)	0.273 (1.457)	0.066* (2.111)	0.067* (2.121)	0.064*** (3.505)	0.122*** (6.553)
Size	-0.159** (-3.243)	-0.158** (-3.183)	-0.075 (-0.312)	-0.075 (-0.312)	-0.144+ (-1.790)	-0.148* (-1.975)	-0.249** (-3.198)	-0.617*** (-7.022)
Risk	-0.019*** (-3.882)	-0.019*** (-3.896)	-0.013* (-2.405)	-0.013* (-2.405)	-0.017* (-2.335)	-0.018* (-2.534)	-0.028*** (-8.060)	-0.031*** (-9.791)
Constant	2.901*** (5.900)	3.033*** (6.056)	0.798 (0.200)	1.087 (0.684)	3.062*** (4.432)	3.229*** (5.083)	3.681** (2.606)	5.929*** (4.432)
Controles por: Setor, Tipo de Acionista, Tipo de AAs	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R-Quadrado_Ajustado	0.159	0.162	0.763	0.763	-	-	-	-
Observações	644	644	644	644	644	644	638	638
AIC	2415.02	2410.31	1722.00	1722.00				

Onde: +, *, **, *** representa o nível de significância estatística a 10%, 5%, 1%, e 0,1% respectivamente.