

---

# INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E DOS INTERLOCKS ENTRE PROPRIETÁRIOS NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS

Delci Grapégia Dal Vesco<sup>1</sup>

Ilse Maria Beuren<sup>2</sup>

---

▪ Artigo recebido em: 30/08/2015 ▪ Artigo aceito em: 15/01/2016 ▪▪▪ Segunda versão aceita em: 19/01/2016

## RESUMO

Este estudo objetiva verificar a influência da Estrutura de Propriedade e das relações sociais entre proprietários (*interlocks* entre proprietários) no desempenho das empresas. Utilizando-se do método hipotético dedutivo, um estudo descritivo foi realizado por meio de pesquisa documental em um total de 1.163 observações e aplicação de equações simultâneas na análise dos dados. Os resultados da pesquisa indicam predominância dos apontamentos teóricos de seleção natural e neutralização mútua e da endogenia entre a Estrutura de Propriedade e o desempenho das empresas. Os *interlocks* entre proprietários majoritários e proprietários *insiders* revelam que os indivíduos detentores de recursos e poder sustentam sua posição, mantida devido à assimetria de valores e preferências dos proprietários. Conclui-se que o efeito das estimativas de parâmetros para os *interlocks* foram fracos quando comparados com os resultados da Estrutura de Propriedade, o que indica que os aspectos econômicos, advindos da Estrutura de Propriedade, se sobrepõem aos aspectos sociológicos, dos *interlocks*.

**Palavras-chave:** Estrutura de Propriedade. *Interlocks* entre proprietários. Desempenho das empresas.

---

<sup>1</sup> Doutora em Ciências Contábeis e Administração pela FURB. Professora do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Estadual do Oeste do Paraná – UNIOESTE. Endereço: Rua Universitária, 1.619 - Jardim Universitário. CEP: 85819-110 – Cascavel, PR – Brasil. E-mail: [delcigrape@msn.com](mailto:delcigrape@msn.com). Telefone: 55(45)3220-3000.

<sup>2</sup> Doutora em Controladoria e Contabilidade pela FEA/USP. Professora do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC. Endereço: Universidade Federal de Santa Catarina, Campus Reitor João David Ferreira Lima, s/n, Bairro Trindade. CEP 88040-970 – Florianópolis, SC – Brasil. E-mail: [ilse.beuren@gmail.com](mailto:ilse.beuren@gmail.com). Telefone: 55(48)3721-6608.

## INFLUENCE OF OWNERSHIP STRUCTURE AND INTERLOCKS BETWEEN OWNERS IN THE COMPANIES' PERFORMANCE

### ABSTRACT

The goal of this study is to verify the influence of Ownership Structure and social relations between owners (interlock between owners) in the companies' performance. Using the hypothetical deductive method, a descriptive study was conducted through desk research in a total of 1,163 observations and application of simultaneous equations in the data analysis. The research results indicate a predominance of theoretical approaches of natural selection and mutual neutralization, and inbreeding between Ownership Structure and companies' performance. The interlocks between the majority owners and insider owners reveal that those who have resources and power sustain their position, maintained due to the asymmetry of values and preferences of the owners. It is concluded that the effect of the parameters estimates for the interlocks were weak when compared with the results of Ownership Structure, indicating that the economic aspects arising from the Ownership Structure outweigh the sociological aspects of the interlocks.

**Keywords:** Ownership Structure. Interlocks between owners. Companies' performance.

### 1 INTRODUÇÃO

A constituição da Estrutura de Propriedade de uma empresa pode ser atribuída, além de fatores econômicos, aos aspectos culturais, geográficos e aos laços sociais e políticos. As características e necessidades dos proprietários e gestores, o nível educacional e profissional, os valores culturais, o idioma, o grau de parentesco, as forças de mercado e a aversão à incerteza, também estão inseridos no contexto brasileiro e nas estruturas de governança.

Pesquisas relativas à Estrutura de Propriedade têm sido realizadas desde Berle e Means (1932), com ênfase na separação entre propriedade e controle, já antecipada por Smith (1776). Segundo Groß (2007), um avanço significativo nestas discussões foi o desenvolvimento da Teoria da Agência, preconizada por Jensen e Meckling (1976) e Fama (1980), o que permitiu uma abordagem institucional da questão. Esses autores argumentam que o problema de agência inicia-se quando o principal delega ao agente o poder de decisão.

Após esses estudos, os efeitos positivos e negativos da separação do controle sobre a empresa e seu desempenho foram investigados à luz da Estrutura de Propriedade por Demsetz e Lehn (1985) e Demsetz e Villalonga (2001). Estes quadros teóricos levantaram uma infinidade de argumentos para os diferentes efeitos ainda contraditórios da estrutura de governança das empresas (GROß, 2007). As evidências empíricas sobre o efeito da

separação do controle decorrem, principalmente, devido ao fato da concentração do controle acionário, como a identidade do proprietário, serem importantes, especialmente as características da propriedade detida pela gestão (*insiders*) e pelos investidores institucionais.

Questionamentos sobre tipos de proprietários, seu auto interesse e maximização de sua utilidade esperada, estão envolvidos diretamente no conflito de agência. Seus efeitos no desempenho das empresas decorrem dos argumentos de: (i) alinhamento de interesses, quanto maior a participação gerencial na empresa, maior a congruência com os interesses do proprietário e menores os custos de agência (principal e agente possuem objetivos em comum); (ii) entrincheiramento (acúmulo do poder decisório), os agentes não decidem para maximizar o valor das empresas; e (iii) seleção natural, empresas com ineficientes Estruturas de Propriedade falharão em sobreviver no longo prazo. Esses efeitos estão presentes nas características da Estrutura de Propriedade, pois as decisões dos proprietários podem exercer a expropriação da maximização do lucro em troca da maximização de sua utilidade, fato esse que maximiza o efeito entrincheiramento em detrimento do alinhamento de interesses.

Estruturas constituídas são compostas de pessoas, logo, questões sociais, pessoais e comportamentais podem impactar nas decisões, tanto do principal como do agente e, como consequência, no desempenho das empresas. Na perspectiva da Teoria da Agência, o *interlock* entre proprietários contribui na atividade de coordenação e gerenciamento de conflitos entre principal e agente, com a intenção de melhorar o desempenho (CASWELL, 1984). Na lógica da Teoria da Agência, o indivíduo *Resourceful, Evaluative, Maximizing Model* (REMM) é racional e maximizador do seu auto interesse, sua função utilidade não é constituída apenas de aspectos monetários, mas inclui fatores como poder, prestígio e perspectivas de carreira (GROß, 2007). Além de homem econômico, o indivíduo é sociológico, político e psicológico.

Diante dos aspectos teóricos apresentados, elaborou-se a seguinte pergunta de pesquisa: Qual a influência da Estrutura de Propriedade e do *interlocks* entre proprietários no desempenho das empresas? Assim, este estudo objetiva verificar a influência da Estrutura de Propriedade e das relações sociais entre proprietários (*interlocks* entre proprietários) no desempenho das empresas. Para tal, pesquisa documental foi realizada tendo como população as empresas listadas na BM&FBovespa, exceto as financeiras e seguradoras, segregadas por ano e setor da indústria, no período de 2007 a 2012.

O estudo busca avançar nas pesquisas ao associar com o desempenho das empresas não apenas os elementos econômicos dos mecanismos de controle interno de governança corporativa, mas elementos sociológicos, o *interlock* entre proprietários e as características de seus proprietários. No que se refere ao *interlock* entre proprietários, justifica-se a interação das relações comportamentais nas práticas administrativas das

empresas, pois os laços econômicos frequentemente resultam em relações sociais, as quais impactam no processo de tomada de decisões ao nível corporativo, conforme concepção introduzida por Smith (1776).

Portanto, sob a lente da Teoria da Agência, em uma lógica funcionalista, a associação de aspectos do *mainstream* econômico, em específico a Estrutura de Propriedade, com o paradigma sociológico, por meio das relações sociais do *interlock* entre proprietários e sua relação com o desempenho das empresas, constitui-se em uma lacuna percebida na revisão da literatura. Neste sentido, busca-se contribuir para o preenchimento desta lacuna.

## **2 REVISÃO DA LITERATURA**

### **2.1 Estrutura de Propriedade e Desempenho das Empresas**

Demsetz e Lehn (1985) argumentam que a Estrutura de Propriedade das empresas varia sistematicamente de modo a maximizar o valor do proprietário. As evidências empíricas da pesquisa realizada em 511 empresas estadunidenses não demonstraram relação significativa entre concentração da propriedade e rentabilidade, medida pelo ROE. Os autores ressaltam que esses resultados põem em dúvida a tese de Berle e Means (1932), também questionada por La Porta *et al.* (1999) e Claessens, Djankov e Lang (1999), de que a Estrutura de Propriedade explica o desempenho.

Estas pesquisas divergem da proposição de que a Estrutura de Propriedade é determinante do desempenho das empresas. Neste estudo, na formulação das hipóteses e nos testes estatísticos, considera-se, pautado no posicionamento teórico, que a Estrutura de Propriedade tanto explica o desempenho empresarial como é explicada por ele, ou seja, o desempenho é pelo menos tão susceptível de afetar a Estrutura de Propriedade como o inverso (SÁNCHEZ-BALLESTA; GARCÍA-MECA, 2007). Assim formulou-se a primeira hipótese:

H1: A relação entre Estrutura de Propriedade e Desempenho das empresas apresenta-se endógena.

Espera-se com essa hipótese, caso seja rejeitada a H1 e observada a Estrutura de Propriedade como variável exógena, que os resultados sejam similares aos de Morck, Shleifer e Vishny (1988), Hermalin e Weisbach (1988) e Kole (1996), que tratam a Estrutura de Propriedade como exógena ao desempenho das empresas.

### **2.2 Dimensões da Estrutura de Propriedade e o Desempenho das Empresas**

Os *insights* da Teoria da Agência ajudam na incorporação mais explícita dos conflitos de interesses e dos problemas de agência (MITNICK, 1975; JENSEN; MECKLING, 1976). Um aspecto que minimiza o conflito de interesses é o monitoramento das atividades do agente pelo principal, preconizado por Jensen e Meckling (1976), Shleifer e Vishny (1986) e Morck, Shleifer e Vishny (1988). O argumento do monitoramento das ações dos gestores supõe que os proprietários majoritários são mais capazes de

monitorar e controlar a gestão, contribuindo assim para o desempenho de empresas.

Burkart *et al.* (1997), Pagano e Röell (1998) explicam que um efeito negativo no desempenho ocorre devido ao argumento de excesso de monitoramento. Maior controle reduz espaço para a auto-realização da gestão e, conseqüentemente, desestimula os gestores. Em outras palavras, os gestores são desencorajados pelos proprietários controladores a realizar investimentos específicos devido ao custo do investimento ser dispendioso. Dyck e Zingales (2004) argumentam que um efeito negativo da propriedade detida pelos proprietários majoritários decorre do controle de benefícios privados. O bloco de controle ganha benefícios privados pelo controle, além da possibilidade de provocar ações contrárias (por exemplo, contratos *insiders*) aos interesses dos proprietários minoritários.

Segundo Fama e Jensen (1983), a concentração de propriedade reduz a liquidez de mercado ou a diversificação do *portfólio* e aumenta o custo de capital. Esse efeito negativo da Estrutura de Propriedade concentrada no desempenho das empresas caracteriza o argumento do custo de capital. A hipótese de entrincheiramento prevê que os ativos corporativos podem ser menos valiosos quando gerenciados por um indivíduo livre de verificações em seu controle, que está associada à concentração acionária e ao acúmulo do poder decisório. O aumento do nível de participação implica aumento dos custos suportados pelos gestores para não tomar decisões que maximizem o seu valor (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988).

Um efeito nulo da Estrutura de Propriedade concentrada está associado aos argumentos de seleção natural (DEMSETZ; LEHN, 1985) e de neutralização mútua (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999). A seleção natural ocorre quando qualquer tipo de Estrutura é determinada pelo desempenho financeiro, no sentido de que as empresas com ineficientes Estruturas de Propriedade falharão em sobreviver no longo prazo. Segundo Groß (2007), a ideia deriva de uma teoria mais geral, a economia da seleção natural, de Alchian (1950) e Friedman (1953). A neutralização mútua explica que o desempenho é influenciado por vários mecanismos de incentivos, mas um cancela o outro. Fundamentado no argumento do monitoramento de alinhamento de interesses, formulou-se a segunda hipótese:

H2: Há associação positiva entre Estrutura de Propriedade concentrada e desempenho das empresas, devido ao efeito de monitoramento entre principal e agente.

Espera-se com a confirmação da H2 que os resultados não rejeitem o argumento teórico proposto por Shleifer e Vishny (1986) e Morck, Shleifer e Vishny (1988), de que proprietários majoritários são mais capazes de monitorar e controlar a gestão, contribuindo assim para o desempenho de empresas.

A rejeição desta hipótese pode ocorrer devido a associação negativa entre a Estrutura de Propriedade concentrada e o desempenho das

empresas, suportada pelo argumento de controle de benefícios privados (AGRAWAL; KNOEBER, 1996; DYCK; ZINGALES, 2004), pelo argumento de excesso de monitoramento (BURKART *et al.* 1997; PAGANO; RÖELL, 1998) e pelo argumento do custo de capital (FAMÁ; JENSEN, 1983). Além disso, pela ausência de significância entre a Estrutura de Propriedade concentrada e o desempenho das empresas, suportada pelos argumentos de seleção natural (DEMSETZ; LEHN, 1985) e de neutralização mútua (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999).

### **2.3 Natureza da Estrutura de Propriedade e o Desempenho das Empresas**

Jensen e Meckling (1976) segregaram a Estrutura de Propriedade quanto a natureza dos proprietários em dois grupos: *insiders* (administradores) e *outsiders* (investidores sem função direta na administração da empresa). Groß (2007) e Warokka (2008) classificaram os investidores *insiders* em diretores, conselheiros, gestores e empregados; e os investidores *outsiders* em governo, organizações e privado individual.

#### **2.3.1 Estrutura de propriedade *insiders* e o desempenho das empresas**

É provável que os conflitos de agência sejam provenientes do fato de que, à medida que o direito de propriedade do proprietário-administrador, propriedade *insiders*, diminui, o seu incentivo para buscar novos empreendimentos lucrativos também diminui (JENSEN; MECKLING, 1976). Um mecanismo para reduzir os potenciais conflitos é a hipótese de alinhamento de interesses, que refere-se à propriedade detida pelos gestores, pois quanto maior a propriedade detida pelos proprietários de natureza *insiders* maior o alinhamento de interesses e menores os custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

Achleitner e Wichels (2000), Cebenoyan, Cooperman e Register (2000), Bphren e Φdegaard (2003) aduzem que o percentual de ações detidas por gestores, diretores e conselheiros reduz o conflito de interesses entre proprietários e gestores, que ocorre devido ao argumento de alinhamento de interesses. Groß (2007) explica que um efeito positivo decorre da melhoria do monitoramento pelos proprietários em disciplinar a gestão. Um agravamento do conflito resulta em efeito negativo no desempenho, denominado de entrincheiramento, conforme Fama (1980) e Fama e Jensen (1983).

Níveis mais elevados de participações de *insider* levam ao entrincheiramento gerencial (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988). Groß (2007) explica que os problemas de agência se manifestam sob diferentes tipos de conflitos. No problema de agência gerado pelo conflito de esforço, os gestores maximizam sua utilidade reduzindo seu esforço, cujo efeito é negativo e direto. Esse tipo de conflito pode diminuir o desempenho da empresa e, portanto, o valor para o proprietário. Além disso, gestores podem abusar de ativos corporativos, prejudicando o valor da empresa. Um efeito nulo da Estrutura de Propriedade no desempenho das empresas, indica

seleção natural (DEMSETZ; LEHN, 1985) ou o argumento de neutralização mútua (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999).

Neste estudo assume-se que existem custos de agência, refletidos no desempenho da empresa, e que tais custos podem ser minimizados pela participação acionária por *insiders*, já que o percentual de ações detidas por gestores, diretores e conselheiros reduz o conflito de interesses entre proprietários e gestores, produzindo alinhamento de interesses. Fundamentado no argumento do alinhamento de interesses, formulou-se a terceira hipótese:

H3: Há associação positiva entre Estrutura de Propriedade *insiders* e desempenho das empresas, devido ao efeito de alinhamento de interesses entre principal e agente.

Espera-se com a confirmação de H3 que os resultados não rejeitem o argumento teórico proposto por Achleitner e Wichels (2000), Cebenoyan, Cooperman e Register (2000), Bøhren e Ødegaard (2003) de que a propriedade detida por *insiders* reduz o conflito de interesses entre proprietários e gestores, minimizando problemas de agência.

A hipótese H3 pode ser rejeitada por dois motivos: a) devido a associação negativa entre a Estrutura de Propriedade *insiders* e o desempenho das empresas, suportada pelo efeito de Entrincheiramento (FAMA, 1980; FAMA; JENSEN, 1983); b) devido a ausência de significância estatística entre Estrutura de Propriedade *insiders* e desempenho das empresas, suportada pelos argumentos de seleção natural (DEMSETZ; LEHN, 1985) e de neutralização mútua (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999).

### 2.3.2 Estrutura de propriedade institucional e desempenho das empresas

Berle (1960) argumenta que os investidores institucionais exercem poder sem a propriedade, assim podem disciplinar os gestores, devido a sua importância no mercado. Uma das características comuns a todos os investidores institucionais é que fornecem uma forma de partilhar o risco. Um fator que favorece os investidores institucionais é sua capacidade de absorver e processar informações (WIBERG, 2008). Hirschman (1964) destaca que os investidores institucionais contribuem para a melhoria dos controles nas empresas, podendo reduzir problemas de agência.

Segundo Shleifer e Vishny (1986), a presença de investidores institucionais aumenta o monitoramento da empresa, pois encontraram uma relação significativa de efeito positivo entre investidores institucionais e valor de mercado das empresas. Portanto, quanto maior a presença de investidores institucionais na Estrutura de Propriedade da empresa, melhor será o alinhamento de interesses e, como consequência, maior o desempenho. Os autores explicam que a quantidade de investimentos feitos por proprietários institucionais proporciona incentivo e acompanhamento da gestão, uma vez que eles incentivam e solicitam informações dos proprietários envolvidos. Assim, nas empresas em que as instituições possuem participação acionária, cria-se um incentivo econômico à produção de

informação e apresentam-se oportunidades para influenciar a política corporativa e o desempenho.

Os investidores institucionais são mais capazes de monitorar e controlar a gestão devido ao conhecimento dos negócios e da indústria, contribuindo assim para o desempenho das empresas, já que o efeito monitoramento de interesses apresenta efeito positivo no desempenho (AGRAWAL; KNOEBER, 1996). Neste estudo assume-se que o monitoramento institucional implica efeito positivo no desempenho das empresas. Fundamentado no monitoramento institucional apresenta-se a quarta hipótese:

H4: Há associação positiva entre Estrutura de Propriedade institucional e desempenho das empresas, devido ao efeito de monitoramento institucional.

Espera-se com a confirmação da H4 que os resultados não rejeitem o argumento teórico proposto por Agrawal e Knoeber (1996), de que a propriedade detida por proprietários institucionais possibilita controlar a gestão devido ao conhecimento dos negócios e da indústria pelos proprietários institucionais. E que os resultados empíricos sejam similares aos de Groß (2007) e Wiberg (2008), que encontraram relação positiva entre propriedade institucional e desempenho das empresas. A posse da propriedade acionária por proprietários institucionais pode proporcionar efeito de monitoramento e melhoria nas informações disponibilizadas pelas empresas, conforme constatado por Groß (2007) e Wiberg (2008).

A rejeição desta hipótese pode ocorrer em decorrência de efeitos negativos da participação acionária por investidores institucionais associada a miopia institucional (BADRINATH; GAY; KALE, 1989) e/ou a estratégia de alinhamento e conflito de interesses (POUND, 1988). A literatura indica que ocorre miopia institucional porque os investidores institucionais podem preferir retornos de curto prazo e usar seu poder para controlar investimentos míopes. No caso da estratégia de alinhamento e conflito de interesses, os investidores institucionais podem ter relações comerciais com as empresas e ações contra a administração que podem prejudicar essas relações. Outro aspecto que justifica a rejeição da H4 em favor do efeito nulo é associado ao argumento de seleção natural (DEMSETZ; LEHN, 1985) e de neutralização mútua (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999).

## **2.4 Interlocks entre Proprietários e o Desempenho das Empresas**

Granovetter (1995) afirma que os *Interlocks* entre proprietários podem explicar os motivos que levam os investidores a assumir laços não lucrativos, incluindo ligação de parentesco e institucionais. Eles podem servir para substituir diretores, eliminar sobreposição de proprietários, nomear novos gestores e alterar as relações pessoais. Lazzarini (2007) explica que determinado proprietário pode usufruir de informações ou recursos vindos de outros atores, que se conectam com seus parceiros diretos. Um proprietário que se conecta a quatro outros proprietários relacionados a uma única empresa deve derivar menos benefícios da sua rede do que um proprietário

ligado a quatro outros atores altamente conectados.

Estudos nessa linha têm sido desenvolvidos sob o argumento de que o *Interlock* afeta o desempenho das empresas, principalmente quando observadas as ligações entre participações acionárias de conselheiros e gestores. Silva, Majluf e Paredes (2006) explicam que a associação entre proprietários de uma empresa com outra contribui positivamente para o desempenho como um todo. No entanto, alertam que pode ter efeito negativo sobre o desempenho ao se aproveitarem dessa condição para expropriar os proprietários minoritários.

Este estudo apoia-se nos argumentos da Teoria da Agência de Jensen e Meckling (1976), uma vez que os benefícios líquidos advindos da participação acionária promovem um possível alinhamento de interesses. Logo, os custos de agência estariam sendo justificados pelo poder dos proprietários. Assim, o poder da centralidade na participação acionária promoveria a atividade de monitoramento preconizada pela Teoria da Agência. Portanto, com base no efeito positivo das relações sociais no desempenho, formula-se a quinta hipótese:

H5: O *Interlock* entre proprietários apresenta influência positiva no desempenho de empresas, devido ao poder da centralidade na participação acionária promover a atividade de monitoramento e alinhamento de interesses.

Espera-se que o desempenho da empresa seja afetado pelas relações sociais representadas pelo *Interlock entre proprietários*, à medida que depende da Estrutura de Propriedade. E que os resultados sejam similares aos de Silva, Majluf e Paredes (2006), no Chile, e de Liang (2009), em Taiwan. A rejeição da H5 pode indicar efeitos negativos das relações sociais no desempenho, decorrentes de laços sociais mantidos pela assimetria de valores e preferências dos atores da rede, dificultando a manutenção de objetivos comuns (LABIANCA; BRASS, 2006). Diferenças de pensamento, padrões de comportamento e cognição dos membros da rede possibilitam reciprocidade negativa. Assim, há possibilidade de resultados insatisfatórios para a empresa (MENDES-DA-SILVA *et al.*, 2008).

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Para a coleta dos dados realizou-se pesquisa documental, tendo como população as empresas listadas na BM&FBovespa, exceto financeiras e seguradoras, segregadas por ano e setor da indústria, no período de 2007 a 2012, totalizando 2.333 observações. A amostra foi calculada considerando uma margem de erro de 5% e um valor crítico de 1,96.

O efeito *outliers* foi analisado para as variáveis dependentes Q de Tobin e ROE, pelo critério de intervalo interquartil (iqr), conforme utilizado por Groß (2007). Esse critério permitiu identificar 151 casos considerados possíveis *outliers*. Assim, o tamanho da amostra final consistiu de 1.163 casos. No Quadro 1 representam-se os construtos da pesquisa.

#### Quadro 1 – Construtos da pesquisa

Construtos	Variáveis	Métricas	Base teórica
Dimensões	DC	DC = % dos direitos de Controle do maior proprietário	Groß (2007), antecipado por Pedersen e Thomsen (1999).
	IDE	IDE = Indicador de Direitos em Excesso do maior proprietário	Groß (2007), Okimura, Silveira e Rocha (2007).
	PdcST_	PdcST = Soma dos direitos de controle do segundo e do terceiro maior proprietário	Groß (2007), antecipado por Agrawal e Mandelker (1987).
Natureza	Insiders	DCg = Soma dos direitos de controle dos gestores em %.	Groß (2007), antecipado por Morck, Shleifer e Vishny (1988), Cho (1998), Himmelberg, Hubbard e Palia (1999), Demsetz e Villalonga (2001).
		IG = Indicador de Direitos em Excesso em posse do presidente.	
		DCgb = Soma dos direitos de controle dos gestores e conselheiros em %.	
		IGB = Indicador de Direitos em Excesso em posse dos gestores e dos conselheiros;	
		DCb = Soma dos direitos de controle dos conselheiros em %.	
		IB = Indicador de Direitos em Excesso em posse dos conselheiros	
Institucional	I	ICi = Soma dos direitos de controle de Investidores Institucionais	Groß (2007), antecipado por Morck, Shleifer e Vishny (1988), Cho (1998), Himmelberg, Hubbard e Palia (1999).
		II = Indicador de Direitos em Excesso em posse dos proprietários institucionais	
Interlock entre proprietários	Centralidade de Bonacich	CB_Int_ac = Centralidade de Bonacich para os proprietários controladores	Lazzarini (2007).
		CB_Int_ab = Centralidade de Bonacich para os proprietários <i>insiders</i>	
		CB_Int_a_inst = Centralidade de Bonacich para os proprietários institucionais.	
Desempenho empresarial	Variáveis dependentes	Valor de Mercado	Operacionalizado de acordo com Fama e Barros (2000), antecipado pelo conceito teórico conforme Morck, Shleifer e Vishny (1988) e utilizado no modelo empírico de Groß (2007).
		Rentabilidade	ROE= LLOp/PL Onde:

		<p>LLOp = Lucro Líquido Operacional                  PL = Patrimônio Líquido</p>	<p>(2007), Warokka (2008), antecipado por Demsetz e Villalonga (2001).</p>
--	--	--	--

Fonte: Elaboração própria

Nas variáveis independentes, utilizou-se o Modelo de Groß (2007) para as dimensões Estrutura de Propriedade e natureza dos proprietários (*insider* e institucionais). A esse modelo foi adicionado o *Interlock* entre proprietários, medido pelo indicador de centralidade de Bonacich (BONACICH, 1987; BONACICH; LLOYD, 1987). As variáveis dependentes, valor de mercado, mensurado pelo Q de Tobin, e rentabilidade do patrimônio líquido, medida pelo ROE, foram definidas conforme o estudo de Groß (2007).

A coleta de dados foi realizada em dois blocos: dados contábeis e de mercado e dados referentes à Estrutura de Propriedade. Os dados contábeis e de mercado das empresas industriais foram coletados na Economática®. As informações da Estrutura de Propriedade foram coletadas nos sites da BM&FBovespa e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Os cálculos do *Interlock* foram obtidos a partir de sociomatrizes de ordem mxm, com os laços estabelecidos entre proprietários, conforme critério utilizado por Lazzarini (2007). Para obter as matrizes que refletiram os *Interlocks* entre proprietários, foi necessária a construção de um aplicativo em Java, além de adotar procedimentos manuais e computacionais para supressão de inconsistências de nome, CNPJ e CPF dos proprietários, o que resultou em 7.340 observações.

Para operacionalizar os sistemas de equações simultâneas, segregaram-se três modelos de equações para a Estrutura de Propriedade (Modelo I, II, III). No primeiro, analisou-se a concentração de propriedade. O segundo e o terceiro concentraram-se na natureza do proprietário (*insiders* e institucional). Em todos os modelos foram adicionados os *Interlocks* entre proprietários. Cada modelo teve um sistema de equações simultâneas definidas a partir do teste de endogenia. Um modelo de equações simultâneas pode ser representado pelas Equações 1 e 2:

$$X_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_t + U_{1t} \quad (1)$$

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + \beta_2 I_t + u_{2t} \quad (2)$$

Como X depende de Y na primeira equação e Y depende de X (e I) na segunda equação, X e Y, estas foram determinadas conjuntamente, o que define um modelo de equações simultâneas. Não obstante, X e Y são variáveis endógenas, enquanto I é exógena ou determinada fora da equação (GUJARATI, 2006). Neste estudo X e Y compreendeu as variáveis: Desempenho e Estrutura de Propriedade, para os modelos I, II e III. As equações 5 e 6 representam esses modelos de forma sintética. Após o teste de endogenia essas equações foram desmembradas, mas devido ao espaço que ocuparia, optou-se por não representar a forma analítica para todos os modelos.

$$D = EP + IP + VC \quad (3)$$

$$EP = D + IP + VC \quad (4)$$

Onde:

D = desempenho; EP = conjunto de variáveis referente a Estrutura de Propriedade; IP = *Interlock* entre proprietários; VC = Variáveis de Controle.

Após definido o sistema geral, fez-se a segregação pelas dimensões da Estrutura de Propriedade e natureza dos proprietários, adicionadas pelo *interlock* entre proprietários para testar as hipóteses. Utilizaram-se sistemas de equações simultâneas em função da característica teórica de endogenia e causalidade reversa entre Estrutura de Propriedade e Desempenho de Empresas.

## 4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 Estatísticas Descritivas

Na análise descritiva são apresentadas a média, o desvio padrão, a assimetria, a curtose, os mínimos e máximos e a colinearidade, bem como o número de casos analisados, pertencentes a dimensão da Estrutura de Propriedade, conforme Tabela 1.

**Tabela 1 – Estatísticas descritivas das variáveis da Estrutura de Propriedade**

Estrutura de Propriedade			Min.	Máx.	Média	D.P.	Simet.	Curt.	*Toler.	*VIF	**Toler.	**VIF
Ac. Controlador	Direitos de Controle	DC	5,4	100,0	53,34	26,51	0,22	-1,00	0,55	1,81	0,55	1,82
	Direitos/Excesso	IDE	0	4	1,36	0,63	1,49	1,55	0,79	1,27	0,78	1,28
2o./3o. maior proprietário	Direitos de Controle	PdcST	0,0	99,6	19,1	15,25	0,59	0,21	0,66	1,51	0,66	1,52
	Direitos de Controle	DCb	0,0	90,0	4,2	12	3,7	15,2	0,51	1,97	0,51	1,98
Insider	Direitos de Controle	DCg	0,0	93,6	2,1	10	5,8	37,9	0,63	1,59	0,63	1,59
	Direitos de Controle	DCgb	0,0	97,2	3,3	11	4,9	27,7	0,52	1,91	0,52	1,92
	Direitos de Controle	IB	0,0	3,0	0,3	1	2,4	6,0	0,38	2,66	0,37	2,69
	Direitos/Excesso	IG	0,0	3,0	0,1	0	4,1	19,1	0,47	2,11	0,47	2,13
	Direitos/Excesso	IGB	0,0	3,0	0,2	1	3,1	10,4	0,43	2,33	0,42	2,37
Institucional	Direitos de Controle	ICi	0,0	100,0	18,2	26,7	1,7	1,9	0,54	1,84	0,54	1,86
	Direitos/Excesso	II	0,0	3,0	0,59	0,61	0,72	0,32	0,54	1,83	0,54	1,84

\*Estatísticas de colinearidade - Q de Tobin

\*\*Estatísticas de colinearidade - ROE

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 1 que o valor máximo de concentração foi de 100%. Isso pode parecer elevado à primeira vista, mas somente 12 empresas obtiveram o máximo. A concentração da propriedade média, medida pelos direitos de controle, foi de 53,34%, com desvio padrão de 26,51%. Esses resultados são similares ao estudo de Groß (2007), que foi de 44% para empresas localizadas na Alemanha, com desvio padrão de 25%, e aos estudos de Silva *et al.* (2000), Damil, Rogers e Ribeiro (2007), Okimura, Silveira e Rocha (2007), Soares e Kloeckner (2008), que também constataram a natureza do controle concentrado em empresas localizadas no Brasil.

Okimura, Silveira e Rocha (2007) encontraram para o ano de 2002 um percentual de 76%, com desvio padrão de 20%. Contudo, Assaf Neto, Lima e Araújo (s/d), no período de 2006, encontraram os valores de 53,27%, com desvio padrão de 26,87%. Esses achados são similares aos encontrados por

Caixe (2012), que justifica a redução da concentração de propriedade devido a implantação dos segmentos diferenciados de governança corporativa pela BMF&Bovespa em 2000 e a Nova Lei das S.A. Esses valores indicam que no Brasil as empresas possuem Estrutura de Propriedade concentrada quando comparado com o indicador do segundo e do terceiro proprietário que combinam em média 19,1% dos direitos de controle com desvio padrão de 15,23%. Esse indicador ficou próximo aos valores apurados por Groß (2007), que foi de 17,7% com desvio padrão de 18,7%.

A variável índice de concentração dos direitos em excesso teve uma média de 1,36, com um desvio padrão de 0,63, o que indica uma divergência relativamente alta entre os direitos de controle e os direitos de fluxo de caixa. Esse resultado é similar ao estudo de Groß (2007) na Alemanha (1,151 e desvio padrão de 0,74), e aos estudos de Silva e Leal (2003) e Silveira *et al.* (2004) no Brasil. Isto não surpreende, uma vez que o proprietário majoritário, em comparação aos proprietários institucionais e *insiders*, detém suas ações com menor divergência entre os direitos de controle e os direitos de fluxo de caixa. Em outras palavras, ele está mais interessado em manter o poder de voto, investindo seus recursos em direitos de controle do que em direitos de fluxo de caixa. Quando comparado com o estudo de Okimura, Silveira e Rocha (2007), referente ao período de 1998 a 2002, este não coaduna, pois os autores encontraram uma média de 1,655. Essa divergência justifica-se pela alteração da Lei nº 6.404/76 que limitou a emissão de ações PN (sem direito a voto). A partir de 2008, para cada ação ON a empresa pode emitir apenas uma ação PN, antes essa relação era de um para dois, ou seja, uma ação ON permitia a emissão duas ações PN.

Os resultados do coeficiente de simetria indicam que a propriedade detida pelos proprietários *insiders* e institucionais são assimétricos. Os resultados do desvio padrão indicam que as observações são heterogêneas para os indicadores de direitos em excesso da propriedade institucional e *insiders* e homogêneas para os indicadores dos direitos de controle do maior proprietário. Quanto a curtose, os resultados mostram que os direitos de controle do proprietário controlador apresentam curtose negativa, indicando que os valores estão pouco concentrados em torno da média e, conseqüentemente, a variação será elevada. Quando comparados os valores de curtose ao estudo de Groß (2007), os achados (inferiores a 100) são divergentes dos encontrados pela autora (superiores a 100). Segundo Groß (2007), as variáveis fortemente distorcidas também mostram valores elevados de curtose, o que não se aplica neste estudo.

## 4.2 Equações Simultâneas

Nos testes de endogenia para o desempenho, realizados pelo Wu-Hausman teste-F e Durbin-Wu-Hausman teste  $\chi^2$  (Chi-quadrado), um *p-value* com valores abaixo de 10% indica que as variáveis são endógenas. Os resultados para o Q de Tobin apontaram significância para seis das onze dimensões da Estrutura de Propriedade. Para a rentabilidade, os resultados

indicaram significância para sete das onze dimensões da Estrutura de Propriedade. Esses resultados proporcionam a rejeição parcial da hipótese H1: A relação entre Estrutura de Propriedade e desempenho apresenta-se endógena.

A partir desses resultados foram definidos os sistemas de equações para cada modelo. Para as variáveis não rejeitadas, aceita-se a existência de dependência da Estrutura de Propriedade em relação ao desempenho das empresas. Por outro lado, o desempenho das empresas depende da Estrutura de Propriedade controlada, *insiders* e institucional. Portanto, existe a possibilidade dessas variáveis serem determinadas conjuntamente em um sistema de equações simultâneas, utilizando-se o método de estimação 3SLS. As variáveis endógenas compõem o sistema de equações simultâneas.

No Modelo I, as variáveis endógenas, em relação ao Q de Tobin, são: Direitos de Controle - Proprietário Majoritário - DC; Direitos em Excesso - Proprietário Majoritário - IDE. Portanto, o sistema de equação para o Modelo I ficou assim definido:

$$Q \text{ de Tobin}_{it} = \beta_0 + \beta_1 DC_{it} + \beta_2 IDE_{it} + \beta_3 PdcST_{it} + \beta_4 CB_{int\_ac\_it} + \beta_5 \ln\_At_{it} + \beta_6 SIC_{it} + \beta_7 anodummy_{it} + \mu_{it} \quad (5)$$

$$DC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Q \text{ de Tobin}_{it} + \alpha_2 PdcST_{it} + \alpha_3 CB_{int\_a\_inst}_{it} + \alpha_4 CB_{int\_ab}_{it} + \alpha_5 \ln\_At_{it} + \alpha_6 SIC_{it} + \alpha_7 anodummy_{it} + \alpha_8 \ln\_idade_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$IDE_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Q \text{ de Tobin}_{it} + \gamma_2 PdcST_{it} + \gamma_3 CB_{int\_a\_inst}_{it} + \gamma_4 CB_{int\_ab}_{it} + \gamma_5 \ln\_At_{it} + \gamma_6 SIC_{it} + \gamma_7 anodummy_{it} + \gamma_8 \ln\_idade_{it} + \omega_{it} \quad (7)$$

Onde:

*i* representa a empresa, variando de 1 até N; *t* representa o ano, variando de 1 até T;

Q de Tobin = valor de mercado (desempenho);

DC = Estrutura de Propriedade do maior proprietário (concentração) – Direitos de Controle; IDE = Estrutura de Propriedade do maior proprietário (concentração) – Direitos em Excesso; PdcST = Estrutura de Propriedade do segundo e terceiro proprietário – Direitos de Controle, representa a dimensão dispersa; CB\_int\_ac, CB\_int\_ab, CB\_int\_a\_inst = Interlock entre proprietários majoritários, *insiders* e institucional, respectivamente; ln\_AT = Tamanho da empresa; ln\_idade = idade da empresa; SIC = setor da indústria e anodummy = tempo;  $\mu_{it}$ ,  $\varepsilon_{it}$ ,  $\omega_{it}$  = são os termos do erro de cada equação.

No Modelo II – *Insiders*, as variáveis endógenas são: (Propriedade do Board of Directors - DCb; Propriedade Gestor e Board of Directors DCgb). Portanto, o sistema de equação para o Modelo II ficou definido conforme as equações 8, 9 e 10.

$$Q \text{ de Tobin}_{it} = \beta_0 + \beta_1 DCgb_{it} + \beta_2 GB_{it} + \beta_3 DCg_{it} + \beta_4 IG_{it} + \beta_5 DCb_{it} + \beta_6 IB_{it} + \beta_7 CB_{int\_a\_b}_{it} + \beta_8 \ln\_AT_{it} + \beta_9 SIC_{it} + \beta_{10} anodummy_{it} + \mu_{it} \quad (8)$$

$$DCb_{it} = \quad (9)$$

$$a_0 + a_1 Q_{deTobin\_it} + a_2 IB\_it + a_3 CB\_int\_ac\_it + a_4 CB\_int\_a\_inst\_it + a_5 ln\_idade\_it + a_6 ln\_AT\_it + a_7 SIC\_it + a_8 anodummy\_it + \varepsilon\_it \quad (10)$$

$$DC_{gb\_it} = \gamma_0 + \gamma_1 Q_{deTobin\_it} + \gamma_2 IGB\_it + \gamma_3 CB\_int\_ac\_it + \gamma_4 CB\_int\_a\_inst\_it + \gamma_5 ln\_idade\_it + \gamma_6 ln\_AT\_it + \gamma_7 SIC\_it + \gamma_8 anodummy\_it + \omega\_it$$

No Modelo III – Institucional, as variáveis endógenas são: Direitos de Controle - Propriedade Institucional - Ici; Direitos em Excesso - Propriedade Institucional. Portanto, o sistema de equação para o Modelo III ficou definido conforme equações 11 e 12.

$$Q_{Tobin\_it} = \beta_0 + \beta_1 Ici\_it + \beta_2 II\_it + \beta_3 CB\_int\_a\_inst\_it + \beta_4 ln\_AT\_it + \beta_5 SIC\_it + \beta_6 anodummy\_it + \mu\_it \quad (11)$$

$$Ici\_it = a_0 + a_1 Q_{deTobin\_it} + a_2 CB\_int\_ac\_it + a_3 CB\_int\_ab\_it + a_4 ln\_idade\_it + a_5 ln\_AT\_it + a_6 SIC\_it + a_8 anodummy\_it + \varepsilon\_it \quad (12)$$

Os mesmos sistemas de equações simultâneas foram estimados para o ROE. Para a rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido, as variáveis endógenas que indicaram efeitos simultâneos nas direções foram: Concentrada (Direitos de Controle - Proprietário Majoritário - DC; Direitos em Excesso - Proprietário Majoritário - IDE); *Insiders* (Propriedade Gestor - DCg; Propriedade do Board of Directors - DCb; Propriedade Gestor e Board of Directors DCgb; Direitos em Excesso Gestor e Board of Directors - IGB); Institucional (Direitos de Controle - Propriedade Institucional - Ici).

#### 4.2.1 Modelo I - Relação das dimensões estrutura de propriedade e desempenho

Na Tabela 2 apresentam-se os resultados das estimativas da relação entre a Estrutura de Propriedade controlada com os indicadores de desempenho e sua causalidade reversa.

**Tabela 2 – Estimativas para Estrutura de Propriedade controlada - Modelo I**

Variável Dependente	Siglas	Q de Tobin MI(1)	DC MI(2)	IDE MI(3)	ROE MI(4)	DC MI(5)	IDE MI(6)
Direitos de Controle - P_Majoritário	DC	0,18 (0,37)	-	-	(0,08) (-0,67)	-	-
Direitos em Excesso - P_Majoritário	IDE	(0,25) (-1,21)	-	-	0,15 (3,03)*	-	-
Direitos de Controle - P. Segundo e Terceiro Ac.	PdcST	0,17 (0,37)	(0,79) <b>(-20,07)*</b>	0,17 (0,64)	(0,04) (0,41)	(0,81) (-4,99)*	3,69 (0,52)
Valor de Mercado	Q de Tobin	-	(0,01) (-0,05)	1,67 <b>(2,32)**</b>	-	0,52 (0,12)	(92,13) (0,50)
Interlock entre	CB_Int_ac	(0,11) <b>(-2,48)*</b>	-	-	0,02 (1,90)**	-	-

P_Majoritários							
Interlock			(0,01)	(0,08)		(0,01)	0,28
P_Institucional	CB_Int_a_inst	-	(-0,30)	(-1,04)	-	(-0,44)	(0,57)
Interlock P_			(0,01)	0,07		(0,10)	(0,38)
Insiders	CB_Int__ab	-	<b>(-8,60)*</b>	<b>(1,72)***</b>	-	<b>(-5,93)*</b>	<b>(-0,54)</b>
Tamanho da Empresa****	AT	0,99	0,97	1,06	1,00	0,97	1,90
		(-0,37)	<b>(-6,84)*</b>	<b>(1,87)***</b>	(0,09)	(-1,10)*	(0,48)
Idade****	Idade	-	1,01	1,17	-	1,00	5,94
			(1,33)	<b>(3,33)*</b>		(0,02)	(0,49)
Setor	Todos		# parcialmente sig.		# parcial. sig.		# insig.
Tempo	Anodummy	0,15	(0,02)	0,01	(0,00)	(0,01)	(1,89)
		<b>(-3,12)*</b>	(-0,94)	(0,82)	(-0,30)	(-0,08)	(-0,52)
Constante		1,95	1,14	(2,45)	(0,12)	1,18	(8,45)
		<b>(3,48)*</b>	<b>(5,03)*</b>	(-1,63)	(-0,93)	<b>(2,51)**</b>	<b>(-0,42)</b>
RMSE		0,75	0,20	0,14	0,18	0,22	1,41
pseudo R2.		0,03	0,44	(3,80)	(0,25)	0,34	(4,96)
Prob X2.		78,51	912	36,07	54,10	855,72	8,55
P Value		-	-	-	-	-	0,09
Observações		1.163	1.163	1.163	1.163	1.163	1.163

Obs.: Os números em parênteses referem-se à estatística z. A significância estatística é representada nos níveis de: \* 1%, \*\* 5% e \*\*\* 10%. # devido ao espaço não será detalhado. \*\*\*\* para todas as constantes dos logaritmos naturais (ln) foram calculados os valores originais da variável.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados da Tabela 2 indicam que os efeitos da Estrutura de Propriedade referente às dimensões concentrada e dispersa no Q de Tobin não são estatisticamente significantes para um *p-value* de 10%, conforme indicado na coluna MI(1). Em relação ao ROE, não foram estatisticamente significativos para os direitos de controle do maior proprietário (concentração) e do segundo e terceiro proprietários (dispersão). Para a variável direitos em excesso, o resultado foi significativo com efeito positivo a um *p-value* < 1%, conforme indicado na coluna MI(4), proporcionando assim, a rejeição parcial da hipótese H2: Há associação positiva entre Estrutura de Propriedade concentrada e desempenho das empresas, devido ao efeito de monitoramento entre principal e agente.

Esses resultados condizem com o argumento de seleção natural de Demsetz e Lehn (1985) de neutralização mútua. Para os indicadores de direitos em excesso do proprietário majoritário (IDE) em relação ao ROE, os resultados são condizentes com o estudo de Groß (2007), que observou que o investidor prefere minimizar a divergência entre direitos de controle e direitos sobre o fluxo de caixa, para garantir a rentabilidade do patrimônio.

No entanto, são contraditórios ao estudo de Demsetz e Villalonga (2001), de que a Estrutura de Propriedade é escolhida com a finalidade de maximizar o desempenho da empresa e que maior propriedade dispersa, embora faça com que o problema de agência seja mais crítico, proporciona vantagens nas empresas que optam por contar com uma

Estrutura de Propriedade de titularidade dispersa em relação à propriedade concentrada (DEMSETZ; VILLALONGA, 2001). Diferem ainda do estudo de Morck, Shleifer e Vishny (1988), que observaram a ocorrência do efeito positivo significativo e, como consequência, um alinhamento de interesses, já que os proprietários majoritários são mais capazes de monitorar e controlar a gestão. São contraditórios também aos teóricos que defendem o efeito de entrenchamento, tais como Jensen e Murphy (1990), ou seja, que o desempenho sofre um efeito negativo significativo pela Estrutura de Propriedade.

Em relação ao *Interlock* entre proprietários majoritários, observa-se que o mesmo é significativo a um  $p$ -value < 1% no Q de Tobin e um  $p$ -value de 5% no ROE, porém são contraditórios no efeito. O Q de Tobin é influenciado negativamente e o ROE positivamente. Esse resultado indica que quanto maior o poder dos proprietários majoritários na rede de relações, por meio da centralidade resultante do compartilhamento do capital acionário, maior a rentabilidade do Patrimônio Líquido e menor o Valor de Mercado. Assim, não se rejeita a hipótese H5 para o ROE, mas, rejeita-se para o Q de Tobin.

Em relação ao Q de Tobin esses resultados são condizentes com os argumentos de Labianca e Brass (2006), que estudaram as relações sociais negativas, as quais podem impactar de forma negativa no desempenho da empresa. Segundo os autores, algumas relações sociais quando negativas podem determinar maior poder que as relações positivas, impactando no desempenho das empresas a ponto de diminuir o valor de mercado das empresas. Esses autores supõem a ocorrência de laços sociais mantidos devido à assimetria de valores e preferências dos atores da rede, o que causa resultados negativos para a empresa em função da dificuldade de manutenção de objetivos comuns.

Os resultados do Q de Tobin se apoiam também no estudo de Mendes-da-Silva *et al.* (2008), que os efeitos negativos das relações sociais no desempenho são decorrentes de diferenças de pensamento, valores, padrões de comportamento e cognição dos membros envolvidos na rede, os quais possibilitam reciprocidade negativa. Neste estudo estão representados pelo conflito de agência entre os objetivos do principal e do agente. Assim, haveria a possibilidade de resultados insatisfatórios para a empresa.

Quanto à causalidade reversa, ou seja, à probabilidade do desempenho determinar as dimensões da Estrutura de Propriedade, os resultados estão indicados na Coluna MI(2), MI(3), MI(5) e MI(6). Em relação ao Q de Tobin, observa-se que o valor de mercado é insignificante para os direitos de controle do proprietário majoritário – variável DC. No entanto, é significativo a um  $p$ -value < 5% para os direitos em excesso - variável IDE, a qual apresentou efeito positivo, condizente com o estudo de Groß (2007). Em relação ao ROE, observa-se que a rentabilidade é insignificante para os direitos de controle do proprietário majoritário - variável DC e para os direitos em excesso - variável IDE a um  $p$ -value < 10%.

Os resultados da variável IDE indicam que o valor de mercado da empresa medido pelo Q de Tobin pode influenciar de maneira positiva a Estrutura de Propriedade, medida pelos direitos em excesso. Contudo, o ROE não é passível de determinar a Estrutura de Propriedade. Este resultado indica para os direitos de controle que o monitoramento por parte dos proprietários controladores pode não ser tão efetivo. Porém, a influência positiva do Q de Tobin nos direitos em excesso evidencia que o monitoramento por parte dos proprietários está atrelado ao fluxo de caixa a eles destinado. Esses resultados indicam que uma empresa com maior valor de mercado tende a apresentar maior disparidade entre o poder para tomada de decisão (direitos de controle) e a participação no capital total (direitos de fluxo de caixa).

Quanto às divergências dos resultados apresentados entre o valor de mercado e a rentabilidade, Demsetz e Lehn (1985) já advertiam sobre a instabilidade dos indicadores baseados em dados contábeis, pelo fato de serem anuais. Por outro lado, lucros contábeis podem refletir flutuações anuais melhor do que os dados do mercado, uma vez que os indicadores de rentabilidade contábeis são influenciados pelo passado. Porém, Rossoni (2009) alerta que a rentabilidade é passível de maior manipulação por parte da empresa do que as demais medidas de desempenho. Todavia, não está evidente qual medida é mais adequada, se o valor de mercado ou os indicadores de rentabilidade contábil (DEMSETZ; LEHN, 1985).

#### 4.2.2 Modelos II e III - Relação da natureza dos proprietários com o desempenho

Na Tabela 3 apresentam-se os resultados das estimativas da relação da Estrutura de Propriedade detida por *insiders* com os indicadores de desempenho e a causalidade reversa.

**Tabela 3 – Estimativas para Estrutura de Propriedade *insiders* - Modelo II**

Descrição	Siglas	Q de Tobin	DCb	DCgb	ROE	DCg	DCb	DCgb
		MII(1)	MII(2)	MII(3)	MII(4)	MII(5)	MII(6)	MII(7)
P_Gestor e Board of Directors	DCgb	(30,84)	-	-	18,31	-	-	-
Direitos em Excesso		(-1,17)			(0,28)			
Gestor e Board of Directors	IGB	4,41		0,14	(2,54)	-	-	0,14
		(1,12)	-	(24,89)*	(-0,27)			(16,96)*
P_Gestor	DCg	0,28	-	-	12,41	-	-	-
		(0,06)			(0,24)			
Direitos em Excesso	IG	0,26	-	-	(2,22)	0,13		
Gestor		(0,23)			(-0,29)	(20,22)*		
P_Board of	DCb	4,99	-	-	(6,91)	-	-	-

Directors		(0,60)			(-0,38)			
Direitos em Excesso do Board of Directors	IB	(0,87)	0,09		1,40		0,10	
		(-0,77)	(9,08)*	-	(0,31)	-	(13,52)*	-
Desempenho	Q de Tobin/ROE	-	0,26	(0,06)		(0,50)	1,15	(0,36)
			(3,65)*	(-1,85)***		(-1,84)***	(2,69)*	(-0,95)
Interlock P_Majoritário	CB_Int_ac	-	0,02	(0,01)		(0,01)	(0,01)	0,01
			(2,27)**	(-0,61)		(-0,39)	(-0,19)	(0,54)
Interlock P_Institucional	CB_Int_a_inst	-	(0,01)	-		(0,01)	(0,01)	(0,01)
			(-2,18)**	(0,01)		(-0,21)	(-0,86)	(-0,62)
Interlock P_Insiders	CB_Int__ab	(0,03)	-	-	0,04	-	-	-
		(-0,12)			(0,07)			
Tamanho da Empresa***	AT	0,88	1	1	1,08	1	0,99	1
		(-1,13)	(1,19)	(-2,60)*	(-0,28)	(-0,92)	(-2,25)**	(-0,27)
Idade****	Idade	-	1,01	1	-	1	0,97	1,01
			(0,90)	(-0,92)		(-0,87)	(-2,99)*	(0,85)
Setor	Todos	# insig..	# parcialmente sig.		# insig.	# parcialmente sig.		# insig.
Tempo	anodummy	(0,15)	0,04	(0,01)	(0,12)	-	0,03	(0,01)
		(-1,11)	(2,61)*	(-1,16)	(-0,25)	(-0,02)	(2,05)**	(-0,74)
Constante		3,98	(0,45)	0,20	(2,18)	0,03	0,19	0,03
		(1,76)***	(-2,87)*	(2,54)**	(-0,25)	(-0,58)	(2,37)**	(0,50)
RMSE		2,69	0,21	0,01	0,19	0,11	0,20	0,10
pseudo R2.		(11,55)	(2,18)	0,22	(139,19)	(0,33)	(1,89)	0,20
Prob X2.		742,95	215,66	751,64	20,39	454,04	294,44	545,71
P Value		-	-	-	0,03	-	-	-
Observações		1.163	1.163	1.163	1.163	1.163	1.163	1.163

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 3, observam-se os efeitos da Estrutura de Propriedade detida por *insider* e sua causalidade reversa no desempenho. Os resultados indicam que os efeitos da Estrutura de Propriedade detida pelos *insiders*, medidos pelos direitos de controle e pelos direitos ao fluxo de caixa no desempenho, não são estatisticamente significantes para um *p-value* de 10%, conforme colunas Mil(1) e Mil(4). Em decorrência da insignificância estatística rejeita-se a hipótese H3: Há associação positiva entre Estrutura de Propriedade *insiders* e desempenho das empresas, devido ao efeito de alinhamento de interesses entre principal e agente.

Estes resultados são similares aos de Rapaport (2009), no Brasil, e por Groß (2007), na Alemanha. Também são similares aos de Welch (2003), que

não encontrou relação estatisticamente significativa entre Estrutura de Propriedade detida pelos *insiders* e desempenho das empresas. De maneira geral, esses resultados são suportados pelo argumento da seleção natural em que a propriedade detida pelos *insiders* não é capaz de mudar o desempenho das empresas, já que as ineficientes são selecionadas pela estrutura de mercado, conforme Demsetz e Lehn (1985). Também são suportados pelo argumento de neutralização mútua, de que o desempenho é influenciado por vários mecanismos de incentivos, mas um cancela o outro (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999). Porém, os resultados foram contraditórios aos de Warokka (2008), que encontrou efeito positivo na propriedade *insiders*, sob o argumento de monitoramento e convergência de interesses da Teoria da Agência.

Em relação ao ROE, os resultados são similares aos de Demsetz e Lehn (1985) num contexto de Estrutura de Propriedade dispersa. Os autores negam a hipótese de Berle e Means (1932), de que a separação entre propriedade e controle maximiza o valor dos proprietários. Nas empresas pesquisadas, em que se destaca a Estrutura de Propriedade concentrada, os incentivos aos gestores com remuneração em ações, mensurada pelos direitos em excesso, não foram estatisticamente significantes, nem os direitos de controle. Denota-se que em relação à rentabilidade os resultados seguem o argumento de seleção natural e de neutralização mútua. Logo, não é possível afirmar que a propriedade dos gestores e do *Board of Directors* produzam efeito estatisticamente significativo de alinhamento de interesses e entrincheiramento. Esses resultados também foram encontrados por Groß (2007) para o ROE.

No que concerne ao *Interlock* entre proprietários *insiders*, nota-se que os mesmos não são significativos a um  $p\text{-value} < 10\%$  em relação ao desempenho. Assim, rejeita-se a hipótese H5: O *Interlock* entre proprietários apresenta influência positiva no desempenho de empresas, devido ao poder da centralidade na participação acionária promover a atividade de monitoramento e alinhamento de interesses. Esses resultados contradizem os de Labianca e Brass (2006) e Mendes-da-Silva *et al.* (2008), que supõem a ocorrência de laços sociais mantidos devido a assimetria de valores e preferências dos atores da rede, assimetria de informação e conflito de interesses, pressupostos advindos da Teoria da Agência.

Quanto à causalidade reversa, ou seja, à probabilidade do desempenho determinar a propriedade detida por *insiders*, os resultados constam nas Colunas MII(2), MII(3), MII(5), MII(6) e MII(7). Para o valor de mercado, observa-se que é significativo e positivo para os direitos de controle da propriedade detida pelo *Board of Directors* – variável DCb a um  $p\text{-value} < 1\%$ . É também significativo mas negativo a um  $p\text{-value} < 10\%$  em relação à propriedade detida pelos gestores e *Board of Directors* – variável DCgb. Esses resultados indicam alinhamento de interesses para a propriedade do *Board of Directors* e um entrincheiramento de interesses quando adicionada a propriedade dos gestores.

Os resultados indicaram que o valor de mercado da empresa medido pelo Q de Tobin pode influenciar de maneira positiva a Propriedade dos investidores membros do *Board of Directors*. Isso sugere que o mecanismo de controle preconizado pela Teoria da Agência como um monitoramento de interesses se manifesta nas empresas com maior valor de mercado medido pelo Q de Tobin. As empresas com maior valor de mercado remuneraram seus gestores transferindo-lhes participações acionárias (ações). Outra justificativa é que quando as empresas aumentam seu valor de mercado, os gestores preferem a remuneração em ações, conseqüentemente, as empresas com altos valores de mercado apresentam níveis mais elevados de propriedade detida pelos *insiders* (GROß, 2007).

Quando isolada a propriedade detida pelos gestores membros do *Board of Directors*, ou seja, a dualidade da propriedade gestor/*Board*, ocorre o efeito entrincheiramento e não se observa que os membros do *Board* que são proprietários sejam capazes de exercer a atividade de controle preconizada pela Teoria da Agência. O valor de mercado da empresa medido pelo Q de Tobin pode influenciar de maneira negativa a propriedade detida pelos gestores membros do *Board*. Conseqüentemente, as empresas com altos valores de mercado apresentam níveis mais baixos de propriedade detida pelos gestores e membros do *Board*.

Neste contexto, o Conselho não executa a função de monitoramento e acompanhamento das atividades dos executivos que são também proprietários. Em essência, o Conselho falha como um mecanismo de controle corporativo e de monitoramento dos executivos CEO em empresas com maiores valores de mercado medidos pelo Q de Tobin, já que a equação simultânea MII(1) apresentou o efeito de seleção natural ou de neutralização mútua (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999).

As evidências indicam que o valor de mercado pode determinar a Estrutura de Propriedade detida pelos *insiders*, mas não vice-versa. Esses resultados são similares ao estudo de Cho (1998), que encontrou evidências de que a propriedade de *insiders* é significativa e positivamente afetada pelo desempenho.

Quanto à causalidade reversa, ou seja, à probabilidade do desempenho medido pelo ROE influenciar a propriedade detida por *insiders*, conforme colunas MII(5) e MII(6), nota-se que a rentabilidade é significativa e positiva para os direitos de controle da propriedade detida pelo *Board of Directors* – variável DCb a um *p-value* < 1%. É significativa negativa a um *p-value* < 10%, em relação a propriedade detida pelos gestores – DCg. E é negativa, mas, estatisticamente não significativa para a propriedade detida pelos gestores e *Board of Directors* – DCgb. Esses resultados indicam alinhamento de interesses entre a propriedade do *Board of Directors* e entrincheiramento de interesses da propriedade detida pelos gestores.

Os resultados mostram que a rentabilidade medida pelo ROE pode determinar a Propriedade dos investidores membros do *Board of Directors*. Isso sugere que o mecanismo de controle de monitoramento de interesses se

manifesta nas empresas com maior rentabilidade, mensurada pelo ROE. A literatura indica que as empresas com desempenho maior podem remunerar os membros do *Board of Directors* transferindo para eles participações acionárias. Portanto, empresas com alta rentabilidade do patrimônio líquido apresentam níveis mais elevados de propriedade detida pelos *insiders*, suportada pelo argumento da remuneração de *insiders* (CHO, 1998).

Um argumento utilizado pela literatura para justificar os resultados positivos do desempenho na Estrutura de Propriedade detida por gestores centra-se na remuneração dos gestores (KOLE, 1996), pois os proprietários, para aperfeiçoarem o efeito de alinhamento de interesses, utilizam-se de incentivos aos gestores para melhorar o desempenho da empresa. Os proprietários, juntamente com a remuneração de salários baseados no desempenho, também usam bonificação de ações como remuneração (KOLE, 1996).

Outro argumento está no investimento dos gestores, que por vontade própria investem nas empresas que fazem parte, principalmente para utilizar-se do benefício da informação privilegiada, com vistas na assimetria informacional (HERMALIN; WEISBACH, 1991). Para o efeito negativo do desempenho em relação à propriedade *insiders*, a literatura não apresenta esses resultados. Uma justificativa pode ser a assimetria informacional, ou o gerenciamento de resultados, já que a rentabilidade é um indicador de desempenho interno, pautado no lucro.

Na Tabela 4 apresentam-se os resultados das estimativas da relação da Estrutura de Propriedade detida por proprietários institucionais com os indicadores de desempenho, e sua causalidade reversa.

**Tabela 4 – Estimativas para Estrutura de Propriedade institucional e Q de Tobin - Modelo III**

Descrição	Siglas	Q de Tobin MIII(1)	Ici MIII(2)	ROE MIII(3)	Ici MIII(4)
P_Institucional	Ici	-0,61 (-1,65)***	-	-0,11 (-1,37)	-
Direitos em Excesso	II	0,27 (2,52)*	-	0,046 (2,04)**	-
Desempenho	Q de Tobin/ROE	-	2,36 (2,57)***	-	14,41 (2,84)*
<i>Interlock</i> P_Controlador	CB_Int_ac	-	0,18 (1,82)***	-	0,17 (2,22)**
<i>Interlock</i> P_Institucional	CB_Int_a_inst	0,01 -0,14	-	0,00 -0,24	-
<i>Interlock</i> P_Insiders	CB_Int__ab	-	-0,12 (-2,29)**	-	-0,11 (-2,03)**
Tamanho da Empresa****	AT	0,96 (-2,48)**	0,97 (-6,84)*	1,00 -1,19	0,92 (-1,74)***
Idade****	Idade	-	0,96 (-0,96)	-	0,92 (-0,75)
Setor	Todos	# parcialmente sig.	# insig.	# parcialmente sig.	
Tempo	Anodummy	-0,12 (-2,78)*	0,29 (1,86)***	-0,02 (-1,76)**	0,25 -1,6

Constante	2,02 (6,56)*	-4,04 (-2,05)**	-0,01 (-0,09)	0,99 -1,04
RMSE	0,73	1,76	0,15	2,22
pseudo R2.	0,07	-42,69	0,03	-68,59
Prob X2.	89,82	77,22	67,37	262,22
P Value	0	0	0	0
Observações	1163	1163	1163	1163

Os números em parênteses referem-se à estatística z. A significância estatística é representada nos níveis de: \* 1%, \*\* 5% e \*\*\* 10%. # devido ao espaço não será detalhado. \*\*\* para todas as constantes dos logaritmos naturais (ln) foram calculados os valores originais da variável.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados da Tabela 4 indicam que os efeitos da Estrutura de Propriedade detida por proprietários institucionais, medidos pelos direitos de controle e pelos direitos ao fluxo de caixa no Q de Tobin, são estatisticamente significantes para um *p-value* de 10%, conforme coluna MIII(1). Nos direitos de controle detidos pelos proprietários institucionais – variável Ici, os resultados indicam efeito negativo. Porém, mostram efeito positivo para direito em excesso - variável II, indicando atividade de monitoramento. Para o ROE, os resultados mostram que os efeitos da Estrutura de Propriedade detida por proprietários institucionais, medida pelos direitos de controle, não são significantes. Porém, para direitos em excesso, são estatisticamente significantes a um *p-value* de 10%, conforme coluna MIII(3).

Os resultados indicaram dualidade nos efeitos da propriedade institucional no desempenho, tanto positivo como negativo, e de significância estatística, proporcionando, assim, a rejeição parcial da hipótese H4. Os resultados negativos são suportados pelos argumentos teóricos do efeito de miopia institucional (BADRINATH; GAY; KALE, 1989) ou de estratégia de alinhamento e conflito de interesses (POUND, 1988).

O efeito de miopia institucional sugere que os proprietários institucionais podem preferir retornos de investimentos de curto prazo em detrimento de longo prazo e o uso de seus controles para garantir esses retornos (GROß, 2007). A miopia institucional pode indicar que a presença de proprietários institucionais na Estrutura de Propriedade das empresas estaria associada ao comportamento de gerenciamento de resultados (BUSHEE, 1998). A miopia, em relação ao valor de mercado, indica que a cotação das ações não corresponde a informações relevantes sobre o desempenho da empresa (GROß, 2007).

Os argumentos de estratégia de alinhamento e de conflito de interesses evidenciam que os proprietários institucionais podem ter relações de negócios com a empresa e o monitoramento e controle por meio das participações acionárias detidas pelos institucionais podem prejudicar essas relações. Ou seja, o ganho por um acompanhamento eficaz enfrenta uma perda de oportunidade na relação de negócios, o que pode evitar o monitoramento incentivo dos proprietários institucionais (GROß, 2007).

Estes resultados são similares aos de Groß (2007), que encontrou para a propriedade institucional, mensuradas pelos direitos de controle, um efeito negativo sobre o desempenho, o que é consistente com os argumentos de miopia institucional ou de estratégia de alinhamento e conflito de interesses. Depreende-se que a propriedade institucional não reduz os conflitos de agência, por meio do efeito acompanhamento e melhoria da gestão. Em contraste, a propriedade institucional pode reduzir o desempenho por negligenciar a atividade de monitoramento e acompanhamento da gestão (GROß, 2007).

Os direitos em excesso apresentaram efeito positivo, contraditório ao resultado de Groß (2007). Justifica-se esse resultado sob a alegação de que o monitoramento das atividades de gestão por parte dos proprietários institucionais está atrelado a maior disparidade entre o poder para tomada de decisão (direitos de controle) e a participação no capital total (direitos de fluxo de caixa), sendo que os direitos de controle são superiores aos direitos de fluxo de caixa. Decorre que os proprietários institucionais são mais aptos ao monitoramento e controle (mantidos pelos direitos de controle) em função do conhecimento do negócio e da indústria, contribuindo, assim, ao desempenho da empresa (GROß, 2007).

O *Interlock* entre proprietários institucionais não apresenta-se significantes a um  $p$ -value <10% para o desempenho, assim rejeita-se a H5: O *Interlock* entre proprietários apresenta influência positiva no desempenho de empresas, devido ao poder da centralidade na participação acionária promover a atividade de monitoramento e alinhamento de interesses.

Esses resultados contradizem os de Silva, Majluf e Paredes (2006), no Chile, e de Liang (2009), em Taiwan, de que a associação entre proprietários de uma empresa com outra contribui positivamente para o desempenho da empresa como um todo. Todavia, corroboram os argumentos de Granovetter (2005), de que os *Interlocks* entre proprietários podem explicar os motivos para que os proprietários assumam laços não lucrativos, incluindo ligação institucional. No entanto, esses resultados não são estatisticamente significantes e as estimativas de parâmetros são praticamente nulas, logo as evidências estatísticas estão indicando fortemente a ocorrência de seleção natural, preconizada por Alchian (1950) e Friedman (1953) e de neutralização mútua (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999). Porém, os estudos anteriores não apresentaram tais evidências.

Quanto à causalidade reversa, ou seja, à probabilidade do desempenho influenciar a propriedade detida por proprietários institucionais, conforme colunas MIII(2) e MIII(4), observa-se que o desempenho é significativo e positivo para os direitos de controle da propriedade detida pelo proprietário institucional – variável *Ici* a um  $p$ -value < 10%. De acordo com Groß (2007), o efeito positivo do desempenho na Estrutura de Propriedade detida pelos investidores institucionais segue dois argumentos: das regras da *Wall Street* (BRICKLEY; LEASE; SMITH, 1988; POUND, 1988); e o conhecimento interno institucional (DEMSETZ; LEHN, 1985; LODERER; MARTIN,

1997). Em relação às regras da *Wall Street*, investidores institucionais preferem vender suas ações em caso de baixo desempenho do que manter os custos de monitoramento e praticar o ativismo. Eles votam com a gestão ou vendem suas participações acionárias no caso de baixos desempenhos. Portanto, empresas com menor desempenho apresentam nível inferior de propriedade institucional (Groß, 2007).

A justificativa do conhecimento interno institucional decorre dos investidores institucionais possuírem conhecimento do mercado financeiro e poderem capitalizar seus *insights*, adaptando sua posição acionária. Os resultados sugerem que o desempenho pode influenciar de maneira positiva a propriedade dos investidores institucionais, e contradizem os achados de Groß (2007). Porém, são similares aos de Shleifer e Vishny (1986), de que a posse da propriedade acionária por proprietários institucionais pode fornecer à empresa um efeito de monitoramento e melhoria nas informações disponibilizadas pelas empresas.

De modo geral, os ajustes dos modelos MI; MII e MIII estão no nível esperado, com um *p-value* abaixo de 0,01 e RMSE entre 0 e 1. Em relação às variáveis de controle, os resultados mostram que os efeitos das características das empresas são significantes em relação ao Q de Tobin para as seguintes características: Tamanho da Empresa, no modelo de propriedade institucional; Tempo, nos modelos de propriedade controlada e institucional (MIII-1); Setor da indústria, que foi parcialmente significativa nos modelos da dimensão da propriedade controlada e propriedade institucional. Para o ROE, os resultados mostram que os efeitos das características das empresas são significantes somente para a característica Tempo.

## 5 CONCLUSÕES

Neste estudo verificou-se a influência da Estrutura de Propriedade e das relações sociais entre proprietários (*interlock* entre proprietários) no desempenho de empresas brasileiras. Acerca da influência dos diferentes tipos de Estrutura de Propriedade no desempenho das empresas, entre as variáveis utilizadas para identificar as dimensões da Estrutura de Propriedade e as características de seus proprietários (*insiders* e institucionais), algumas apresentaram endogenia. Os resultados indicaram efeitos simultâneos nas direções das variáveis e causalidade reversa na relação entre desempenho e Estrutura de Propriedade, o que coaduna com os achados de Cho (1998), Demsetz e Villalonga (2001), Himmelberg, Hubbard e Palia (1999), Bøhren e Ødegaard (2003), Groß (2007) e Warokka (2008).

Em relação ao efeito da Estrutura de Propriedade no Desempenho das empresas, entre os indicadores relacionados à dimensão concentrada, somente os direitos em excesso do proprietário majoritário e o *Interlock* entre Proprietário Majoritário mostraram-se significativos. O primeiro em relação à rentabilidade do patrimônio líquido e o segundo, tanto para a rentabilidade como para o valor de mercado. Os direitos em excesso do proprietário

majoritário confirmaram a influência esperada. Dessa forma, os proprietários majoritários preferem minimizar a divergência entre os direitos de controle e os direitos sobre o fluxo de caixa, com a finalidade de garantir a rentabilidade do patrimônio líquido.

Em relação ao valor de mercado, a influência do prestígio/poder do proprietário no Q de Tobin foi negativa, justificada pelos argumentos de Labianca e Brass (2006). Em outras palavras, o poder/prestígio dos proprietários majoritários não foi capaz de modificar a criação de valor de mercado das empresas pesquisadas. Na rentabilidade do patrimônio líquido seu efeito foi positivo, contudo fraco. Nesse caso ocorreu o inverso, o poder/prestígio dos proprietários majoritários produz melhor rentabilidade.

Para todas as outras variáveis o efeito foi não significativo, ou seja, o efeito foi nulo, cujos resultados são consistentes com os estudos de Demsetz e Lehn (1985), Himmelberg, Hubbard e Palia, (1999). Esses resultados denotam predominância dos argumentos de seleção natural (DEMSETZ; LEHN, 1985), no sentido de que as empresas com ineficientes Estruturas de Propriedade falharão em sobreviver no longo prazo. Um segundo argumento apontado pela literatura centra-se na neutralização mútua (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999), mas a dimensão controlada foi isolada dos outros mecanismos de controle preconizados pela Teoria da Agência (*Board of Directors* e Auditoria). Portanto, não é possível inferir que o desempenho é influenciado por outros mecanismos de controle.

Em relação à natureza dos proprietários, *insiders* e institucional, todas as variáveis da Estrutura de Propriedade *insiders*, inclusive o *Interlock* entre proprietários *insiders*, foram estatisticamente insignificantes em relação aos dois indicadores de desempenho. Isso coaduna com o argumento de seleção natural (DEMSETZ; LEHN, 1985). Portanto, a Estrutura de Propriedade detida por *insiders* não foi capaz de determinar o desempenho e produzir o efeito de alinhamento de interesses preconizado pela Teoria da Agência, uma vez que esses indicadores foram decrescentes no período investigado (BØHREN; ØDEGAARD, 2003).

Observou-se na natureza institucional que os direitos de controle produziram um efeito negativo no desempenho, tanto para o Q de Tobin como para o ROE. Isso indica que os investidores institucionais usam seus controles para controlar investimentos míopes, uma vez que preferem investimentos de curto prazo (BADRINATH; GAY; KALE, 1989). Outro argumento visto na literatura refere-se à estratégia de alinhamento e conflito de interesses (POUND, 1988). Ou seja, o ganho por um acompanhamento eficaz contrapõe-se a uma perda de oportunidade na relação de negócios, o que pode evitar o monitoramento e o incentivo dos investidores institucionais (GROß, 2007).

Os direitos em excesso apresentaram efeito positivo, indicando que o monitoramento e o controle das atividades de gestão por parte dos proprietários institucionais estão vinculados a maior disparidade entre o poder para tomada de decisão e a participação no capital total. Todas as

outras variáveis, inclusive o *Interlock* entre proprietários institucionais, foram estatisticamente insignificantes em relação ao desempenho.

Conclui-se que os direitos de controle da propriedade institucional não reduzem os conflitos de agência. Em contraste, a propriedade institucional pode reduzir o desempenho por negligenciar a atividade de monitoramento e acompanhamento da gestão (GROß, 2007). No entanto, os direitos em excesso produzem o monitoramento e o controle das atividades de gestão, indicando que quanto maior a disparidade entre os direitos de controle e os direitos de fluxo de caixa dos proprietários institucionais, maior a probabilidade de ocorrer miopia institucional (GROß, 2007). Porém, ocorreu o efeito monitoramento, que pode ser justificado em função desses investidores possuírem conhecimento dos negócios e da indústria, contribuindo no valor de mercado (AGRAWAL; KNOEBER, 1996).

Os resultados provocam inquietações e que podem ser objeto de futuros estudos sobre a temática. A inclusão de outras métricas para medir o *Interlock*, que não só a centralidade de Bonacich, como o *structural holes*, densidade, coeficiente de agrupamento e hemofilia, podem influenciar os resultados. Analisar o lado obscuro das relações sociais, por meio da eficiência dos laços fracos, isto é, incluir os percentuais da participação acionária que o proprietário possui na empresa. Constatou-se que muitos investidores institucionais não são controladores das empresas, apenas detêm participações minoritárias em diversas empresas.

## REFERÊNCIAS

- ACHLEITNER, A.-K.; WICHELS, D. Stock Option-Plan als bestandteil wertorientierter entlohnungssysteme: eine einfuhrung. In: ACHLEITNER, A.-K.; WOLLMERT, P. (Ed.). **Stock options**. Stuttgart, 2000. pp 1-21.
- AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. R. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, n. 3, p. 377-397, 1996.
- AGRAWAL, A.; MANDELKER, G. N. Managerial incentives and corporate investment and financing decisions. **The Journal of Finance**, v. 42, n. 4, p. 823-837, 1987.
- ALCHIAN, A. A. Uncertainty, evolution, and economic theory. **Journal of Political Economy**, v. 58, n. 3, p. 211-221, 1950.
- ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G.; ARAUJO, A. M. P. **A realidade da concentração do capital no Brasil**: um estudo comparativo com outras economias emergentes. Disponível em: <[http://www.institutoassaf.com.br/downloads/ARTIGO\\_CONCENTRACAO\\_DO\\_CAPITAL\\_NO\\_BRASIL.pdf](http://www.institutoassaf.com.br/downloads/ARTIGO_CONCENTRACAO_DO_CAPITAL_NO_BRASIL.pdf)>. Acesso em: 01 set. 2013.
- BADRINATH, S. G.; GAY, G. D.; KALE, J. R. Patterns of institutional investment, prudence and the managerial safety net hypotheses. **Journal of Risk and Insurance**, v. 56, n. 4, p. 605-629, 1989.
- BERLE, A. A. **Power without property: a new development in American political economy**. New York: Harcourt, 1960.

- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation & private property**. Hartcourt: Brace & World, 1932.
- BØHREN, Ø.; ØDEGAARD, B. Governance and performance revisited. **ECGI-Finance Working Paper**, n. 28, 2003.
- BONACICH, P. Power and centrality: a family of measures. **American Journal of Sociology**, v. 92, n. 5, p. 1170-1182, 1987.
- BONACICH, P.; LLOYD, P. Eigenvector-like measures of centrality for asymmetric relations. **Social Networks**, v. 23, p. 191-201, 2001.
- BRICKLEY, J. A.; LEASE, R. C.; SMITH, C. C. W. Ownership structure and voting on antitakeover amendments. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1/2, p. 267-291, 1988.
- BURKART, M.; GROMB, D.; MUELLER, H. M.; PANUNZI, F. Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. **Quarterly Journal of Economics**, v. 112, n. 3, p. 693-728, 1997.
- BUSHEE, B. J. The influence of institutional investors on Myopic R&D investment behavior. **The Accounting Review**, v. 73, n. 3, p. 305-333, 1998.
- CAIXE, D. F. **Relação dinâmica entre a estrutura de propriedade e controle e o valor de mercado corporativo no Brasil: análise da primeira década do Século XXI**. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, São Paulo, 2012.
- CASWELL, J. A. An institutional perspective on corporate control and the network of *Interlocking* directorates. **Journal of Economic**, v. 18, n. 2, p. 619-626, 1984.
- CEBENOYAN, S. A.; COOPERMAN, E. S.; REGISTER, C. A. Managerial stock ownership as a corporate control device: When is enough, enough? **Working Paper Edition**, Stern School of Business, New York, 2000.
- CHO, M.-H. Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 47, n. 1, p. 103-121, 1998.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. H. P. The separation of ownership and control in east Asian corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 81-112, 1999.
- DAMI, A. B. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S. Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. **Contextus. Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 5, n. 2, p. 21-30, 2007.
- DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, 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.
- DYCK, A.; ZINGALES, L. Private benefits of control. **Journal of Finance**, v. 59, n. 2, p. 537-600, 2004.
- FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. **The Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.
- FAMA, R.; BARROS, L. A. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos

metodológicos. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 7, n. 4, p. 27-43, 2000.

FRIEDMAN, M. The methodology of positive economics. **Essays in Positive Economics**, v. 3, n. 8, p. 18-35, 1953.

GRANOVETTER, M. Coase revisited: business groups in the modern economy. **Industrial and Corporate Change**, v. 4, n. 1, p. 93-130, 1995.

GROß, K. **Equity Ownership and performance: an empirical study of German traded companies**. 383f. (Thesis) - Frankfurt, Heidelberg, Physica-Verlag Heidelberg, 2007.

GUJARATI, D. **Econometria básica**. Rio de Janeiro: Campus, Elsevier, 2006.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. The determinants of Board composition. **Journal of Economics**, v. 19, n. 4, p. 589-606, 1988.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. The effect of Board composition and direct incentives on firm performance. **Financial Management**, v. 20, n. 4, p. 101-112, 1991.

HIMMELBERG, C. P.; HUBBARD, R. G.; PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics**, v. 53, n. 3, p. 353-384, 1999.

HIRSCHMAN, A. O. The paternity of an index. **The American Economic Review**, v. 54, n. 5, p. 761, 1964.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. C.; MURPHY, K. J. Performance pay and top management incentives. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 2, p. 225-264, 1990.

KOLE, S. R. Managerial ownership and firm performance: incentives or rewards? **Advances in Financial Economics**, v. 2, n. 1, p. 119-149, 1996.

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

LABIANCA, G.; BRASS, D. J. Exploring the social ledger: negative relationships and negative asymmetry in social networks in organizations. **Academy of Management Review**, v. 31, n. 3, p. 596-614, 2006.

LAZZARINI, S. G. Mudar tudo para não mudar nada: análise da dinâmica de redes de proprietários no Brasil como "mundos pequenos". **Revista de Administração de Empresas**, v. 6, n. 1, art. 6, 2007.

LIANG, F.-M. Ownership structure and firm performance in an emerging market: the moderating role of social networks. **Contemporary Management Research**, v. 5, n. 2, p. 201-212, 2009.

LODERER, C.; MARTIN, K. Executive stock ownership and performance: tracking faint traces. **Journal of Financial Economics**, v. 45, n. 2, p. 223-255, 1997.

MENDES-DA-SILVA, W.; ROSSONI, L.; MARTIN, D. M. L.; MARTELANC, R. A Influência das redes de relações corporativas no desempenho das empresas do novo mercado da Bovespa. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 6, n. 3, p. 337-358, 2008.

- MITNICK, B. M. The Theory of Agency: the policing "paradox" and regulatory behavior. **Public Choice**, v. 24, n. 11, p. 27-42, 1975.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1, p. 293-315, 1988.
- OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.
- PAGANO, M.; RÖELL, A. The choice of stock ownership structure: agency costs, monitoring and the decision to go public. **Quarterly Journal of Economics**, v. 113, n.1, p. 187-225, 1998.
- PEDERSEN, T.; THOMSEN, S. Economic and systemic explanations of ownership concentration among Europe's largest companies. **International Journal of the Economics of Business**, v. 6, n. 3, p. 367-381, 1999.
- POUND, J. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1/2, p. 237-265, 1988.
- RAPAPORT, M. Estrutura de propriedade e valor das empresas no Brasil. Dissertação (Mestrado) - Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2009.
- ROSSONI, L. **Governança corporativa, legitimidade e desempenho das organizações listadas na Bovespa**. 218f. Tese, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil, 2009.
- SÁNCHEZ-BALLESTA, J. P.; GARCÍA-MECA, E. A meta-analytic vision of the effect of ownership structure on firm performance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, n. 5, p. 879-892, 2007.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Large shareholders and corporate control. **The Journal of Political Economy**, v. 94, n. 3, p. 461-488, 1986.
- SILVA, A. C.; LAPAGESSE, G.; ALOY JR., R.; LEAL, R. P. C. Estrutura de controle e valor de mercado das empresas brasileiras. **Relatórios Coppead**, Universidade Federal do Rio de Janeiro, RJ, 2000.
- SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil. **Coppead Working Paper Series No. 390**, nov., 2003.
- SILVA, F.; MAJLUF, N.; PAREDES, R. D. Family ties, *Interlocking Directors* and performance of business groups in emerging countries: the case of Chile, **Journal of Business Research**, v. 59, n. 3, p. 315-321, 2006.
- SILVEIRA, A. D. M.; LANZANA, A. P.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 362-372, 2004.
- SMITH, A. **The wealth of nations**. New York: Modern Library. 1776.
- SOARES, R. O.; KLOECKNER, G. O. Endividamento em firmas com alta propensão à expropriação: o caso de firmas com um controlador. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 4, p. 79-93, 2008.
- WAROKKA, A. **Ownership structures, capital structure, and firm performance: an analysis of post East Asian financial crisis**. Tesis, Universidad Autónoma de Madrid, Espanha, 2008.
- WELCH, E. The relationship between ownership structure and performance in listed Australian companies. **Australian Journal of Management**, v. 28, n. 3, p.

287-305, 2003.

WIBERG, D. **Institutional ownership-the anonymous capital: corporate governance and investment performance**. Thesis, Jönköping International Business School, 2008.