

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

Rafael dos Reis Cezar

**ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR:
PROTAGONISTAS OU COADJUVANTES NOS DESVIOS ENTRE O
DIREITO DE CONTROLE E DO FLUXO DE CAIXA DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS**

Santa Maria, RS
2019

Rafael dos Reis Cezar

**ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR:
PROTAGONISTAS OU COADJUVANTES NOS DESVIOS ENTRE O DIREITO DE
CONTROLE E DO FLUXO DE CAIXA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS) como requisito parcial para a obtenção do título de **Mestre em Administração.**

Orientador: Prof. Dr. Igor Bernardi Souza

Santa Maria, RS
2019

Cezar, Rafael dos Reis

Entidades Fechadas de Previdência Complementar:
Protagonistas ou Coadjuvantes nos desvios entre o
direito de controle e do fluxo de caixa das empresas
brasileiras / Rafael dos Reis Cezar.- 2019.

70 p.; 30 cm

Orientador: Igor Bernardi Sonza

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa
Maria, Centro de Ciências Sociais e Humanas, Programa de
Pós-Graduação em Administração, RS, 2019

1. Entidades Fechadas de Previdência Complementar 2.
Desvios 3. Direito de Controle 4. Direito de Fluxo de
Caixa 5. Terceirização dos direitos de votos I. Bernardi
Sonza, Igor II. Título.

Rafael dos Reis Cezar

**ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR:
PROTAGONISTAS OU COADJUVANTES NOS DESVIOS ENTRE O DIREITO DE
CONTROLE E DO FLUXO DE CAIXA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS) como requisito parcial para a obtenção do título de **Mestre em Administração**.

Aprovado em __ de março de 2019:

Igor Bernardi Souza, Dr. (UFSM)
(Presidente/Orientador)

Luiz Henrique Figueira Markezan, Dr. (UFSM)

Vitor Francisco Dalla Corte, Dr. (IMED)

Santa Maria, RS
2019

Agradecimentos

Por trás de uma conquista, sempre haverá pessoas que colaboraram para a sua materialização.

Primeiramente agradeço a Deus pelas bênçãos sem medidas e provações preparadas em minha vida.

Agradeço minha família amada, especialmente aos meus pais que me ensinaram a trilhar os caminhos pautados na fé, no amor e na justiça.

A minha esposa amada, minha verdadeira companheira, que nas minhas ausências, soube suportar com amor, sabedoria e paciência as tarefas familiares de forma irrepreensível.

Aos meus filhos amados João Pedro e Davi, que em muitas vezes me privei de jogar bola ou brincar de carrinhos, lembro de vocês entrando no escritório e com suas inocências me perguntando se já estava acabando, e sabia eu que a caminhada ainda era longa.

Mas saibam que a conquista só tem seu devido valor quando existe sacrifício.

Agradeço à minha irmã, mesmo envolvida com seus estudos, em muitos momentos abriu mão para poder cuidar do João e do Davi, para que eu pudesse me dedicar aos estudos.

À minha cunhada Aline que também abriu mão de seus momentos de descanso e estudos para também cuidar do João e do Davi.

Agradeço ao meu orientador, professor Igor Sonza, pela sua paciência, inteligência em conduzir de forma exemplar o processo de orientação, e mesmo com minhas limitações de conhecimento acerca do tema, nunca deixou de me incentivar e ensinar.

Agradeço ao Comando da 3ª Divisão de Exército, em especial à seção de licitações da guarnição pelo incentivo nesta caminhada.

Por fim sou grato por todos que de forma direta ou indiretamente fizeram parte desse momento tão especial em meu aperfeiçoamento intelectual.

Resumo

Cezar, R.R. (2019). *Entidades fechadas de previdência complementar: protagonistas ou coadjuvantes nos desvios entre o direito de controle e do fluxo de caixa das empresas brasileiras* (Dissertação de Mestrado). Universidade Federal de Santa Maria – UFSM, Santa Maria, RS, Brasil.

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar, têm se tornado um dos mais influentes investidores institucionais nos diversos mercados de capitais em todo mundo, especialmente em países com fraca proteção legal aos acionistas. Neste contexto, visando contribuir com a restrita literatura brasileira acerca do tema, este trabalho teve como objetivo principal, analisar o impacto da estrutura de controle pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) nos desvios entre direitos de controle e direitos de fluxos de caixa das empresas brasileiras de capital aberto negociadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). Os dados se referem ao período de 1998 a 2017, totalizando 866 observações. Utilizando modelos dinâmicos de regressões lineares múltiplas, estimadas pelo GMM-Sys, os resultados evidenciaram que a estrutura de controle das EFPC afeta positiva e significativamente os desvios entre os direitos de controle e fluxos de caixa do acionista principal e dos cinco maiores acionistas. Esses resultados são consistentes com os estudos de Doidge et al. (2009), os quais encontraram evidências que os acionistas controladores, principalmente quando o controle excede a participação nos fluxos de caixa, tendem a extrair benefícios privados de controle, em detrimento à maximização do valor da empresa e no surgimento da expropriação dos acionistas minoritários. Esses efeitos foram encontrados, possivelmente, pois as EFPC investem no mercado de capitais com o simples propósito de diversificação de portfólios e não desenvolvem comportamentos ativistas, quer por falta de habilidades ou pelos custos de monitoramento que não proporcionam retornos em ganhos de capital suficientemente compensatórios. Também foi identificado que a estrutura de controle das EFPC associado aos desvios entre os direitos de controle e propriedade do acionista principal, três e cinco maiores acionistas impactam positivamente na terceirização do exercício dos votos por meio de empresas consultoras nas assembleias gerais.

Palavras-chave: Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Desvios. Controle. Fluxos de Caixa. Terceirização.

Abstract

Cezar, R.R. (2019). *Entidades fechadas de previdência complementar: protagonistas ou coadjuvantes nos desvios entre o direito de controle e do fluxo de caixa das empresas brasileiras* (Dissertação de Mestrado). Universidade Federal de Santa Maria – UFSM, Santa Maria, RS, Brasil.

Closed Supplementary Social Security Entities (CSSE) have become one of the most influential institutional investors in the various capital markets worldwide, especially in countries with weak legal protection of shareholders. In this context and in order to contribute to the lack of Brazilian literature on the issue, this work aims to analyze the impact of the control structure by the CSSE on the deviations between control rights and cash-flow rights in Brazilian publicly traded companies on B3 (Brazil, *Bolsa* [stock exchange], *Balcão* [Over-the-Counter Market]). The data refer to the period 1998 to 2017, totaling 866 observations. By using dynamic models of multiple linear regression estimated by GMM-Sys, the results showed that CSSE control structures affect positively and significantly the deviations between control rights and cash flows of the main shareholder as well as of the five largest shareholders. These results are consistent with studies by Doidge et al. (2009), who found evidence that controlling shareholders, mainly when control exceeds their participation in cash flows, tend to get private control benefits in detriment to the maximization of company value and in the emergence of the expropriation of minority shareholders. These effects have been possibly found because CSSE invest in the capital market for the sole purpose of diversifying portfolios and do not develop activist behaviors either because of lack of skills or because of monitoring costs that do not provide sufficiently compensatory returns in capital gains. It was also identified that CSSE control structure associated with the deviations between control rights and ownership of the main shareholder, three and five major shareholders positively impact the outsourcing of the votes through consulting companies in general meetings.

Keywords: Closed Supplementary Social Security Entities. Deviation. Control. Cash Flows. Outsourcing.

Lista de Ilustrações

Figura 1	- Base de sustentação da governança corporativa.....	28
----------	--	----

Lista de Tabelas

Tabela 1	- Relação e definições dos pressupostos da GC.....	28
Tabela 2	- Segmentos especiais de listagens da B3.....	29
Tabela 3	- Diferenças entre entidades de previdência Fechada e Aberta.....	32
Tabela 4	- Ranking das 20 maiores EFPC no Brasil.....	33
Tabela 5	- Descrição das variáveis.....	44
Tabela 6	- Análise de correlação.....	47
Tabela 7	- Estatística descritiva das variáveis.....	48
Tabela 8	- Estatísticas dos percentis (P10, P25, P50, P75, P90) das variáveis.....	49
Tabela 9	- Análise linear da relação dos desvios entre os direitos de controle e propriedade com a estrutura de controle das EFPC.....	52
Tabela 10	- Relação dos resultados esperados e achados dos desvios entre direitos.....	55
Tabela 11	- Teste de normalidade de Shapiro-Wilk.....	56
Tabela 12	- Análise da relação entre a terceirização do poder de voto das EFPC e desvios do principal e dos três e cinco maiores acionistas.....	56

Lista de Abreviaturas e Siglas

ABRAPP	Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
B3	Brasil Bolsa Balcão
CMN	Conselho Monetário Nacional
EAPC	Entidades Abertas de Previdência Complementar
EFPC	Entidades Fechadas de Previdência Complementar
Eq	Equação
GMM	Generalized Method of Moments
Módulo IPE	Módulo de Informações Periódicas e Eventuais
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
Previc	Superintendência Nacional de Previdência Complementar
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados

Sumário

1	Introdução	11
1.1	Problema de pesquisa.....	14
1.2	Objetivos.....	17
1.2.1	<i>Objetivo Geral.....</i>	<i>17</i>
1.2.2	<i>Objetivos Específicos.....</i>	<i>18</i>
1.3	Justificativa	18
1.4	Hipóteses.....	20
1.4.1	<i>Estrutura de controle, desvios entre direitos e expropriação dos acionistas minoritários.....</i>	<i>20</i>
1.4.2	<i>Desvios entre direitos das entidades fechadas de previdência complementar e a terceirização do serviço de consultoria de votos.....</i>	<i>23</i>
2	Estrutura de Controle pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar e sua Influência nos Desvios entre o Direto de Controle e de Fluxo de Caixa	27
2.1	Governança corporativa brasileira	27
2.2	Desvio entre direito de controle e fluxo de caixa	29
2.3	Regime de previdência complementar.....	31
2.3.1	<i>Participação das entidades fechadas de previdência complementar na governança corporativa.....</i>	<i>32</i>
2.4	Terceirização dos direitos de votos das entidades fechadas de previdência complementar nas decisões do conselho	36
3	Metodologia.....	38
4	Análise de Resultados.....	46
4.1	Estatística descritiva e correlação.....	46
4.2	Análise da relação entre a estrutura de controle das entidades fechadas de previdência complementar e os desvios dos direitos de controle e fluxo de caixa.....	50
4.3	Análise da relação entre a terceirização do poder de votos das entidades fechadas de previdência complementar e desvios.....	55
5	Conclusões e Contribuições	59
	Referências	62

1 Introdução

A dispersão entre a propriedade (participação fluxo de caixa) e o controle (tomada de decisão) nas corporações, decorrente principalmente das emissões e ofertas públicas de ações, tem-se demonstrado ser um assunto relevante em finanças corporativas desde o trabalho seminal de Berle e Means (1932), sendo aprofundado, posteriormente, por meio da Teoria da Agência, desenvolvida por Jensen & Meckling (1976).

De acordo com Rossetti e Andrade (2014), a concessão de poder de controle a terceiros por meio de ações com direitos a votos, mesmo estes detendo uma pequena parcela do capital total da empresa (propriedade), é uma medida que possibilita o risco de desequilíbrio de interesses entre agentes (controladores e proprietários), principalmente devido à inexistência de contrato completo e do agente perfeito (Shleifer & Vishny, 1997).

Neste contexto, a Governança Corporativa (GC) vem estabelecendo ferramentas de gestão que estimulem o monitoramento e o ativismo a fim de mitigar os conflitos que, segundo Jensen & Meckling (1976), decorrem da maioria dos problemas de agência.

A separação entre controle e propriedade tem um reflexo bastante importante na condução das políticas corporativas, uma vez que o excesso de gestão da companhia desperta a possibilidade de benefícios privados de controle, definidos por Dyck e Zingales (2004) como a oportunidade dos acionistas controladores em extrair benefícios em proveito próprio, corroborando com a assertiva de Claessens et al. (2002), que o valor da empresa tende a reduzir com grandes desvios entre controle e direito de propriedade devido ao efeito entrenchamento o qual os acionistas controladores tem por objetivo extrair benefícios privados em detrimento do aumento do valor da empresa.

No entanto, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), identificaram que o comportamento da organização moderna proposto por Berle e Means se aplicava somente em países com *Common Law* (leis comuns), como os EUA e Grã-Bretanha. Já em países com *Civil Law* (Leis Civil), característica de proteção legal existente no mercado acionário brasileiro, o comportamento era totalmente divergente, principalmente porque o conflito predominante se dá entre acionistas majoritários e minoritários.

Entende-se como acionista majoritário ou acionista controlador aquele que detêm o maior número de ações com direitos a votos (50% das ações com direitos a votos + 1). Já para acionistas minoritários considera-se aquele que possui ações com direitos a votos, mas não possuem poder de decisão isolado nas assembleias ou aqueles que possuem ações sem direito

a votos, independente da parcela de participação.

Claessens et al. (2002), consideraram que a propriedade dispersa é uma característica predominantemente nos EUA. Já nos demais países, principalmente nos que apresentam fraca proteção legal, possuem uma grande concentração no controle e na propriedade, corroborando com os achados de La Porta et al. (1999), por meio do argumento que a concentração de propriedade é uma consequência da fraca origem legal e que nem sempre está relacionada com desempenho da empresa.

No entanto Doidge, Karolyi, Lins, Miller e Stulz (2009) identificaram que, a medida que as participações sobre os direitos de fluxo de caixa dos acionistas controladores aumentam, em mesma proporção aumenta o incentivo do funcionamento correto da empresa, gerando um crescimento do seu valor e intrinsecamente a riqueza de seus proprietários.

Borochin e Yang (2017) consideraram que a participação de investidores institucionais tem apresentado forte impacto nas políticas de governança corporativa, cujo resultado vai ao encontro dos achados por Aldrighi e Neto (2007), em que as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) têm elevado consideravelmente a média dos direitos de voto por meio de acordos com os principais acionistas, isso tudo se revela porque o mercado brasileiro de capitais tem apresentado características de uma concentração de propriedade e o controle nas mãos dos maiores acionistas, sendo a presença frequente de investidores institucionais como as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC).

À medida que a participação dos investidores institucionais nas empresas cresce, entra em cena o seu protagonismo, Gillan e Starks (2000), destacaram que esses investidores acabam modificando sua postura de acionistas passivos para ativos.

Em todo o mundo, os investidores institucionais representam um grupo que dispõe o maior volume de recursos de capital, revelando conforme Monks e Minow (2004), que a presença desses investidores apresenta uma relevância significativa no desenvolvimento macroeconômico mundial.

Segundo, Oliveira, Cioffi e De Conti (2017), as EFPC ganharam relevância no Brasil, a partir dos esforços políticos durante o governo militar entre os anos de 1964-1985, em criar um mercado de financiamento voluntário por meio da bolsa de valores, tendo como um dos principais objetivos, atenuar as despesas correntes com aposentadoria pública por parte de autarquias federais diversas.

Inicialmente as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) foram instituídas em empresas estatais sob o patrocínio das empresas públicas. Sua constituição é exclusivamente por empregados de uma determinada empresa, por servidores da União, Estado,

do Distrito Federal e dos Municípios. As EFPC estão entre os maiores investidores no mercado brasileiro de ações (Aggarwal, Erel, Ferreira & Matos, 2011).

Neste mesmo contexto, destaca-se a participação das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) no desenvolvimento econômico mundial, segundo a Organização Mundial para o Desenvolvimento Econômico (OCDE), em países desenvolvidos o total de ativos das EFPC em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) tem ultrapassado a proporção dos 50%, como é o caso na Holanda que chega a 112% e nos EUA a 80%.

Dados da Associação Brasileira de Previdência Privada – Abrapp (2018), em seu último consolidado estatístico em julho de 2018, revelaram que no Brasil, as EFPC administram um patrimônio estimado em um total de R\$ 856 Bilhões, representando uma parcela de 12,8% do PIB nacional. A Abrapp (2018) indica em seus informativos que o sistema de previdência complementar possui a ordem de 6,5 milhões de beneficiários, incluindo participantes, assistidos e dependentes, revelando a importância da participação das EFPC no mercado brasileiro de ações, sinalizando uma grande possibilidade das EFPC, por meio da estrutura de controle, influenciar o comportamento das políticas de governança corporativa da empresa da qual detêm participação acionária.

Nisso tudo, fica evidenciado que as EFPC, possuem duas funções bastante específicas a primeira na ordem social ao prover a renda do beneficiário no período pós-laboral e a segunda na ordem econômica alavancando o desenvolvimento econômico por meio dos recursos, em forma de poupança de longo prazo, tornando-se uma fonte de financiamento seguro e durável para o fomento da economia mundial.

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), segundo Oliveira et al. (2017), são investidores de longo prazo, no sentido que seus ativos, constituídos por investimentos, apresentam como premissa básica a concentração de recursos dos seus participantes a fim de constituir rendimento suficiente para serem revertidos como complementação de aposentadoria.

Por se tratarem de grandes investidores institucionais e pelo expressivo volume de recursos concentrados, têm apresentado, ao longo dos últimos anos, segundo De Conti (2016), uma crescente participação no controle das empresas de capital aberto no mercado brasileiro de ações, tornando-se atores-chave na determinação da dinâmica financeira internacional. McCahery Sautner e Starks (2016), destacaram que o papel dos investidores institucionais nas empresas de seus portfólios, em muitos casos se dão por meio de relacionamentos ocorridos nos bastidores longe dos holofotes e do público.

A dissertação está estruturada da seguinte forma. A seção 2 que trata da revisão teórica, a seção 3 descreve a metodologia, a seção 4 evidencia a análise dos resultados e a seção 5 as conclusões e contribuições.

1.1 Problema de pesquisa

O desvio da regra “uma ação, um voto” tem motivado autores como La Porta et al. (1998) e Shleifer e Vishny (1997) em abordar o que consideraram como o cerne do conflito de agência: a separação entre controle e propriedade. Para tornar mais compreensível o assunto, a relação agente-principal, segundo Jensen e Meckling (1976), é regida por contratos firmados, e nesse contexto considera-se que o principal é o contratante e o agente o contratado. O agente é a pessoa atuante, detentora de poder decisório, já o principal é a parte sensível as ações do agente. No contexto Brasileiro o agente torna-se o acionista controlador e o principal os acionistas possuem participação do fluxo de caixa da companhia.

Tirole (2006) considerou que, além de existir ações com direitos de votos distintos, a separação entre direitos de controle e fluxo de caixa também pode ser em decorrência de contratos ou proteção legal aos acionistas. Segundo Rossetti e Andrade (2014), os conflitos existentes têm se evidenciado e tornado mais comuns ao longo do tempo na governança corporativa, despertando na literatura a relevância em identificar as circunstâncias que envolvem a harmonização de interesses, direitos e controle efetivo de poder. No contexto brasileiro, o controle a gestão da companhia

Os desvios têm sido assunto prioritário nas principais potências mundiais, conforme Becht e De Long (2007) em suas evidências no caso dos Estados Unidos, que atribuíram aos direitos de votos diferenciados, restrições impostas pelas regras de listagem da Bolsa de Valores de Nova Iorque, desanimando a prática dos desvios de uma ação, um voto e outras práticas que pudessem infringir nos padrões apropriados para o contexto norte-americano.

A abordagem do ambiente legal e regulatório na proteção dos investidores nos mais diversos modelos nacionais de governança corporativa tem se mostrado outro fator que contribui de forma significativa para as consequências ocasionadas pela divergência entre direitos de controle e propriedade. La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998), apresentaram pesquisas pioneiras sobre o efeito das práticas regulatórias no ambiente de mercado de capitais em 49 países, que de acordo com a origem legal, existem no mercado de capitais mundial, quatro ordenamentos jurídicos que funcionam como forças de controle que

asseguram a proteção aos seus investidores sendo Direito Comum Inglês, Direito Civil Francês, Direito Civil Germânico e Direito Civil Escandinavo, a tradição *Common Law* é a lei baseada na jurisprudência (direito baseado em costumes), já a tradição *Civil Law* são leis previstas em código (direito civil).

A combinação desses fatores tem interferido significativamente na condução das políticas de governança ao redor do mundo, a expropriação dos acionistas minoritários pode se materializar de diversas formas, sendo que Baía (2010) ressalta três maneiras: pela expropriação do fluxo de caixa, por meio de benefícios privados de controle e pela emissão de ações com e sem direito a votos.

Assim, estudos como os de La Porta et al. (1998) e Dyck e Zingales (2004) ressaltaram o uso do poder de controle para desviar riquezas para si, em detrimento dos demais investidores, mostrando ser um comportamento bastante frequente em países com fraca proteção legal, o qual estimula a expropriação de acionista minoritários, e segundo Tirole (2006), o controle das corporações tem sido assunto central nas discussões sobre governança corporativa.

O mecanismo que assegura os direitos dos acionistas tem sido um aspecto fundamental nos mercados de capital, mercados maduros como norte americano, apresenta um nível disperso de concentração de propriedade, entre 5% a 20% de capital próprio, ou seja, um acionista com 5% já é considerado influente (Young, Peng, Ahstrom, Bruton & Jiang, 2008).

Já no Brasil e em outras economias emergentes o nível de concentração de propriedade é concentrado, em muitos casos mais de 50% de capital nas mãos do acionista controlador. No contexto brasileiro o direito de controle das empresas está predominantemente nas mãos de fundadores, famílias ou investidores institucionais, (Leal & Carvalhal-da-Silva, 2005; Aldrighi & Mazzer, 2007).

La Porta et al. (1999) destacaram que, em países com fraca proteção legal, o maior conflito se dá entre acionistas majoritários e minoritários. Tanto a prevalência do controle nas mãos de investidores institucionais, quanto a fragilidade na proteção legal aos acionistas, têm se sido uma combinação bastante comum no sistema brasileiro de mercado de capitais.

O nível de concentração de controle e propriedade revela dois potenciais efeitos que podem impactar positivamente ou negativamente o desempenho corporativo. Claessens et al. (2002), Caixe e Krauter (2013) e Cunha e Moura (2014) realizaram pesquisas relativas aos efeitos do incentivo e do entrenchamento nas empresas, nos quais afirmam que o efeito incentivo ou alinhamento se refere ao efeito positivo para a empresa e está relacionado com a parcela dos direitos de fluxo de caixa detidos pelos grandes acionistas.

Esta conduta evidencia uma equalização dos interesses da empresa como um todo, o que corresponderia a uma valorização de mercado uma vez que este efeito sinalizaria aos investidores que determinada empresa poderia apresentar uma sensível redução nos conflitos entre acionistas controladores e minoritários, o que de certa forma poderia transparecer um nível adequado de governança, aproximando novos investidores e aumentando o valor da empresa.

Já o efeito entrenchamento, derivado das formulações de Stulz (1988), refere-se ao efeito negativo para a empresa e está relacionado à parcela dos direitos de controle detidos pelos grandes acionistas. O presente efeito é materializado por meio da capacidade dos acionistas controladores resistirem a práticas que transfiram vantagens aos demais acionistas, por exemplo, impedir novas aquisições para a empresa.

O fato do domínio, dos acionistas controladores, estarem em função do processo de decisão da empresa, em muitos casos resultam na expropriação das riquezas dos acionistas minoritários. Geralmente, o efeito negativo se dá principalmente pelo agravamento da separação entre os direitos de controle e fluxo de caixa, o que é um indício, para o mercado, da presença de conflitos entre controladores e minoritários, desestimulando novos investidores e ocasionando a redução do valor da empresa.

Contudo, as Entidades Fechadas de Previdência Complementar têm gerido um volume considerado de recursos de seus participantes, realizado investimentos e fomentado a atividade econômica brasileira. A atuação das EFPC no financiamento corporativo pode se dar durante as diversas etapas do desenvolvimento das empresas, Davidson (2003) destacou que o mercado de capitais tem se tornado cada vez mais, um meio, extremamente importante, de financiamento voluntário de longo prazo.

Neste contexto as EFPC apresentam como padrão usual de financiamento o regime de capitalização, constituído a partir da acumulação e rentabilidade dos recursos ao longo da fase laborativa dos participantes e empregadores até a integralização do valor devido ao pagamento dos benefícios (Previdência, 2018).

De tal forma essas entidades entram em cena e assumem um papel relevante na participação das políticas corporativas das empresas de capital aberto e no mercado de ações evidenciando um campo bastante promissor no sentido de despertar o interesse em estudos que identifiquem o papel das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) nas decisões do rumo das empresas brasileiras das quais possuem participação societária.

Contudo, este comportamento conforme Sonza e Granzoto (2018) pode ser evidenciado de duas formas: monitoramento ativo ou especulativo. Os autores concluíram que, quando as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) investem no mercado de capitais,

não estão preocupadas com as tomadas de decisão específicas das empresas e a falta de habilidades adequadas de monitoramento ativo provoca conflitos que se opõem aos objetivos de maximização do valor da empresa, demonstrando que o foco das EFPC está concentrado puramente na diversificação de investimento e não no desempenho e controle das empresas.

Na literatura mundial, McCahery, Sautner e Starks (2016) ressaltaram que há pouco conhecimento dos comportamentos dos investidores institucionais no envolvimento sobre as empresas. No Brasil apesar de estar entre os maiores mercados de capitais do mundo, a exploração do tema é incipiente e não há na literatura resultados conclusivos e pacificados ao ponto de identificar o comportamento das EFPC no que tange a capacidade de influenciar na condução das empresas, uma vez que a maior parte da concentração do controle está sob o domínio do acionista principal (Marques, Guimarães & Peixoto, 2015).

Com base nestas considerações, o problema desta pesquisa foi definido por: **Qual o impacto da estrutura de controle pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) nos desvios entre direitos de controle e direitos de fluxo de caixa nas empresas brasileiras?**

1.2 Objetivos

Com a finalidade de responder ao problema de pesquisa, se faz necessário definir os objetivos do estudo. Portanto, os objetivos são:

1.2.1 Objetivo geral

Analisar o impacto da estrutura de controle das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) nos desvios entre direitos de controle e direitos de fluxo de caixa das empresas brasileiras de capital aberto negociadas na B3.

1.2.2 Objetivos Específicos

Com o intuito de atender ao objetivo geral, foram definidos os objetivos específicos a seguir:

- (i) Verificar a disparidade entre direito de controle e direito de fluxo de caixa das empresas que atuam no Brasil;
- (ii) Analisar as empresas que possuem EFPC em sua estrutura de controle.
- (iii) Analisar a influência dos desvios entre direitos de controle e fluxos de caixa na terceirização do exercício de votos em assembleias gerais.

1.3 Justificativa

A governança corporativa considera a participação das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) em mercados de risco como um comportamento relativamente recente em países como EUA, Canadá, Japão, Reino Unido, Holanda e Brasil, sendo que a participação das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) como investidores institucionais se deu a partir da metade do século XX. Gales (1986) ressaltou que, durante o século XIX, as EFPC investiam em títulos de renda fixa, por se tratar de um investimento seguro e líquido.

No entanto, a partir do século XX, os investimentos dessas entidades passaram de títulos para ações, evidenciando uma participação gradativa como investidores institucionais no mercado de ações.

No Brasil, o sistema previdenciário possui o regime de repartição e de capitalização, conforme Previc (2019), o primeiro trata as contribuições dos trabalhadores em atividade, como pagamento dos benefícios dos que já se encontram aposentados, ou seja, não há acúmulo de recursos. No segundo regime, onde as EFPC estão inseridas, os fundos criados aplicam em renda fixa e variável as contribuições dos trabalhadores ativos, capitalizando-as e garantindo ao trabalhador ou a seus beneficiários durante sua aposentadoria os valores acumulados e seus rendimentos, ou seja, tornando-se um estoque de riqueza a ser utilizado no longo prazo.

Morck (2005), salientou que as EFPC têm se tornado importantes investidores, cujos comportamentos têm influenciado de maneira saudável a governança corporativa em todos os

lugares. Estudos sobre a participação das entidades, como investidores institucionais, no mercado de ações brasileiro tem se intensificado nas últimas décadas, principalmente sob a análise da relação das entidades com a qualidade da governança corporativa (Lima, 2013; Carvalhal, 2006; Gonzales & Crisóstomo, 2006) e também sob a influência das entidades na criação de valor da empresa (Monks & Minow, 2004; Giannetti & Laeven, 2009; Nesse, 2012; Sonza & Granzotto, 2018).

Gillan e Starks (2000) ressaltaram que os investidores institucionais, particularmente as EFPC, nos últimos anos, têm desenvolvido comportamento ativistas pressionando a administração ou acionistas controladores em melhorar seus desempenhos a fim de aumentar o valor da empresa e conseqüentemente a valorização das ações.

Outro comportamento que tem instigado estudos no campo da governança corporativa é o desvio da regra uma ação, um voto evidenciado por meio da separação dos direitos de controle e propriedade, principalmente sob a análise do efeito da divergência dos direitos em relação ao desempenho da empresa (Claessens et al., 2002; Lins, 2003; Lemmon et al., 2003; Utama, Utama & Amarullah, 2017) e o impacto do distanciamento do controle e propriedade sobre o mercado de capitais ao redor do mundo (Lemmon et al., 2003; Chu, Liu & Tian, 2015).

No contexto brasileiro, a própria Lei de Sociedades por Ações, Lei nº 6404 (1976) estimula o mercado de capitais a se desviar do princípio da regra uma ação, um voto, principalmente por meio da emissão ações de duas classes, conforme seguem suas definições, previstas na própria Lei: (i) Ações Ordinárias: Concedem ao acionista o direito a votos nas assembleias da empresas, porém, apesar do direito a voto, esses acionistas não são responsáveis pelas dívidas da empresa e em uma eventual mudança de controle acionário da empresa recebem benefícios chamados “prêmios de controle”, onde, no momento de mudança de controle acionário na empresa, tem um aumento na valorização sobre as ações preferenciais; e, (ii) Ações Preferenciais: Não concede aos acionistas o direito a votos e na mudança de controle acionário não lhe é garantido o prêmio de controle, no entanto essas ações são mais fáceis de serem negociadas porque frequentemente possuem maior liquidez do que as ações ordinárias e dão preferências ao recebimento de dividendos.

No cenário brasileiro a estrutura de governança corporativa, segundo Marques et al. (2015) e Claessens et al. (2002) é caracterizada por forte concentração do direito de propriedade e controle nas “mãos” do maior acionista ou nas mãos dos cinco maiores acionistas. Isso tudo se justifica, pela carência de proteção legal aos investidores, o que para La Porta et al. (1998), a concentração é o resultado ou até mesmo um mecanismo de compensação frente a fragilidade da origem legal.

Para Morck (2005), o desvio entre direitos de controle e propriedade mina o funcionamento eficiente das corporações. Caixe e Krauster (2013), ao analisar o comportamento de 237 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, entre os anos de 2001 a 2010, identificaram uma média de concentração dos votos do maior acionista em 56,18% e a média de concentração no direito do fluxo de caixa em 41,38%, os autores concluíram que a participação do acionista controlador produz um efeito de alinhamento até o ponto de 53,99% de participação no fluxo de caixa das empresas, a partir desse ponto o efeito passa de alinhamento para entrincheiramento.

Neste contexto, a presença da estrutura de controle pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), potenciais investidores institucionais apresenta, ao longo do tempo, influências bastante significativas no sistema corporativo brasileiro e, em compasso com as considerações de Hamdani e Yafeh (2013), que destacaram que a presença de um acionista controlador dominante, altera substancialmente a governança corporativa dos investidores institucionais.

Associar o controle pelas EFPC aos desvios de direitos (controle e propriedade) e a terceirização do direito dos votos, este estudo se reveste em uma abordagem bastante oportuna e capaz de identificar o comportamento predominante das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) nas práticas de governança corporativa do mercado brasileiro de capitais. E contribuir no processo decisório quanto a elaboração de políticas públicas que aproveitem o potencial econômico que essas entidades reservam por de trás do cenário previdenciário brasileiro.

1.4 Hipóteses

1.4.1 Estrutura de controle, desvios entre direitos e expropriação dos acionistas minoritários

Shleifer e Vishny (1997), identificaram que o conflito de agência surgiu por meio da separação entre controle e propriedade. La Porta et al. (1999), consideraram que países com forte proteção legal, o principal conflito existente se dá entre gestores e acionistas, no entanto, em países com fraca proteção legal o principal conflito de interesses está entre os acionistas majoritários (controladores) e minoritários. La Porta et al. (1999) identificaram, nos 27 países investigados, exceto nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha, o predomínio do controle nas

“mãos” de poucos acionistas, e estes excedendo os direitos de votos em relação aos direitos de fluxo de caixa.

Os autores identificaram, ainda, que o controle predominante das empresas se concentrava nas mãos de investidores institucionais, estado, famílias ou fundadores da empresa ou até mesmo seus descendentes. Esta característica é bastante marcante no contexto brasileiro e corroborada por Soares e Kloeckner (2008), os quais consideraram o mercado brasileiro caracterizado por estruturas de propriedades concentradas em um ambiente que propicia a expropriação dos minoritários, e justamente devido a esta fragilidade do ambiente legal, os acionistas concentram o controle da corporação, tornando-se acionistas majoritários com o propósito de compensar a vulnerabilidade da sua proteção legal.

Diante deste cenário os acionistas controladores excedem o direito de controle em relação aos direitos de fluxo de caixa, gerando a expropriação dos acionistas minoritários. Claessens et al. (2002), consideraram que o efeito negativo do entrenchamento está relacionado há uma maior divergência entre direitos de controle e direitos de fluxos de caixa, tornando o(s) acionista(s) controlador(es) capaz(es) de extrair valores da empresa em prejuízo dos acionistas minoritários, corroborando com Dyck e Zingales (2004), Bozec e Bozec (2007) e Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2008), que o risco de expropriação surge não apenas quando o acionista detém o controle, mas sim quando detêm o incentivo em extrair benefícios privados de controle em desvantagens aos acionistas minoritários, ou seja, meios em que os acionistas controladores se apropriam de valores ou recursos societários, qualquer que seja a fonte, em benefício próprio sem compartilhá-los com os demais acionistas na proporção das ações que cada um possui.

A participação de um único acionista no controle da empresa pode trazer prejuízos para a empresa e aumentar o risco de expropriação principalmente o que, para Soares e Kloeckner (2008), é chamado de poder discricionário do controlador que, em muitos casos, seus interesses não estão alinhados com os interesses da empresa ou dos demais acionistas.

Na mesma linha, o controle exercido de forma inapropriada pode ocasionar a expropriação dos acionistas minoritários. Baía (2010) ressalta que esse comportamento é um dos principais problemas entre acionistas majoritários (controladores) e minoritários, e pode ainda se potencializar à medida que os principais acionistas apresentam maior direito de controle sobre o direito de fluxo de caixa. Essa exacerbação nos desvios entre direitos ocorre quando a participação dos acionistas é maior nos direitos de controle e menor nos direitos de fluxo de caixa, o que se corrobora com os achados de Lins (2002) e Aldrighi e Neto (2005), ao

identificarem que o valor da empresa tende a reduzir quando há um aumento nos desvios de direitos, refletindo e intensificando a possibilidade de expropriação dos acionistas.

Baseando-se nesses pressupostos, a seguinte hipótese é formulada:

H1: Quanto maior a estrutura de controle pelas entidades fechadas de previdência complementar (EFPC), maiores os desvios entre os direitos de controle e fluxo de caixa e maior a expropriação dos acionistas minoritários.

A primeira hipótese está relacionada com uma associação direta entre a estrutura de controle das EFPC e a separação dos direitos de voto e propriedade, ou seja, quanto maior as empresas forem controladas pelas EFPC maior será a separação entre poder de voto (tomada de decisão) e propriedade (posse dos fluxos de caixa) dos maiores acionistas e conseqüentemente maior expropriação dos acionistas minoritários.

Por outro lado, os investidores institucionais, em especial as entidades fechadas de previdência complementar, agindo como entidades fiduciárias, estão cada vez mais, segundo Rossetti e Andrade (2014), compreendendo a relevância de seu papel como grandes acionistas com potencial de exigir das empresas a adoção de boas práticas de governança, como medida para assegurar o valor e o retorno de seus investimentos.

Becht, Franks, Mayer e Rossi (2009) encontraram evidências que os investidores institucionais tendem a desenvolver expectativas de um comportamento ativistas nas grandes empresas trazendo a promessa de uma melhora no desempenho corporativo. Maury e Pajuste (2005) investigaram os efeitos dos grandes acionistas na avaliação das empresas. Analisaram dados de estrutura de propriedade em 136 empresas listadas no mercado de ações finlandês no período compreendido entre 1993 e 2000. Os resultados confirmaram que o aumento da contestabilidade do poder de controle pelos blocos formados por coalizões, gera um aumento no valor da empresa e limita a expropriação de acionistas minoritários.

No contexto brasileiro, devido à concentração das estruturas, fica evidenciado que a participação das EFPC tem um alto poder de influência no mercado de capitais, principalmente referente ao impacto no valor de mercado das empresas listadas (Valadares & Leal, 2000). Andrade e Rossetti (2014) ressaltaram que, por quase três décadas, as EFPC atuaram apenas como doadores de recursos apresentando, em muitas situações, posições minoritárias devido a sua diversificação ou por meio de ações sem direito a votos. Atualmente as EFPC, como investidores institucionais, segundo Monks, Minow (2004), têm tamanho, poder e incentivos para monitoramento das corporações, têm cada vez mais evidenciado uma crescente

participação ativa nos conselhos e capacidade de influenciar positivamente a política de governança das empresas das quais fazem parte de seu portfólio de investimento.

Claessens et al. (2002), consideraram que quanto maior for a participação no fluxo de caixa dos acionistas controladores maior será o esforço em alinhar os interesses entre os acionistas principais e minoritários, pois quanto melhor for a prática de governança corporativa melhor será o desempenho da empresa o que irá refletir em benefícios para acionistas majoritários e minoritários.

Doidge et al. (2009), destacaram que mecanismos de boas práticas de governança corporativa, em países que possuem fraca proteção legal, incentivam os acionistas controladores a desistirem de seus benefícios privados de controle revertendo para a empresa melhor avaliação e desempenho de mercado proporcionando uma redução na expropriação.

A participação de mais de um grande acionista no controle da empresa constitui o que, para Aldrighi e Neto (2007), é chamado acordo de acionistas do qual se caracteriza por compromissos de voto de acordo mútuo. Para Soares e Kloeckner (2008), o controle exercido por meio de acordos de acionistas, com participação de mais de um grande controlador, a presença de diversidade de interesses é acentuada, o que de certa forma favorece o monitoramento entre os acionistas controladores, abrindo a possibilidade de boas práticas de governança corporativa e a diminuição na separação entre direitos.

Por este motivo, a seguinte hipótese alternativa é formulada:

H1A: Quanto maior a estrutura de controle pelas entidades fechadas de previdência complementar (EFPC), menores os desvios entre os direitos de controle e fluxo de caixa e menor o risco de expropriação dos acionistas minoritários;

A primeira hipótese alternativa está relacionada com uma associação inversa entre a estrutura de controle das EFPC e a separação poder de voto (tomada de decisão) e propriedade (posse do fluxo de caixa), ou seja, quanto maior as empresas forem controladas pelas EFPC, menor será a separação entre poder de voto e propriedade dos maiores acionistas e menor será a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários.

1.4.2 Desvios entre direitos das entidades fechadas de previdência complementar e a terceirização do serviço de consultoria de votos

No contexto norte-americano, Dent (2014) ressaltou que, tradicionalmente, os grandes investidores institucionais, durante as decisões em assembleias, acompanhavam as decisões da administração ou até mesmo vendiam suas ações, isso tudo porque, devido ao alto custo-benefício presente para dedicar recursos na investigação das empresas das quais integravam seus portfólios, forçava-os a seguirem a mesma linha de decisão da administração.

Sonza e Granzotto (2018) consideraram que as EFPC, apesar de possuírem direitos e poder de decisão nos conselhos, contratavam empresas especializadas de consultoria, pois não tinham habilidades em adotar decisões estrategicamente eficientes, evidenciando que a preocupação predominante desses investidores não estava no monitoramento das empresas, mas sim na diversificação de suas carteiras.

A obrigatoriedade da execução dos votos faz com que muitos investidores, que não possuem benefícios que superam os custos de coleta de informação, como no caso das EFPC, tendam a seguir passivamente os conselhos das empresas terceirizadas de consultoria, gerando prejuízos para a empresa (Iliev & Lowry, 2015).

Uma forte influência exercida por empresas de consultoria foi identificada por Malenko e Shen (2016), principalmente em investidores institucionais e instituições com propriedade dispersas, ressaltando a falta de engajamento, por parte desses investidores, nos assuntos relevantes necessários para a formulação de decisões eficientes, propiciando a seguirem as recomendações de votos de consultorias terceirizadas. O fato de muitos investidores não possuírem habilidades nem interesse em participar dos conselhos, tende a demonstrar uma fragilidade no monitoramento das empresas. Dessa forma a seguinte hipótese alternativa é formulada:

H2: Quanto maior o desvio entre regras de controle e fluxo de caixa das EFPC, maior a terceirização da execução dos votos por meio de empresas de consultoria;

A segunda hipótese está relacionada com uma associação direta entre a separação dos direitos de poder de voto (tomada de decisão) e propriedade (posse dos fluxos de caixa) com a terceirização do exercício do direito de voto (tomada de decisão) por parte das EFPC, ou seja, quanto maior for a separação entre direitos de controle e propriedade maior será o emprego de

empresas especializadas em consultoria para representarem os direitos de votos das EFPC em assembleias gerais.

Em outro sentido, o surgimento das empresas de consultoria e recomendações de votos, conforme Subramanian (2017) se deu nos EUA a partir dos anos de 1984 com a criação da *Proxy Monitor* e em seguida pela *Institutional Shareholder Services (ISS)* em 1985. No Brasil, as primeiras evidências de empresas prestadoras de serviços de consultoria e assessoria atuárias se deram ao final da década de 90, cujo o objetivo principal era o fomento do sistema de previdência complementar brasileiro.

Os investidores institucionais, como as Entidades Fechadas de Previdência Complementar, têm aumentado cada vez mais a sua participação nas políticas corporativas, o que para Aggarwal, Erel e Starks (2015), em muitas situações, acabam se tornando acionistas dominantes nas empresas. Nos últimos anos, tem se intensificado a preocupação do monitoramento e do voto efetivo, principalmente por meio de coletas de várias fontes, quer seja por analistas ou por empresas de consultoria, a escolha fica condicionada basicamente aos custos relacionados a forma de coleta e consolidação das informações.

Com o surgimento das empresas de recomendações de votos e a oferta atraente desses serviços, fez com que muitos investidores institucionais, inclusive as EFPC, segundo Dent (2014), a utilizarem esses recursos para obter opiniões objetivas, votos sofisticados e especializados, tornando cada vez mais comum um monitoramento mais ativo e, como consequência, votos contra a administração.

O expressivo volume de recurso que as EFPC detêm, tem tornado motivo suficiente para serem fortes investidores institucionais e, atraídas por essa capacidade de recursos, segundo Andrade e Rossetti (2014), as empresas têm “aberto suas portas” para a participação mais ativa das EFPC. Diante de novo cenário, na última década, tem se estabelecido um novo comportamento na participação das EFPC no processo brasileiro de políticas de governança. Sendo assim, as EFPC estão sendo obrigadas a se especializar por meio de recursos internos ou até mesmo por meio de empresas de consultoria, tudo para exercer, de forma eficiente, o controle ou parte do controle das empresas das quais detêm ativos.

Choi, Fisch e Kahan (2009), consideraram que as empresas de consultoria e recomendação de votos são novos atores potencialmente poderosos no mundo da governança corporativa. Cotter, Palmiter e Thomas (2010), em seus estudos entre os anos de 2003 a 2008, utilizaram os fundos mútuos, maiores blocos de votação de acionistas na governança corporativa dos EUA, e a ISS, a maior empresa de consultoria de votos por procuração, e identificaram que os fundos mútuos têm seguido, na maior parte dos casos, as recomendações

da ISS, apresentando uma mudança de comportamento, não mais seguindo a regra da administração e passando a adotar um comportamento mais ativista, em muitos casos, votando contra a administração e apoiando outros acionistas ativistas.

O poder de influência das recomendações das empresas de consultoria tem despertado o interesse em diversos estudos para tentar esclarecer a verdadeira força que está por trás desses serviços. Para Choi et al. (2009), a intensidade de influência nas recomendações se dá principalmente porque as principais empresas de consultoria estão se especializando e baseando suas recomendações em assuntos que os acionistas institucionais consideram relevantes, desmitificando a abordagem de que os acionistas estão seguindo cegamente as recomendações dessas empresas.

Tornando evidente que as recomendações apresentadas pelas empresas de consultoria possuem certa força, porém ela é intensificada pelo fato de estar alinhada com os interesses dos próprios investidores. Neste contexto, a seguinte hipótese é formulada:

H2A: Quanto maior o desvio entre regras de controle e fluxo de caixa das EFPC, menor a terceirização da execução dos votos por meio de empresas de consultoria;

A segunda hipótese alternativa está relacionada com uma associação inversa entre a separação dos direitos de poder de voto (tomada de decisão) e propriedade (posse do fluxo de caixa) com a terceirização do exercício do direito de voto (tomada de decisão) por parte das EFPC, ou seja, quanto maior for a separação entre direitos de controle e propriedade, menor será o emprego de empresas especializadas em consultoria para representarem os direitos de votos das EFPC em assembleias gerais.

2 Estrutura de Controle pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar e sua Influência nos Desvios entre o Direto de Controle e de Fluxo de Caixa

Shleifer e Vishny (1986) evidenciaram a possibilidade dos grandes acionistas absorverem os próprios custos de monitoramento por meio do retorno de suas ações, diferentemente dos acionistas minoritários que não têm a mesma oportunidade e capacidade de arcar com os custos de monitoramento, o que reflete, para as empresas, pouca atividade de monitoramento (basicamente as realizadas pelos grandes acionistas) o que possibilita, em muitos casos, a expropriação dos acionistas minoritários.

Contudo, resta aos investidores institucionais, neste caso, as EFPC, o papel de desempenhar atividades de monitoramento nas empresas das quais detêm participação no controle, restando identificar se a estrutura de controle dessas entidades produzirá um efeito de incentivo ou entrincheiramento sobre os desvios entre os direitos de controle e fluxos de caixa da empresa.

2.1 Governança corporativa brasileira

Segundo, Carvalho (2002), a Governança Corporativa, de forma ampla, é definida como um conjunto de medidas ou princípios que estabelecem a governabilidade dentro de uma empresa, envolvendo o monitoramento, incentivo e direção. Tem como objetivo central, estabelecer práticas para que o agente (tomador de decisões) convirja suas ações aos interesses do principal (sócio), ou seja, medidas que alinhem o interesse dos envolvidos, objetivando, principalmente, a maximização dos benefícios da empresa.

La Porta et al. (1998), identificaram que países como o Brasil, que estão sob o domínio de *civil law*, tendem a estabelecer mecanismos alternativos para protegerem seus investidores quanto ao risco de expropriação, principalmente em decorrência dos conflitos de agência que histórica e predominantemente no Brasil está entre os acionistas majoritários (controladores) e minoritários.

As boas práticas de governança corporativa tiveram suas primeiras manifestações, segundo Frentrop (2002), em 1992, na Inglaterra, com a publicação do Relatório Cadbury, considerado o primeiro código de boas práticas de governança corporativa.

No contexto brasileiro, de acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2018), por meio do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, existem cinco pressupostos que, por analogia, são como base de sustentação para as práticas de governança corporativa, sendo eles: I - Acionistas, II - Conselho de Administração, III - Diretoria, IV - Fiscalização e Controle e V - Conduta e Conflito de interesses, conforme apresenta a Figura 1.

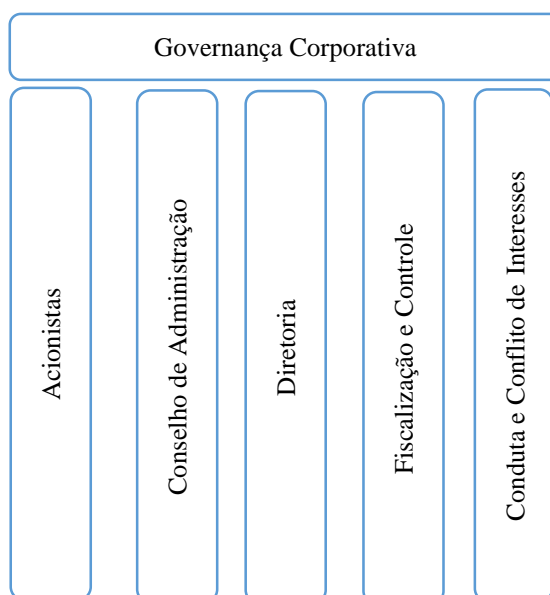


Figura 1. Base de sustentação da Governança Corporativa Brasileira.
Fonte: IBGC (2018).

A Tabela 1 apresenta de forma sucinta as definições para cada pressuposto apresentado na Figura 1.

Tabela 1
Relação e definições dos pressupostos da GC

Pilares	Definição
Acionistas	Pessoas físicas ou jurídicas que detêm a propriedade do capital social da empresa.
Conselho de Administração	Guardião dos princípios, valores, objeto social e sistema de governança da organização. Elo entre Diretoria e Sócios (acionistas).
Diretoria	Responsável pela gestão da organização. Executa a estratégia e as diretrizes aprovadas pelo conselho.
Fiscalização e Controle	Responsável por assessorar o conselho e auxiliá-lo na qualidade da confiabilidade e integridade das informações da organização.
Conduta e Conflito de Interesse	Desenvolver a ordem ambiental e social pautados na ética, respeito, responsabilidade valorizando a reputação e imagem da empresa.

Fonte: Adaptado: IBGC (2018, p.6).

As boas práticas de governança corporativa, para Morck et al. (2005), apoiam o desenvolvimento dos mercados de capitais, bem como influencia no crescimento econômico.

A seguir a Tabela 2, apresentará os segmentos especiais de listagem com suas principais características.

Tabela 2
Segmentos especiais de listagens da B3

Segmentos B3	Características
Novo Mercado	Ações Ordinárias e esforço para dispersão acionária
Nível 1	Ações Ordinárias e Preferenciais. Esforço para dispersão acionária
Nível 2	Ações Ordinárias e Preferenciais. Esforço para dispersão acionária
Bovespa Mais	Ações Ordinárias e sem regras para distribuição de ações.
Bovespa Mais Nível 2	Ações Ordinárias e Preferenciais. Sem regras para distribuição de ações
Básico	Ações Ordinárias e Preferenciais. Sem regras para distribuição de ações

Nota. Fonte: Adaptado pelo autor com dados extraídos do Portal B3 (2018).

Neste contexto e conforme Tabela 2, as últimas décadas, o mercado de capitais brasileiro tem apresentado um processo de evolução nas políticas de GC, os segmentos especiais de listagem da B3 (Brasil Bolsa Balcão), criados para atender adequadamente aos diferentes perfis de empresas, têm se revelado como um processo promissor, prezando por regras de GC diferenciadas, capazes de estabelecerem mecanismos que fomentem e despertem olhares para o mercado brasileiro.

2.2 Desvio entre os direitos de controle e fluxo de caixa

O princípio da regra uma ação, um voto proporciona aos acionistas o direito de votar nos assuntos corporativos mais relevantes da empresa, assegurando, de forma equilibrada e proporcional, a participação na propriedade e nos direitos de votos. Países como Alemanha, Bélgica e Reino Unido possuem mais de 85% de suas empresas que cumprem o princípio uma ação, um voto (Beaufort, 2006).

As questões associadas à separação de controle e propriedade a partir dos estudos de Berle e Means (1932), estão intimamente ligadas aos conflitos de agências segundo declarações evidenciadas por Jensen e Meclking, (1976), o que tem despertado o interesse em estudos

internacionais (Claessens et al., 2002; La Porta, Lopes-De-Silanes, Shleifer & Vishny, 2002; Lemmon & Lins, 2003; Morck, 2005; Jin & Park, 2015) e estudos nacionais (Aldrighi & Postali, 2011; Aldrighi *et al.*, (2012); Bortolon, 2013; Peixoto & Buccino, 2013; Bortolon & Leal, 2014) com abordagens sobre o impacto dos desvios entre direitos de controle e propriedade na condução das políticas de governança corporativa.

La Porta *et al.* (1999) identificaram uma tendência nos 27 países analisados, principalmente devido a constante evolução dos mercados de capitais, em desviar-se da regra uma ação, um voto, onde a maioria das empresas pesquisadas possuíam acionistas controladores retendo apenas uma pequena parcela dos direitos de fluxo de caixa.

Para Bebchuk, Krackman e Triantis (2000), as três principais maneiras de separação entre controle e propriedade se dão por meio dos mecanismos de duas classes, estruturas piramidais e as ações cruzadas. Claessens et al. (2002), consideraram que esses mecanismos incentivam a possibilidade de separação entre os direitos de controle e fluxo de caixa e que o aumento do desvio entre os direitos está associado à perda no valor da empresa.

Leal, Silva e Valadares (2002), identificaram que empresas que possuem nível elevado nos desvios tendem a ser menos valorizadas em relação a empresas em que os desvios não existem ou são muito pequeno, confirmando as estimativas de Claessens e Djankov (2000), em que empresas brasileiras tendem a serem desvalorizadas em torno de 20% a mais que empresas de outros países que possuem melhores práticas protecionistas. Isso tudo se deve porque quando menos desvios melhor será a avaliação da empresa e menor será a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários.

Nesse contexto a diferença entre os direitos de votos e fluxo de caixa despertam a possibilidade de expropriação dos minoritários, no entanto, La Porta et al. (1999), argumentaram que a participação no fluxo de caixa pelo acionista controlador pode ser suavizada, mas não eliminado o incentivo de expropriação.

A propriedade cruzada que, segundo Berk e Demarzo (2009), ocorre quando o maior acionista de uma empresa for outra empresa, é muito comum em países como Alemanha, Japão e Coréia e pouco expressivo em países como EUA. Nesse contexto, La Porta et al. (1998), constataram que a formação de pirâmides é o mecanismo mais utilizado para concentrar o controle de uma empresa em países com fraca proteção legal.

Nessa linha, Torres, Bertín e Lopez-Iturriaga (2017), analisaram o efeito das estruturas piramidais, um dos mecanismos de controle corporativo mais utilizado no Chile entre os anos de 2000 a 2014. Os resultados sugeriram um efeito duplo das estruturas piramidais. O primeiro efeito aborda que, quando o nível de desvio entre os direitos de controle e propriedade atinge

valores baixos, reflete no aumento do desempenho da empresa. O segundo efeito apresenta resultados contrários, pois quando o desvio entre o controle e propriedade atinge níveis altos, há uma grande possibilidade no agravamento de potenciais conflitos entre proprietários e controladores, despertando um excesso de benefícios privados e possível expropriação dos acionistas minoritários, acarretando na redução do desempenho corporativo.

Em países com fraca proteção legal, como o caso do Brasil, onde concentração de capital está nas mãos de grandes acionistas e uma elevada quantidade de ações sem direitos a votos, os pequenos investidores acabam não possuindo poder suficiente para representação nas empresas. Rossetti e Andrade (2014) apresentaram, neste contexto, que os investidores institucionais, principalmente as EFPC, têm desempenhado um papel importante no processo de governança, quer como defensores dos interesses de minoritários, quer como monitores ativistas, intervindo em assuntos como decisões estratégicas, investimentos e estruturas internas de poder.

2.3 Regime de previdência complementar

De acordo com a Secretaria de Previdência do Ministério da Economia (2019), o Regime de Previdência Complementar é formado por dois segmentos: Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC) e Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC).

A Previdência Complementar das Entidades Abertas é disponibilizada por bancos e seguradoras, e pode ser adquirida por qualquer pessoa física ou jurídica. Diferentemente, a Previdência Complementar das Entidades Fechadas é acessível somente para grupos formados por trabalhadores de determinadas empresas ou entidades de classe que fazem a gestão do próprio fundo, a seguir serão demonstradas, a partir da Tabela 3, as diferenças entre as EAPC e EFPC.

Tabela 3

Diferenças entre entidades de previdência fechada e aberta

Entidades de previdência fechada (Fundos)	Entidades de previdência aberta (Bancos e Seguradoras)
Entidade sem fins lucrativos.	Entidade com fins lucrativos.
Organizadas por empresas e entidades associativas na forma de fundação/sociedade civil.	Organizadas por instituições financeiras e seguradoras na forma de sociedade anônima.
Fiscalizadas pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc).	Fiscalizadas pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP).
Menores taxas de administração.	Maiores taxas de administração (incidentes sobre o saldo de conta - base de cálculo do benefício).
Rentabilidade e superávit reverterem ao plano de benefícios.	Rentabilidade e superávit renumeram mais os acionistas do que os participantes.
Autonomia na escolha das instituições financeiras.	Vinculação a uma única entidade financeira.
Tábua de sobrevivência mais aderente à sua massa, de acordo com a legislação vigente.	Tábuas de sobrevivência muito agravadas, pois consideram que o participante viverá além do estimado, fazendo com que o benefício seja menor.
Governança Corporativa - Conselhos Deliberativo e Fiscal composto por participantes indicados pelo patrocinador e eleitos pelos próprios participantes.	Não existe a participação do associado no processo de gestão

Nota. Fonte: Adaptado ABRAPP (2019, p.06)

2.3.1 Participação das entidades fechadas de previdência complementar na governança corporativa

Parte integrante do sistema de previdência social brasileiro, as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), popularmente conhecidas como fundos de pensão, sendo que este termo está em desuso desde o ano de 2017, têm por objetivo, segundo a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), garantir a seus empregados (públicos ou privados) ou associados uma complementação à aposentadoria disponibilizada pelo Regime Geral de Previdência Social, por meio da administração de planos de benefícios.

Claessens, Djankiv, Fan e Lang (2002), ao estudar 1.301 empresas de capital aberto do leste asiático, identificaram que grandes investidores possuem incentivos para maximizar o valor de suas empresas e exercer o controle através de monitoramento das atividades dos administradores. O monitoramento realizado por grandes investidores institucionais, como as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), tem se revelado como um mecanismo de alívio de conflitos entre agências e de ajustamento nos rumos da governança corporativa.

Atualmente no Brasil, segundo dados apresentados pela Previc, existem 299 EFPC, dentre deles 21 instituidores, 189 privados e 89 públicos. Conforme é visto na Tabela 4, as 20 maiores EFPC no Brasil, e presentes na amostra deste estudo, detêm mais que 66% de todo o patrimônio das 299 EFPC. Destaca-se o papel fundamental da Caixa de Previdência dos

Funcionários do Banco do Brasil (PREVI), considerada a maior entidade de previdência complementar da América Latina e um dos maiores atores no cenário do mercado brasileiro de entidades fechadas de previdência complementar (EFPC).

Tabela 4

Classificação das 20 maiores EFPC no Brasil por volume de investimento (2018)

Ord	EFPC	Investimento (R\$ MIL)	Origem
1	PREVI	204.151.453	Público
2	PETROS	75.067.794	Público
3	FUNCEF	67.924.779	Público
4	FUNCESP	29.274.519	Público
5	FUND. ITAÚ UNIBANCO	26.967.332	Público
6	VALIA	22.951.374	Público
7	SISTEL	18.533.650	Público
8	BANESPREV	17.270.170	Público
9	FORLUZ	15.879.008	Público
10	REAL GRANDEZA	15.708.047	Privado
11	FAPES	11.531.392	Público
12	FUNDAÇÃO ATLÂNTICO	10.746.713	Público
13	FUNDAÇÃO COPEL	10.336.604	Público
14	PREVIDÊNCIA USIMINAS	9.048.196	Público
15	TELOS	8.072.163	Público
16	POSTALIS	7.544.758	Público
17	MULTIBRA	7.354.085	Público
18	CERES	7.194.837	Público
19	CENTRUS	7.071.614	Público
20	FACHESF	7.049.813	Público

Nota. Fonte: Consolidado Estatístico, ABRAPP, (2018).

O Conselho Monetário Nacional (CMN), por meio do marco regulatório, a Resolução nº 3.792/2009, estabeleceu que as EPFC podem investir até 70% dos seus ativos em renda variável, sendo o limite de 25% do seu capital administrado em ativos totais ou ativos com direito a voto de uma mesma companhia, e conforme Tabela 4, é evidente que as EFPC atualmente apresentam uma capacidade significativa devido ao seu volume de recursos na participação em ativos, configurando à entidades como potenciais investidores no mercado de capitais brasileiro.

Nas últimas décadas, o sistema de Governança Corporativa teve um papel fundamental nas ações das empresas. La Porta et al. (1999) definiram governança corporativa como um conjunto de mecanismos através dos quais os investidores externos se protegem e se asseguram do retorno de seus investimentos. Berle e Means (1932) definiram que um dos principais

mecanismos de governança é a distribuição de capital e a separação entre propriedade e controle, surgindo como resultante do conflito de interesses entre acionistas e gestores, o que na literatura tem sido bastante explorado como conflito de agência.

Nessa linha, Shleifer e Vishny (1986) consideram o conflito de interesses entre agente e principal como um clássico problema da agência. No mesmo raciocínio, destacam-se Berk e Demarzo (2009), que consideraram como função principal do sistema de governança corporativa, mitigar este conflito e alinhar os interesses entre proprietários e controladores.

Em países como EUA, Canadá, Reino Unido e Austrália, em que o sistema de proteção legal é desenvolvido e a governança corporativa é estabelecida, o conflito de interesses se converge entre os acionistas e executivos. Porém em países com fraca proteção legal e governança corporativa em fase embrionária, o conflito central se dá entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários (Berk & Demarzo, 2009; La Porta et al., 1999).

Essa questão corroborada por Djankov et al. (2008) e Aluchna e Kaminski (2017), os quais afirmaram que, em países com fraca proteção aos investidores, os principais acionistas tendem a apresentar comportamentos como *self-dealing* (situação em que alguém usa seu cargo dentro de uma corporação para obter benefícios pessoais) e incentivar a expropriação de acionistas minoritários, comportamento muito comum presente na governança corporativa brasileira. Neste contexto, surge a questão relacionada à expropriação, onde os desvios entre os direitos de controle e de fluxo de caixa exacerbam ainda mais esse problema relacionado à origem legal.

A literatura evidencia alguns estudos ao redor do mundo que abordaram o impacto da participação das EFPC nas diversas áreas da governança corporativa. Sonza e Granzotto (2018) consideraram as EFPC como os principais investidores no país e grandes investidores institucionais nos mercados de capitais, principalmente devido ao elevado aporte financeiro. Os autores identificaram uma relação inversa entre a estrutura de controle pelas EFPC e o desempenho das empresas, o que indica que as EFPC não exercem a função de monitoramento de uma forma efetiva. Woidtke (2015) também identificou uma relação negativa entre essas duas variáveis para as EFPC públicas norte-americanas.

Aluchna e Kaminski (2017) investigaram a relação sistemática entre a estrutura de propriedade e desempenho em 495 empresas não financeiras listadas no mercado de ações polônês entre os anos de 2005 e 2014. Os resultados evidenciaram uma relação negativa entre o desempenho e a concentração de propriedade, confirmando a hipótese de que, em contextos de instituições com fraca proteção aos investidores, os principais acionistas tendem a apresentar comportamentos que facilitem a expropriação de acionistas minoritários. Também foi

identificado um impacto negativo do segundo maior acionista com o desempenho das empresas, o que confirma a existência de conluio de interesses entre os principais acionistas.

Analisando 110 empresas de capital aberto do mercado brasileiro no período de 2004 e 2005, Punsuvo, Kayo e Barros (2007), verificaram se a participação acionária das EFPC exerce influência sobre a qualidade da governança corporativa das empresas. Os resultados revelaram uma relação negativa entre a participação acionária e a qualidade de governança.

Analisando os problemas de agência entre curadores, que são diretores das empresas patrocinadoras e membros dos planos de pensão no Reino Unido, Cocco e Paolo (2005) abordaram o quanto as ações dos planos de pensão são afetadas com a presença de *insiders*, definidos por Berk e Demarzo (2009), como executivos, diretores ou qualquer outra pessoa que tenham acesso a informações não-públicas das empresas. As evidências apresentadas foram de que a presença de executivos das empresas patrocinadoras como curadores dos planos de pensão age com interesses de acionistas das empresas e não como membros do plano de pensão. Também os resultados evidenciaram que a presença de *insiders-curadores* é considerada como fonte de conflitos de agência em relação às estratégias de investimentos dos ativos dos planos de pensão. No entanto, quando o investimento é eficiente, o benefício ocorre tanto para os membros dos planos de pensão através da redução das contribuições, quanto para os acionistas, que recebem maior pagamento de dividendos.

No entanto, Cai, Hiller e Wang (2016), examinaram o impacto da composição acionária no valor das empresas. Analisaram os dados das firmas listadas na bolsa de valores de Xangai, entre os anos de 2003 e 2011. Os resultados evidenciaram que o valor da empresa é afetado por um *trade off* entre os incentivos de monitoramento e a colusão entre os grandes acionistas não controladores.

Quando a participação do acionista principal é muito maior do que a participação dos demais acionistas, há um aumento no valor da empresa, porém, quando a participação entre os principais acionistas se aproxima, há uma redução no valor da empresa. Esses achados revelaram que o comportamento dos principais acionistas pode apresentar tendências tanto para monitoramento quanto para conluio, dependendo do tamanho relativo das participações entre os maiores acionistas.

Utilizando a reforma no sistema sueco de pensão, ocorrida em 2000, que causou uma reorganização na titularidade das EFPC e um crescimento da participação destes no mercado acionário, Giannetti e Laeven (2009), analisaram os efeitos dos investimentos institucionais na estrutura de propriedade, governança corporativa e no desempenho corporativo. Encontraram

que o aumento da participação societária das EFPC afetou positivamente o valor da empresa, o valor do voto marginal e a concentração de propriedade.

2.4 Terceirização da responsabilidade nas decisões do conselho

A participação efetiva dos investidores institucionais nas decisões dos conselhos, nas empresas existentes e no portfólio de investimentos, ainda não é um consenso no mecanismo de governança corporativa. O uso dos votos por parte dos investidores institucionais como forma de governança efetiva tem sido mais expressivo em situações em que existe uma grande parcela na participação acionária ou em momentos que a expectativa de valorização das ações seja positiva (Aggarwal et al., 2015).

Gillan e Starks (2003) identificaram que a presença de monitoramento por parte dos investidores institucionais tem sido evidenciada em empresas com indicadores fortes de governança e com menos relação comercial entre investidor e empresa. As EFPC como grandes investidores institucionais, segundo Gillan e Starks (2003), apresentam um comportamento menos reacionistas e mais sensível à pressão, seguindo os interesses dos demais acionistas devido ao seu relacionamento comercial, o que corrobora com Cvijanovic, Dasgupta e Zachariadis (2016), na consideração de que as entidades são mais relacionadas com as empresas presentes no seu portfólio devido aos laços de negócios.

O uso do voto por procuração ou serviço de consultoria institucional tem sido evidente em diversos lugares no mundo. Malenko e Shen (2016) identificaram que a influência do serviço de consultoria institucional é mais forte nas empresas onde a propriedade institucional é maior e menos concentrada. Almazan, Hartzell e Starks (2005), consideraram que as EFPC são investidores potencialmente passivos e que há uma necessidade de maior envolvimento no acompanhamento das empresas em que detêm capital próprio.

As EFPC, na sua maioria, ainda não possuem habilidades e experiência para preverem o comportamento futuro das empresas. Diante dessas características, apresentam um comportamento especulativo como investidores e que, conforme Malenko e Shen (2016), nas empresas onde a participação acionária das EFPC é expressiva, o efeito e o emprego dos serviços de consultoria institucional é evidente, revelando a falta de comprometimento dessas entidades na participação do conselho, transferindo a responsabilidade nas decisões para empresas terceirizadas.

O uso de consultoria por parte dos investidores carece de muita atenção, principalmente quando é utilizada somente para cumprir o seu dever de voto, sem se preocupar com a qualidade e a estratégia das recomendações dos conselheiros. Mas em algumas situações, os conselheiros por procuração acabam compartilhando da mesma preferência de seus procuradores e influenciando a votação de forma positiva, devido às informações fornecidas (McCahery, Sautner & Starks, 2016).

Grandes investidores institucionais têm utilizado o poder do voto como forma de expressão de apoio ou discordância diante das propostas dos gerentes corporativos (Sauerwald, Oosterhout, Essen & Peng, 2016). O voto como forma de manifestação do comportamento dos acionistas frente à gestão das corporações, tem sido um poderoso mecanismo de redução nos custos de agência (Iliev et al., 2015).

Muitas das vezes, os acionistas não possuem incentivos ou experiência adequada para usar seus direitos de forma efetiva. Em muitos os caso, o uso de recomendações por meio das assessorias, principalmente por investidores institucionais Sauerwald et al. (2016), tem se tornado cada vez mais comum, muito devido à falta de capacidade em gerenciar conflitos e questões relacionadas à expropriação, que acabam tornando os acionistas descomprometidos e não envolvidos com os assuntos corporativos (Franks, Mayer & Rossi, 2009).

Nesse contexto, a utilização das recomendações de voto por meio das assessorias tem se tornado um auxílio eficiente nas divergências entre acionistas e gestores das corporações, segundo Sauerwald et al. (2016), também o custo de monitoramento e acompanhamento das informações das empresas se tornam fatores desmotivantes conforme Shleifer e Vishny (1986), forçando-os a terceirizar a responsabilidade nas decisões do conselho.

3 Metodologia

A fim de analisar o impacto da estrutura de controle pelas entidades fechadas de previdência complementar nos desvios entre os direitos de controle e propriedade das empresas brasileiras listadas na bolsa de valores B3 (Brasil Bolsa Balcão) e analisar também o impacto dos desvios entre direitos com a terceirização do exercício de votos, foram desenvolvidos dois modelos de equação, sendo posteriormente definidos de equação (1) e equação (2).

Foi realizada uma pesquisa do tipo exploratório-descritiva, baseada em dados secundários, examinar a separação entre controle e propriedade, demanda dados de direitos de controle e direitos de fluxo de caixa os quais foram extraídos da base de dados *Econômica*®, contendo também informações contábeis e financeiras de empresas que possuem em seu corpo societário alguma Entidade Fechada de Previdência Complementar, durante o período de 1998 a 2017 e extraídos as Atas das assembleias ordinárias do módulo IPE, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que consolida as informações periódicas e eventuais das empresas de capital aberto, a fim de identificar a terceirização do exercício dos votos por meio de empresas de consultoria nas reuniões das assembleias ordinárias.

Pesquisas empíricas de finanças corporativas que se propõem a explicar as causas e efeitos podem, segundo Wintoki, Linck e Netter (2012), apresentou resultados tendenciosos, principalmente em decorrência da relação endógena que existe entre o controle das forças que operam em uma empresa e suas decisões.

Para Abdalhah et al. (2015), a endogeneidade é uma preocupação importante para diversas áreas de pesquisas, inclusive finanças, que se baseiam na análise de regressão para desenhar a inferência causal. Isso tudo porque as variáveis comumente utilizadas nos estudos empíricos em finanças apresentam comportamento fortemente inercial (Barros, Castro Junior, Silveira & Bergmann, 2010).

Nesse contexto e com o propósito de mitigar os problemas de endogeneidade dinâmica e resultados viesados, foi aplicado para a equação (1), o modelo de dados em painel não balanceado por meio do Método Generalizado de Momentos (GMM), proposto por Hansen (1982), o qual tem por objetivo a utilização de modelos dinâmicos, ou seja, a inclusão entre os regressores de uma ou mais defasagens da variável resposta.

O aspecto mais atraente desse modelo, considerado por Hansen (1982), é que ele fornece resultados consistentes para modelos com parâmetros não lineares e dados com elevado grau de dispersão. Wintoki et al. (2012), consideraram o GMM como um estimador que incorpora a

natureza dinâmica interna da governança corporativa e fornece instrumentos válidos e consistentes que tratam a simultaneidade e a heterogeneidade oculta, diminuindo o vies das variáveis e elevando a eficiência dos resultados.

É fundamental destacar que, nesta pesquisa, os desvios entre direito de controle e fluxo de caixa foram analisados na estrutura direta, trabalhando somente com os acionistas principais, não abordando as estruturas indiretas de controle como por exemplo as estruturas piramidais, das quais La Porta et al. (1999), consideraram como um mecanismo de separação entre direitos de controle e propriedade.

As variáveis foram operacionalizadas seguindo a abordagem adotada por Sonza e Granzotto (2018), sobre a influência da estrutura de controle pelas EFPC no desempenho das empresas, ajustando o modelo para a realidade deste trabalho.

Para a equação (2), utilizou-se o tradicional estimador de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO – *Ordinary Least Squares*), no método MQO, segundo Milani et al. (2014), os coeficientes superiores e inferiores se anulam, resultando em uma tendência central.

Partindo do pressuposto que, para a equação (2), o desvio é um preditor da terceirização dos votos, e tendo em vista que a variável dependente é uma variável categórica binária, foi utilizado o modelo *logit* de regressão. As estatísticas descritivas, teste de estacionaridade e regressões foram executadas a partir da utilização do software STATA/SE™ e as equações utilizadas foram representadas pelas seguintes fórmulas:

$$D_{it} = \alpha_i + \beta_1 EFPC_{it} + \beta_2 Tang_{it} + \beta_3 Tam_{it} + \beta_4 AL_{it} + \beta_5 QTobin_{it} + \beta_6 Rent_{it} + \beta_7 Lei05_{it} + \beta_8 EFPCE_{it} + \beta_9 EFPCP_{it} + \beta_{10} IGC_{it} + \sum_i^n EFset_i + \sum_t^n EFtemp_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde, D_{it} é a variável dependente e representa o desvio (diferença entre o percentual de participação do direito de controle e o percentual do direito de fluxo de caixa) do principal acionista, três e cinco maiores acionistas das empresas analisadas. O intercepto é α_i , os coeficientes são β_n , a variável explicativa é $EFPC_{it}$ e representa a estrutura de controle das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. São variáveis de controle $Tang_{it}$ que representa a tangibilidade, Tam_{it} indica o tamanho da empresa, AL_{it} indica a alavancagem e $QTobin_{it}$ representa as oportunidades de crescimento, $Rent_{it}$ representa o desempenho contábil, $Lei05_{it}$ representa a Lei 11.053-29 de dezembro de 2004, $EFPCE_{it}$ representa as EFPC estrangeiras, $EFPCP_{it}$ representa as EFPC públicas, IGC_{it} indica as empresas pertencentes ao índice de governança corporativa, $EFset_i$ representa os efeitos fixos setoriais

e $EFtemp_t$ indica os efeitos fixos temporais, ε_{it} representa o termo de erro, i indica as empresas e t indica o período de tempo.

$$Terc = \alpha_i + \beta_1 D_{it} + \beta_2 EFPC_{it} + \beta_3 Tang_{it} + \beta_4 AL_{it} + \beta_5 LPL_{it} + \beta_6 QTobin_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 IGC_{it} + \beta_9 EFPCP_{it} + \beta_{10} EFPCE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde $Terc$ é a variável dependente e representa a terceirização do exercício do direito dos votos das EFPC por meio das empresas especializadas em consultoria. O intercepto é α_i , os coeficientes são β_n , a variável explicativa D_{it} representa o desvio (diferença entre o percentual de participação do direito de controle e o percentual do direito de fluxo de caixa) do principal acionista e dos três e cinco maiores acionistas das empresas analisadas. São variáveis de controle o $EFPC_{it}$ que representa a estrutura de controle pelas entidades fechadas de previdência complementar, $Tang_{it}$ representa a tangibilidade, AL_{it} indica a alavancagem, PL_{it} indica o tamanho da empresa e $QTobin_{it}$ representa as oportunidades de crescimento, ROA_{it} representa a rentabilidade, $EFPCE_{it}$ representa as EFPC estrangeiras, $EFPCP_{it}$ representa as EFPC públicas, IGC_{it} indica as empresas pertencentes ao índice de governança corporativa, ε_{it} representa o termo de erro, i indica as empresas e t indica o período de tempo.

O uso da variável de terceirização apresenta duas possibilidades de influências nos desvios entre de direitos de controle e fluxo de caixa. Em um primeiro momento, Malenko e Shen (2016) consideraram que empresas não engajadas com as políticas corporativas das firmas, tendem a utilizar mais as empresas de consultoria, refletindo em uma diminuição no monitoramento da empresa, o que pode favorecer ao efeito negativo do entrincheiramento abordado por Lee (2007), ocasionado pelo aumento dos desvios entre direitos.

No entanto Dent (2014) ressalta que empresas que não possuem habilidades, tendem a recorrer à terceirização nos direitos de votos para aumentar a sua qualidade de engajamento e monitoramento nas empresas presentes em seus portfólios, evidenciando um efeito positivo de alinhamento o que sinaliza uma diminuição na separação entre os direitos de controle e fluxo de caixa. Neste sentido, o uso de empresas de consultoria tem sua eficácia condicionada ao ambiente legal do país e o nível de concentração da propriedade das empresas (Sauerwald et al., 2016).

Para fins de cálculo, é considerado para o percentual de controle, o número de ações com direito a voto que os acionistas detêm em relação ao total de ações com direito de voto emitidas pela empresa. Para o percentual de propriedade é considerado o total de ações que os

investidores detêm em razão do total de ações emitidas pela empresa. O desvio é calculado pela diferença entre os dois percentuais. A variável dependente é representada por três variáveis, sendo a primeira correspondente ao desvio entre direitos do maior acionista, a segunda corresponde aos desvios entre os três maiores acionistas e, por fim a terceira representa os desvios entre os cinco maiores acionistas das empresas analisadas.

Tal estratégia é baseada nos achados de Leal et al. (2002), o qual identificou que, das 225 empresas brasileiras analisadas no final do ano de 1998, o maior acionista, os três maiores e os cinco maiores possuíam, em média, 61%, 79% e 84% do capital votante, respectivamente e apenas 43%, 56% e 58% na participação no fluxo de caixa, respectivamente, evidenciando, no mercado brasileiro de capitais, o predomínio da separação entre direitos de controle e de fluxo de caixa.

Silva (2004) identificou também, em outra pesquisa contendo 225 empresas listadas na Bovespa no ano de 2000, a presença da divergência acentuada dos direitos entre controle e propriedade que, em média, o maior acionista apresentou 21%, os três maiores acionistas 23% e os cinco maiores acionistas 24% de desvio.

O direito de controle pelos principais acionistas, segundo Aldrighi e Neto (2005), é uma medida que pode ser calculada com precisão, o que evidencia uma confiabilidade e utilidade nos resultados. As variáveis independentes serão descritas a seguir:

- (i) Estrutura de controle pelas EFPC (EFPC): esta variável, segundo Aldrighi e Neto (2005), é uma medida que pode ser calculada com precisão, evidenciando confiabilidade e aplicabilidade nos resultados. Conforme evidenciado na revisão, existe a possibilidade de revelar o efeito de entrincheiramento caso seu impacto seja positivo sobre os desvios entre controle e propriedade ou poderá apresentar uma relação negativa e determinar uma redução na separação entre direitos, evidenciando o efeito de alinhamento nas políticas de governança das empresas integrantes de seu portfólio.
- (ii) Tangibilidade dos ativos (Tang): é uma das variáveis que segundo Almeida e Campelo (2007), aumentam a capacidade de uma empresa em obter financiamentos externos e, quanto mais tangíveis forem os ativos, menores serão os problemas de agências, pois menor será a possibilidade dos controladores que possuem excesso de controle em desviar ativos da empresa para benefício próprio.

- (iii) Tamanho (Tam): É uma variável de controle que, segundo Canellas e Leal (2009), não parece ser um fator determinante de diferenciação entre as empresas, no que se refere ao grau de concentração de controle e propriedade direto e indireto, no entanto Silveira e Barros (2008) consideraram que empresas menores tendem a possuir suas estruturas concentradas o que atenua o nível de separação entre os direitos de controle e fluxo de caixa.
- (iv) Alavancagem (Al): é uma variável que representa o nível de endividamento de uma empresa. Lo, Ting, Kweh e Yang (2016), ressaltam que empresas com maior concentração de controle possuem maior possibilidade de endividamento. No entanto quando os riscos de falência superarem os benefícios da alavancagem este nível diminuirá, na medida em que ocorrer o aumento da concentração de direitos de controle.
- (v) Q Tobin (Q): variável considerada por Famá e Barros (2000) como uma representação mais ampla de definição do valor de mercado da empresa levado em consideração o valor de reposição dos ativos em lugar do seu valor patrimonial. Os autores ainda ressaltam que está variável pode ser interpretada como um grande sinal, para a empresa, de oportunidades de novos investimentos rentáveis, para Claessens, Kose e Terrones (2012), a separação dos direitos de controle e fluxo de caixa tem uma relação negativa e significativa com o valor de mercado da empresa.
- (vi) Rentabilidade (ROA): Variável de controle que está relacionada ao retorno do ativo da empresa. Aldrighi (2014) constataram que, em situações que a empresa emite ações sem direito a votos, a rentabilidade apresenta um impacto positivo no aumento dos desvios de direitos, pois, apesar da redução na proporção de direito a fluxo de caixa dos acionistas controladores, eles permanecem controlando a empresa, o que se traduz para o mercado que os controladores possuem *expertise* para criação de valor. Nos demais casos, os autores confirmaram que a redução da rentabilidade está ligada ao aumento dos desvios entre direitos de controle e fluxo de caixa dos últimos maiores acionistas.
- (vii) Lei 11.053-29/2004 (Lei): estabelece a dispensa de retenção na fonte e o pagamento separado do imposto de renda sobre os rendimentos auferidos em aplicações. Para Colombo e Caldeira (2018), a presente lei traz benefícios às entidades fechadas de previdência complementar, uma vez que esses passaram

a ser isentos de impostos para aquisição de ações, sendo que os demais acionistas continuariam sendo taxados em 15%.

- (viii) Entidades Fechadas de Previdência Complementar Estrangeiras (EFPCE): segundo Blum (2017), com o envelhecimento da população mundial, os planos das EFPC estão diversificando seus investimentos, inclusive procurando mercados estrangeiros para aplicarem seus recursos que até então estavam restritos a investimentos domésticos.
- (ix) Entidades Fechadas de Previdência Complementar Públicas (EFPCP): segundo Andonov, Bauer e Cremers (2017) as entidades públicas tendem a alocar mais seus recursos em ativos de risco do que as entidades privadas, também Wang e Mao (2015) identificaram que as EFPC públicas apresentam maior comportamento ativista em virtude de seus gerentes apresentarem aspirações a altos cargos políticos, o que evidencia que este comportamento estabelece um efeito positivo para empresa.
- (x) Índice de Governança Corporativa (IGC): considerado como um parâmetro abrangente na qualidade da governança corporativa, segundo Silva e Leal (2005), é uma medida não obrigatória que reflete diferentes atributos da governança capaz de representar o nível de boas práticas de uma determinada empresa, evidenciando, para o mercado, um efeito positivo caso exista proteção aos acionistas; ou negativo caso exista expropriação das riquezas dos acionistas minoritários.

Para melhor explicar as variáveis utilizadas no estudo, foi elaborada a Tabela 5, contendo as variáveis dependentes, as variáveis independentes principais e as de controle.

Tabela 5
Descrição das variáveis

		Variável Dependente	
Variáveis internas	Fórmula	Descrição	Autores
DESA – (Desvio do acionista principal; DEST – (Desvio dos três maiores acionistas; DESC – (Desvio dos cinco maiores acionistas	$D = \%Estrutura\ de\ Controle - \%Estrutura\ de\ Propriedade$	Diferença entre a estrutura de controle e a estrutura de propriedade do acionista principal, dos três e cinco maiores acionistas	Aldrighi e Neto (2005); Bortolon (2010)
Terc – Terceirização no direito de voto	$Terc = Terceirização\ no\ direito\ de\ voto\ pela\ EFPC$	Variável Categórica de Empresas especializadas em consultoria que representam por meio de procuração as EFPC no direito do exercício de votos nas assembleias ordinárias	Sauerwald et al. (2016)
Variáveis Independentes e de Controle			
Variável	Fórmula/Descrição	Autores	Sinal
EFPC – Entidades Fechadas de Previdência Complementar	Somatório do percentual de ações ordinárias pertencentes às EFPC.	Del Guercio e Hawkins (1999) Aggarwal et al. (2011); Edmans (2009) Giannetti e Laeven (2009); Gillan e Starks (2000); Harris, et al. (2014)	+ –
Tang – Tangibilidade dos ativos	$Tang = \frac{Imobilizado}{Ativo\ Total}$	Pöyry e Maury (2010); Almeida e Campello (2007)	–
Tamanho (TAM): AT – Ativo total; PL – Patrimônio Líquido; RL – Receita Líquida	- Logaritmo do ativo total da empresa; - Logaritmo do patrimônio líquido; - Logaritmo da receita líquida.	Pedersen e Thomsen (1997) Klapper e Love (2004)	+ –

Continua

			Conclusão
AL – Alavancagem	$AL = \left(\frac{\text{passivo circulante} + \text{passivo não circulante}}{\text{patrimônio líquido}} \right)$	Jensen e Warner (1988), Boubakri e Cosset (1998), Brick, Palia e Wang (2006) Lo et al. (2016) Liu e Tian (2012)	– ± +
Desempenho de mercado: Q de Tobin*	$Q = \frac{(MVE + PS + D)}{\text{Ativo Total}}$	Liu, Luo e Tian (2015) Claessens et al. (2012) Morck (1988)	– – –
Desempenho contábil: ROA ROE	$ROA = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Ativo Total}}$ $ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Aldrighi (2014)	–
Lei05 - Lei 11.053-29 de dezembro de 2004.	Dummy: 1 – Período de vigência da lei (2005 a 2017); 0 – Anos anteriores a 2005.	Colombo e Caldeira (2018)	+
EFPC – Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) Estrangeiras	Dummy: 1 – Se as EFPC que possuem estrutura de controle são estrangeiras; 0 - CC**	Giannetti et al. (2015)	+
EFPC – Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) Públicas	Dummy: 1 – Se as EFPC que possuem estrutura de controle são públicas; 0 – CC**	Becht et al. (2009)	–
IGC – Índice de Governança Corporativa	Dummy: 1- Se as empresas participam do Índice de Governança Corporativa; 0 – CC***	Almeida et al. (2010) Silveira e Barros (2008) Punsuvo, Kayo e Barros (2007); Ferreira (2012); Macedo e Corrar (2012).	+ – –

Nota. * MVE - preço das ações da firma multiplicado pelo número de ações ordinárias que estão em circulação; PS - valor de liquidação das ações preferenciais que estão em circulação; D - dívida total (Passivo Circulante menos o ativo circulante mais os estoques e a dívida de longo prazo). (Cálculo sugerido por Chung e Pruitt, 1994); ** CC - Caso Contrário.

4 Análise dos Resultados

Como abordado na revisão da literatura e na elaboração das hipóteses, as entidades fechadas de previdência complementar (EFPC) tiveram, nos últimos anos, uma participação significativa no mercado brasileiro de ações, principalmente devido ao expressivo volume de capital e da participação nas políticas de governança corporativa. Com o propósito de examinar estas questões, e testar as hipóteses formuladas, neste capítulo, são apresentadas a estatística descritiva e a correlação, bem como a análise da relação da estrutura de controle das EFPC com os desvios entre os direitos de controle e propriedade. Além da relação entre a terceirização do exercício do direito de votos das EFPC com a separação entre o controle e a propriedade.

4.1 Estatística descritiva e correlação

Antes de realizar a análise dos resultados, é fundamental verificar a correlação entre as variáveis e a estatística descritiva, conforme dados apresentados nas Tabelas 6 e 7. Em um primeiro momento, como era esperado, assim como Sonza e Kloeckner (2014), foi identificada uma forte correlação (acima 0,7) entre as variáveis DESA (desvio do acionista principal), DEST (desvio dos três principais acionistas) e DESC (desvio dos cinco principais acionistas), e entre RL (receita líquida), AT (ativo total) e PL (patrimônio líquido), conforme apontados na Tabela 6. Com o propósito de evitar a multicolinearidade (alto grau de relação linear entre as variáveis) nenhuma delas foi utilizada na mesma regressão.

Tabela 6
Análise de correlação

	DESA	DEST	DESC	EFPC	EFPCCT	AT	RL	PL	Tang	Al	Q	ROA	ROE	Terc	IGC	EFPCP	EFPCCE
DEST	0,84																
DESC	0,79	0,97															
EFPC	-0,06	-0,11	-0,10														
EFPCCT	-0,09	-0,13	-0,12	0,94													
AT	-0,05	-0,08	-0,08	-0,14	-0,17												
RL	-0,03	-0,05	-0,04	-0,11	-0,10	0,79											
PL	-0,03	-0,05	-0,04	-0,14	-0,14	0,86	0,76										
Tang	0,08	0,12	0,14	0,15	0,15	0,04	0,06	0,06									
Al	-0,02	-0,03	-0,02	0,12	0,11	0,08	0,07	-0,03	0,01								
Q	-0,01	-0,02	-0,04	0,02	0,03	-0,04	-0,04	-0,04	-0,15	-0,06							
ROA	0,01	0,01	0,01	-0,10	-0,16	0,06	0,10	0,08	0,13	0,05	-0,33						
ROE	-0,03	-0,01	-0,02	-0,01	-0,02	0,03	0,04	0,01	-0,01	-0,34	-0,04	0,17					
Terc	-0,04	0,02	0,04	-0,01	-0,02	-0,02	0,01	-0,02	0,03	0,08	-0,10	0,11	0,04				
IGC	0,05	0,04	0,04	-0,11	-0,16	-0,05	-0,06	-0,06	-0,03	0,06	-0,07	0,20	0,02	0,32			
EFPCP	-0,10	-0,10	-0,06	0,18	0,18	0,04	0,05	0,03	0,08	0,01	0,04	-0,02	0,01	0,08	-0,22		
EFPCCE	0,03	0,03	-0,03	-0,10	-0,08	0,03	-0,01	0,02	-0,09	-0,02	-0,03	-0,01	-0,01	-0,10	0,05	-0,36	
Lei	-0,16	-0,24	-0,30	-0,10	-0,02	0,00	-0,02	0,01	-0,30	-0,06	0,01	0,00	0,03	0,01	0,02	-0,04	0,09

Nota. DESA = Desvio do principal acionista; DEST = Desvio dos três principais acionistas; DESC = Desvio dos cinco principais acionistas; EFPC = Entidades Fechadas de Previdência Complementar com ações ordinárias (direito a voto); EFPCCT = Total de ações das Entidades Fechadas de Previdência Complementar; AT = Ativo Total (tamanho); RL = Receita Líquida (tamanho); PL = Patrimônio Líquido (tamanho); Tang = Tangibilidade; AL = Alavancagem; Q = Q de Tobin; ROA = Receita sobre o ativo total (desempenho); ROE = Receita sobre o patrimônio líquido (desempenho); *Dummies* (Terc = Empresas de Consultoria de votos contratadas pelas EFPC; IGC = Índice de Governança Corporativa; EFPC = Entidades Fechadas de Previdência Complementar (empresas públicas); EFPC = Entidades Fechadas de Previdência Complementar (empresas estrangeiras); Lei = Lei 11.053/2004).

Após verificar a correlação entre variáveis e a aplicação da winsorização de 1%, técnica de tratamento desenvolvida por Barnett e Lewia (1994), que ao invés de eliminar os *outliers*, os tornam menos extremos, foi feita uma análise da estatística descritiva da eq (1).

Tabela 7

Estatística descritiva das variáveis

Variável	Média	Mediana	Variância	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Assimetria	Curtose
DESA	11,14	1,41	266,81	-14,59	63,08	16,33	1,31	3,99
DEST	11,97	1,20	268,81	-5,06	59,71	16,39	1,18	3,26
DESC	11,62	1,10	261,96	-5,19	59,60	16,18	1,24	3,43
APC	60,35	58,23	782,34	0,00	100	27,97	-0,05	1,81
TPAC	78,73	85,41	465,40	0,00	100	21,57	-0,96	3,08
CPAC	82,76	89,88	370,34	0,00	100	19,24	-1,25	3,98
EFPC	17,82	10,47	431,95	0,00	99,99	20,78	2,12	7,59
EFPCT	16,80	10,20	352,68	0,10	99,99	18,78	2,28	8,49
AT *	13,30	2,13	$2,07 \times 10^9$	$0,62 \times 10^{-4}$	370,00	45,50	$0,64 \times 10^{-5}$	$0,46 \times 10^{-4}$
RL *	7,23	1,03	$7,70 \times 10^8$	0,00	238,00	28,70	$7,26 \times 10^{-5}$	$0,58 \times 10^{-4}$
PL *	5,65	0,78	$5,24 \times 10^8$	-2,54	195,00	22,90	$7,24 \times 10^{-5}$	$0,58 \times 10^{-4}$
Tang	0,31	0,29	0,07	0,00	0,91	0,26	0,43	2,14
Al	2,31	1,09	60,87	-15,45	64,30	7,80	5,66	43,42
Q	1,59	0,00	113,14	0,00	91,40	10,63	7,81	64,26
ROA	0,03	0,06	0,02	-0,37	0,22	0,13	-1,48	5,56
ROE	0,04	0,08	0,92	-6,46	4,25	0,96	-2,39	25,93

Nota. DESA= Desvio Acionista Principal; DEST= Desvio dos Três Principais Acionistas; DESC = Desvio dos Cinco Principais Acionistas; TPAC = Três Principais Acionistas Controlador; CPAC = Cinco Principais Acionistas Controladores; EFPCCV= Estrutura de Controle das EFPC; EFPCT= Estrutura de Propriedade das EFPC; AT= Ativo Total; RL = Receita Líquida; PL = Patrimônio Líquido; Tang = Tangibilidade dos Ativos; AL = Alavancagem; Q = Q de Tobin; ROA = Retorno sobre Ativos; ROE = Retorno sobre o Patrimônio Líquido; * = em milhões.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A partir dos resultados apresentados na Tabela 7, foi observado que praticamente todas as variáveis revelaram médias e medianas muito próximas, com ressalva para as variáveis AT (Ativo Total), PL (Patrimônio Líquido) e RL (Receita Líquida), que apresentaram valores discrepantes, evidenciando a necessidade de aplicação do logaritmo nessas variáveis.

Os resultados também revelaram que a diferença entre os direitos de controle e propriedade do principal acionista, três e cinco acionistas principais apresentaram, respectivamente, médias bastante uniformes de 11,14%, 11,97% e 11,62%, ressalta-se os valores entre parênteses que representam a estrutura de controle e propriedade respectivamente para o acionista principal (60%, 49%), três maiores acionistas (78%, 56%) e cinco maiores acionistas (82%, 71%).

Tabela 8
Estatísticas dos percentis (p10, p25, p50, p75, p90) das variáveis

	P10	P25	P50	P75	P90
DESA	0,00	0,00	1,41	20,18	35,44
DEST	0,00	0,00	1,20	22,21	38,62
DESC	0,00	0,00	1,10	20,41	38,66
APC	22,11	37,17	58,23	88,14	99,88
TPAC	47,21	65,02	85,41	97,84	100,00
CPAC	54,13	71,82	89,88	98,70	100,00
EFPCC	0,00	5,30	10,48	22,04	44,96
EFPCT	2,34	5,21	10,20	20,00	37,59
AT *	0,05	0,36	1,96	7,30	26,60
RL *	0,00	0,13	0,95	3,87	12,70
PL *	-0,02	0,08	0,68	2,40	8,74
Tang	0,00	0,05	0,25	0,46	0,65
Al	-1,01	0,35	1,09	2,15	4,85
Q	0,00	0,00	0,00	0,03	0,28
ROA	-0,12	-0,01	0,06	0,11	0,17
ROE	-0,28	-0,01	0,08	0,20	0,38

Nota. DESA= Desvio Acionista Principal; DEST= Desvio dos Três Principais Acionistas; DESC = Desvio dos Cinco Principais Acionistas; APC= Acionistas Principal controlador; TPAC = Três Principais Acionistas Controlador; CPAC = Cinco Principais Acionistas Controladores; EFPCC= Estrutura de Controle das EFPC; EFPCT= Estrutura de Propriedade das EFPC; AT= Ativo Total; RL = Receita Líquida; PL = Patrimônio Líquido; Tang = Tangibilidade dos Ativos; AL = Alavancagem; Q = Q de Tobin; ROA = Retorno sobre Ativos; ROE = Retorno sobre o Patrimônio Líquido; * = em milhões.

Fonte: elaborado pelo autor.

De acordo com os resultados da Tabela 8, os dados refletem um cenário que 50% das empresas brasileiras o acionista principal controle mais que 58% da empresa, já para a análise envolvendo os três e cinco maiores acionistas esta composição detém no mínimo 97% do controle em 75% das empresas brasileiras. Confirmando que o Brasil possui os direitos de controle e fluxos de caixa concentrados nas mãos dos principais acionistas, corroborando com os achados de Carvalho da Silva (2004), os quais afirmam que, em média, as empresas brasileiras são controladas por seus maiores acionistas, evidenciando que há um equilíbrio entre a parcela de controle e propriedade dos principais acionistas, características presentes em países com fraca proteção legal.

Esta concentração já foi objeto de análise por La Porta et al. (1999), os quais sinalizaram que este comportamento é muito comum em países que apresentam fragilidade na regulamentação de proteção aos acionistas e que adotam mecanismos de compensação, que no Brasil se materializa por meio da concentração do controle e propriedade nas mãos dos três maiores acionistas.

Segundo os resultados, as empresas brasileiras de capital aberto tiveram ao longo do período de 1998 a 2017, em média, 17% de seu controle nas mãos das EFPC, o que corrobora com Carvalhal (2006), ao afirmar que as EFPC, no contexto brasileiro, são acionistas minoritários. Os dados revelaram também que as entidades, ao longo do período, detiveram uma parcela de 16% da propriedade dessas mesmas empresas.

Os indícios da concentração dos direitos de controle e fluxo de caixas das EFPC, refletem o modelo brasileiro de governança corporativa, identificados por meio das evidências de Aldrighi e Mazzer (2007) que, ao analisarem as estruturas de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil entre os anos de 1997 e 2002, apontaram que em torno de 51% do capital e quase 73% dos direitos de votos estão nas mãos de um só acionista. Esta concentração justifica-se também pela fragilidade da origem legal na proteção dos acionistas conforme achados de La Porta et al. (1999).

Em relação às variáveis de controle, a análise sinaliza que as empresas são alavancadas em média 2,3 vezes, ou seja, para cada R\$ 1,00 de patrimônio líquido R\$ 2,30 são dívidas geradas no curto e longo prazo. Para o Q de Tobin, em média as empresas apresentam um valor de mercado 30% superior ao valor patrimonial. Já o ROA e ROE revelaram médias semelhantes indicando que cerca de 3% do total de ativos são convertidos em receita operacional e 2% do Patrimônio Líquido é convertido em lucro líquido.

Para as variáveis de tamanho, em média as empresas possuem ativos totais em torno de R\$ 14 milhões, receita líquida de R\$ 13.9 milhões e um patrimônio líquido de R\$ 13.4 milhões. As empresas analisadas apresentam em torno de 20% dos ativos tangíveis em relação ao total de ativos.

Por fim, as variáveis relacionadas ao tamanho (AT, RL e PL) e aquelas relacionadas ao desempenho interno (ROA e ROE), tiveram suas distribuições assimétricas negativas (a média sendo menor que a mediana); nas outras variáveis, a distribuição assimétrica é positiva.

Em relação ao grau de achatamento da curva (curtose) que representa os dados em análise é possível verificar que, para as variáveis relacionadas aos Desvios, Tangibilidade e Receita Líquida a curva de frequência é mais achatada (platicúrtica) enquanto para as demais variáveis, a curva é mais afilada (leptocúrtica). Esses resultados indicam que, possivelmente os dados não sejam normais, confirmando a necessidade de aplicar winsorização a 1%.

4.2 Análise da relação entre a estrutura de controle das entidades de previdência complementar e os desvios dos direitos de controle e fluxo de caixa

A fim de analisar a relação entre a estrutura de controle das EFPC e os desvios entre os direitos de controle e propriedade, e confirmar a consistência do estimador GMM – Sys, foram aplicados os testes de Arellano e Bond (1991) [ABond AR(1) e ABond AR(2)], com o propósito de verificar se existe correlação entre os erros, cuja análise é apresentada na parte inferior da Tabela 9. Como pode ser percebido, somente em uma regressão, não foi rejeitada a hipótese da autocorrelação serial de ordem 1 (DEST), mas para manter uma padronização dos modelos, foi aplicado GMM-Sys em todas as análises. Por meio do teste de Hansen (1982), onde tem por objetivo verificar a validade dos instrumentos utilizados, a hipótese nula não é rejeitada, evidenciando que os instrumentos não são sobre identificados. Por fim, o teste chi-quadrado (χ^2) é aplicado, e a hipótese nula é rejeitada, evidenciando que existe associação entre as variáveis. Os instrumentos utilizados são as próprias variáveis defasadas, como sugerido por Almeida, Campello e Galvão (2010). A variável referente à Lei 11.053-29 apresentou uma alta colinearidade com o IGC, sendo excluída do modelo.

Tabela 9

Análise linear da relação dos desvios entre os direitos de controle e propriedade com a estrutura de controle das EFPC

Variáveis	DESA	DEST	DESC
L1.	1,04***	1,00***	0,79***
Z	39,90	56,01	16,00
EFPC	0,04***	0,03	0,12*
Z	2,63	1,16	1,65
Tang	-0,26***	0,06***	-0,16*
Z	-3,61	3,67	-1,79
Al	-0,002***	0,00	0,00
Z	-3,5	-0,69	-0,68
Tam	-0,03***	-0,01*	0,02*
Z	-3,42	-1,75	1,73
Q	-0,01***	0,01	0,00
Z	-3,21	0,30	-0,90
ROA	0,00	0,00	-0,01***
Z	-0,32	0,07	-2,89
IGC	0,00***	0,01*	0,06***
Z	2,99	1,72	4,33
EFPCP	0,00	0,00	0,14
Z	-0,02	-0,07	0,34
EFPCE	0,00	0,00	0,00**
Z	-0,73	0,96	2,13
Const.	0,82	-0,01	-0,44
Z	2,21	-0,87	-0,88
Ef Fixos	Sim	Sim	Sim
Ef Temp.	Sim	Sim	Sim
Chi ²	10,70 x 10 ⁸	2,22 x 10 ¹²	4,93 x 10 ⁹
<i>p-valor</i>	0,00	0,00	0,00
Hansen	0,00	0,00	146,19
<i>p-valor</i>	1,00	1,00	0,00
ar1	0,23	-1,71	-1,20
<i>p-valor</i>	0,82	0,09	0,23
ar2	-1,22	-0,68	1,55
<i>p-valor</i>	0,22	0,49	0,12

Nota. Legenda: L1 – variável dinâmica (atraso da variável dependente); DESA - Desvio Principal Acionista; DEST - Desvio dos Três Principais Acionistas; DESC - Desvio dos Cinco Principais Acionistas; EFPC= Estrutura de Controle das EFPC; Tang = Tangibilidade dos Ativos; Al = Alavancagem; RL = Receita Líquida; PL = Patrimônio Líquido; LRL = Logaritmo Receita Líquida; LPL = Logaritmo Patrimônio Líquido; Q = Q de Tobin; ROA = Retorno sobre Ativos; ROE = Retorno sobre o Patrimônio Líquido; IGC= Índice de Governança Corporativa; EFPCP = Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Pública); EFPCE = Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Estrangeira), *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,10.

Fonte: Elaborado pelo autor

Na parte superior da Tabela 9, os resultados revelaram que a estrutura de controle das EFPC apresenta uma relação positiva e significativa com os desvios entre os direitos de controle

e propriedade do acionista principal (AP) e dos cinco principais acionistas (CPA), o resultado revela que o aumento de 1 ponto percentual do controle das EFPC aumenta em 0,03 pontos percentuais os desvios entre os direitos de controle e direitos de fluxos de caixa do principal acionista e em 0,11 pontos percentuais nos desvios entre os direitos de controle e direitos de fluxos de caixa dos cinco principais acionistas.

Baseado nos resultados acima fica evidenciado que o aumento da estrutura de controle das EFPC gera um aumento nos desvios de direitos, o que corrobora com os achados de Sonza e Granzotto (2018), os quais afirmam que as EFPC não possuem interesse no envolvimento efetivo na gestão e questões estratégicas da empresa, já que visam somente a diversificação de portfólio. Seu desinteresse fortalece ainda mais os blocos de poder dos acionistas majoritários.

Com o excesso dos direitos de controle em relação aos direitos de fluxos de caixa, os acionistas controladores tendem obter benefícios privados (Doidge et al., 2009) e consequentemente, conforme Claessens et al. (2002), elevam os níveis de expropriação dos acionistas minoritários.

Em termo de variáveis de controle, na mesma linha, o fato do desempenho de mercado e contábil apresentarem uma relação negativa, respectivamente para DESA e DESC, fortalece a questão debatida acima, uma vez que o aumento de 1 ponto percentual no desempenho de mercado gerou uma diminuição de 0,01 pontos percentuais nos desvios, a um nível de significância de 1%, evidenciando que empresas mais valorizadas no mercado são aquelas que possuem menores desvios, conforme afirma Liu, Luo e Tian (2015), empresas que adotam práticas de governança, principalmente as que apresentam menores desvios, são mais valorizadas no mercado. Em termos de variáveis contábeis, o aumento de 1 ponto percentual no ROA gera uma diminuição de 0,01 pontos percentuais nos desvios, a um nível de significância de 1%, corroborando com os estudos de Aldrighi (2014), o qual afirma que empresas mais rentáveis são aquelas que apresentam menor expropriação dos acionistas minoritários, reduzindo os desvios.

A variável tangibilidade apresentou significância nas três equações sendo que os resultados foram ambíguos. Com relação aos desvios entre direitos de controle e propriedade dos AP e CPA, o aumento de 1 ponto percentual nos ativos fixos gera uma redução nos desvios de 0,26 e 0,16 pontos percentuais, ao nível de significância de 1% e 10% respectivamente, confirmando os achados de Poyry & Maury (2010), que empresas com mais ativos tangíveis possuem maior possibilidade de financiamento e associado a redução dos desvios entre direitos de controle e fluxos de caixa transmite vantagens compensatórias para a expansão da empresa.

Contudo para os desvios entre direitos de controle dos TPA, a variável apresentou um

efeito positivo, revelando que o aumento de 1 ponto percentual nos ativos fixos, gera um aumento de 0,06 pontos percentuais nos desvios de direitos de controle e propriedade, contrariando os demais estudos a respeito do tema.

Quanto à alavancagem, os resultados foram significativos apenas na primeira equação, onde apontou um relacionamento negativo, revelando que o aumento de 1 ponto percentual no endividamento, gera uma diminuição de 0,02 pontos percentuais nos desvios. Nesse caso, empresas com direitos de controle e propriedade mais divergentes tendem a ter menos acesso a capital, gerando um menor endividamento (Carvalho-da-Silva, 2002).

Em relação a variável tamanho os resultados foram significativos e dúbios, para a primeira equação a variável revelou um efeito negativo e significativo, ao nível de 1% e 10% de significância, em relação aos desvios do acionista principal e dos três maiores acionistas, nesta ordem, onde a redução em 1 ponto percentual no tamanho, aumenta em 0,03 e 0,002 pontos percentuais os desvios entre os direitos de controle e propriedade do principal acionista e dos três maiores acionistas respectivamente, o que demonstra que empresas menores tendem a apresentarem maiores desvios entre controle e propriedade, o que por consequência aumenta o risco de expropriação dos acionistas minoritários, tendo em vista a possibilidade da extração dos benefícios privados de controle (Doidge et al., 2009).

Contudo para os desvios entre controle e propriedade dos cinco maiores acionistas, a variável apresentou um efeito contrário e significativo, ao nível de 10%, onde o aumento de 1 ponto percentual na variável tamanho provoca o crescimento de 0,02 pontos percentuais da separação entre os direitos de controle e propriedade, revelando que empresas maiores tendem a apresentar maior afastamento entre controle e propriedade dos cinco maiores acionistas.

Por fim em relação ao índice de governança corporativa (IGC) os resultados foram significativos e positivos nas três regressões, onde o fato de a empresa participar do IGC gera um aumento de 0,01 e 0,06 pontos percentuais nos desvios dos TPA e CPA. Esse resultado apesar de parecer controverso, corrobora com estudos como os de Ferreira (2012) e Macedo e Corrar (2012), que afirmam que o IGC não é uma boa forma de medir a efetividade da governança nas empresas.

Tabela 10

Relação dos resultados esperados e achados nos desvios entre direitos

Variáveis	Resultados Esperados			Resultados Achados		
	DESA	DEST	DESC	DESA	DEST	DESC
EFPC	±	±	±	+	NS	+
Tang	-	-	-	-	+	-
Al	±	±	±	-	NS	NS
Tam	±	±	±	-	-	+
Q	-	-	-	-	NS	NS
ROA	-	-	-	NS	NS	-
IGC	±	±	±	+	+	+
EFPCP	-	-	-	NS	NS	NS
EFPC	+	+	+	NS	NS	+

Nota. Legenda: NS = Não Significativo

Fonte: elaborado pelo autor.

4.3 Análise da relação entre a terceirização do poder de voto das entidades fechadas de previdência complementar e desvios

Com o objetivo de analisar, para as empresas que possuem EFPC em sua estrutura de controle, a relação entre os desvios da regra 'uma ação, um voto' e a terceirização do poder de voto das EFPC, foi aplicado o modelo *logit* (onde a variável dependente é uma *dummy*). Para validar o modelo OLS, foram aplicados os testes para normalidade, homocedasticidade e autocorrelação. O teste de normalidade de Shapiro-Wilk (1965) rejeitou a hipótese nula para praticamente todas as variáveis, evidenciando que os dados não são normais, como pode ser observado na Tabela 11. Para constatar a autocorrelação foi empregado o teste de Wooldridge (1991), o qual revelou um *p-valor* de 0,2248, não rejeitando a hipótese nula e considerando a não existência de autocorrelação entre os resíduos da regressão.

Em relação à heterocedasticidade, o teste Breush-Pagan apresentou *p-valor* acima de 0,05 (0,88) evidenciando que a hipótese nula para a não existência de heterocedasticidade não é rejeitada. Portanto, os dados apresentados são homocedásticos. Como grande parte dos pressupostos da regressão OLS não foram aceitos, foi utilizada uma regressão OLS com erro padrão robusto, conforme é evidenciado na Tabela 12.

Tabela 11
Teste de Normalidade de Shapiro-Wilk

Variáveis	Obs.	W	V	z	Prob>z
DESA	6,330	0,84	542,13	16,64	0,00
EFPCC	866	0,77	127,66	11,94	0,00
Tang	7,980	0,95	185,21	13,89	0,00
AI	7,985	0,44	2293,53	20,59	0,00
PL	6,205	0,96	137,42	13,00	0,00
Q	3,791	0,11	1870,42	19,59	0,00
ROE	7,964	0,52	1970,00	20,18	0,00
IGC	2,303	0,99	0,20	-4,050	0,99
EFPCP	919	0,98	10,91	5,90	0,00
EFPCE	914	0,89	61,84	10,18	0,00
LEI	13,179	0,99	0,18	-4,56	1,00

A partir da Tabela 12, na parte superior, analisando os desvios do acionista principal e dos três e cinco maiores acionistas, ficou evidenciado que estes apresentam relação positiva e significativa com a terceirização do exercício dos direitos de votos das EFPC por meio de empresas especializadas em consultoria.

Tabela 12
Análise da relação entre a terceirização do poder de voto das EFPC e desvios do principal e dos três e cinco maiores acionistas

Terceirização	AP	TPA	CPA
DES.	0,02** (0,01)	0,02*** (0,01)	0,02*** (0,01)
EFPCC	-0,30 (0,32)	-0,11 (0,32)	-0,10 (0,32)
Tang	0,96*** (0,33)	1,12*** (0,34)	1,16*** (0,33)
AI	0,01** (0,00)	0,01** (0,00)	0,01*** (0,00)
LPL	-0,07* (0,04)	-0,08** (0,04)	-0,08** (0,04)
Q	-0,05** (0,03)	-0,06** (0,03)	-0,06** (0,03)
ROA	0,95 (0,73)	1,03 (0,69)	1,06 (0,68)
IGC	-0,19 (0,19)	-0,24 (0,18)	-0,30 (0,19)
EFPCP	0,39 (0,29)	0,42 (0,30)	0,22 (0,28)
EFPCE	-0,29** (0,14)	-0,18 (0,13)	-0,16 (0,14)
_cons	0,79 (0,60)	0,83 (0,60)	1,06 (0,59)
R ²	0,27	0,31	0,34

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,10. *Root Mean Square Error* (RMSE) é o desvio padrão dos resíduos. RMSE é uma medida que informa como estão concentrados os dados é em torno da linha de ajuste do modelo; Erro padrão robusto entre parênteses.

O resultado revela que o aumento de 1 ponto percentual nos desvios entre os direitos de controle e direitos de fluxos de caixa do acionista principal, dos três e cinco maiores acionistas, em níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente, aumentam em 0,02 pontos a presença de empresas especializadas em consultoria nas assembleias ordinárias representando o direito do voto das Entidades Fechadas de Previdência Complementar.

Apoiado nos resultados acima fica comprovado que o aumento da separação entre controle e propriedade do acionista principal e dos três e cinco maiores acionistas gera um aumento na terceirização do direito de voto das EFPC, o que consolida as descobertas de Malenko e Shen (2016), ao identificarem que empresas não engajadas com as políticas corporativas da firma, tanto por falta de especialidade ou pelos elevados custos de monitoramento, recorrem aos serviços terceirizados de consultoria no direito do exercício de votos.

Larcker et al. (2015), encontraram evidências sobre potenciais consequências econômicas negativas da terceirização do voto, principalmente no momento em que a separação do controle e propriedade se agrava, favorecendo aos controladores a adoção de decisões que resultem em benefícios próprios a valorização da empresa.

As EFPC estão entre os cinco maiores acionistas controladores das empresas das quais detêm participação acionária, o fato de possuírem obrigações fiduciárias, o exercício do direito dos votos é um dever e não uma alternativa e, partindo do pressuposto de que o processo de votação é dispendioso, requer tempo e pessoal, as EFPC recorrem à terceirização dos deveres na execução dos votos em assembleias, corroborando com as afirmativas de Davis & Kim (2007). Para a variável estrutura de controle das EFPC em nenhuma das três regressões apresentaram resultados significativos.

Em termo de variáveis de controle, na mesma linha, o fato do desempenho de mercado apresentar uma relação negativa, nas três equações, reforça a questão debatida acima, uma vez que o aumento de 1 ponto percentual no desempenho de mercado gerou uma redução de 0,05 pontos percentuais na terceirização de empresas de consultoria, quando levado em consideração os desvios do maior acionista e uma redução de 0,06 pontos percentuais na terceirização de empresas de consultoria, quando trata-se dos desvios dos três e cinco maiores acionistas, todos a um nível de significância de 5%.

Esse fato evidencia que empresas mais valorizadas no mercado são aquelas que terceirizam menos o direito de voto nas assembleias ordinárias. Conforme afirmaram Iliev e Lowry (2015), empresas que possuem em sua estrutura acionárias, investidores institucionais, como as EFPC, que não possuem incentivos necessários para se envolverem ativamente nos

assuntos corporativos, acabam terceirizando essa responsabilidade para empresas de consultoria que, em muitos casos, prejudicam o valor da empresa.

Em termos de retorno dos ativos, em nenhuma das três equações, foram revelados resultados significativos. Tratando de variáveis de tamanho os resultados revelaram significância e relacionamento negativo em todas as equações. Em termos de terceirização, o aumento de 1 ponto percentual no tamanho reflete na redução dos serviços terceirizados de consultoria especializada em 0,07 pontos percentuais para a regressão (1), ao nível de significância de 10% e em 0,08 para as demais regressões, a um nível de significância de 5%, sugerindo que grandes empresas, que possuem estrutura de controle pertence às EFPC, apresentam menor influência dos serviços terceirizados de empresas de consultoria (Choi, Fisch & Kahan, 2009).

A variável tangibilidade apresentou significância e relacionamento positivo nas três equações. Com relação à terceirização, o aumento de 1 ponto percentual nos ativos fixos gera um aumento do uso de empresas especializadas de consultoria em 0,96, 1,12 e 1,16 pontos percentuais, ao nível de significância de 1%, propondo que empresas com maiores níveis de ativos fixos e que possuem estrutura de controle pertence às EFPC, tendem a terceirizar mais os serviços de consultoria, corroborando com os achados de Liu (2009).

Quanto à alavancagem, os resultados foram significativos para as três equações, onde apontaram um relacionamento positivo ao nível de significância de 5%, 5% e 1% respectivamente, revelando que o aumento de 1 ponto percentual no endividamento, gera um aumento, para as três equações, de 0,01 pontos percentuais na terceirização dos votos. Nestes casos, empresas mais endividadas buscam maior terceirização dos direitos ao voto para as empresas que compõem os portfólios das EFPC (Aggarwal et al., 2015).

Por fim, em relação ao índice de governança corporativa (IGC) e EFPC públicas, os resultados não foram significativos. Em relação às EFPC estrangeiras, o resultado foi significativo somente para a equação (1), que apontou um relacionamento negativo ao nível de significância de 5%, revelando que o aumento de 1 ponto percentual na estrutura de controle das EFPC estrangeiras, reduz em 0,29 pontos percentuais a terceirização dos votos.

Giannetti et al. (2015), identificaram que controladores estrangeiros tendem a importar suas experiências e habilidades criando um efeito positivo para a empresa, neste sentido os resultados sugerem que o aumento do controle das empresas pelas EFPC estrangeiras reduz a terceirização dos serviços de consultoria especializada tendo em vista que seus conhecimentos e habilidades são o suficiente para agregarem resultados para as empresas, dispensando os serviços terceirizados.

5 Conclusões e Contribuições

O presente trabalho teve como objetivo principal, analisar o impacto da estrutura de controle pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) nos desvios entre direitos de controle e direitos de fluxos de caixa das empresas brasileiras de capital aberto negociadas na B3. As entidades fechadas de previdência complementar, nos últimos anos, têm ampliado suas participações no mercado de capital, principalmente na aquisição de ações ordinárias de companhias brasileiras. Este comportamento despertou um papel importante e decisivo pelas EFPC na governança corporativa das empresas.

Seu papel fiduciário estimula comportamentos ambíguos, em um primeiro contexto como diversificadores de portfólios, segundo Sonza & Granzotto (2018), ou sob outra ótica como acionistas benéficos para a empresa, conforme Crane, Michenaud & Weston (2016), com participação ativa nas atividades decisórias das empresas das quais detêm participação na propriedade de capital.

Neste contexto e partindo do objetivo deste trabalho, os resultados mostraram que a participação das Entidades Fechadas de Previdência Complementar no controle das empresas, no contexto brasileiro, tende a fortalecer ainda mais os blocos de controle dos maiores acionistas, uma vez que, sua estrutura de controle está positivamente relacionada com os desvios entre direitos de controle e fluxos de caixa do acionista principal e dos cinco maiores acionistas. Esse fato contribui para a não rejeição da hipótese H1, corroborando com os achados de Claessens et al. (2002), Dyck & Zingales (2004), Lins (2002), Aldrighi & Neto (2005), Sonza e Granzotto (2018), Giannette & Laeven (2009), Lee (2007) e Doidge et al. (2009).

O entendimento é que, as EFPC, como grandes acionistas institucionais, por possuir grande número de ações em seus portfólios de investimento, tornam-se obrigadas a exercer os direitos de votos em assembleias, porém, a falta de habilidade e os elevados custos de monitoramento, servem de fatores desestimulantes, induzindo-os simplesmente a seguirem as decisões dos acionistas controladores, fortalecendo ainda mais os seus blocos de controle, possibilitando assim, a extração de benefícios privados de controle e provocando a expropriação dos acionistas minoritários.

As variáveis de controle como tamanho, tangibilidade, alavancagem, desempenho de mercado e contábil, apresentaram uma relação negativa com a maior parte dos desvios entre os direitos de controle e fluxos de caixa dos maiores acionistas, evidenciando os efeitos poucos

benéficos para a empresa com a divergência entre os direitos (Lins, 2002 e Aldrighi & Neto, 2005). No entanto, a tangibilidade e o tamanho apresentaram influência positiva nos desvios entre os direitos de controle e fluxos de caixa dos três e cinco maiores acionistas, respectivamente. Ou seja, grandes empresas e com níveis elevados de ativos fixos tendem a apresentarem maior separação entre controle e direito de fluxos de caixa dos três e cinco maiores acionistas.

O estudo também revelou que o aumento dos desvios entre os direitos de controle e fluxo de caixa, para as empresas que possuem as EFPC em sua estrutura de controles, conduzem para o aumento da contratação dos serviços terceirizados de empresas de consultoria, por essas entidades, no exercício dos votos em assembleias, isso porque, quanto maior o distanciamento entre o controle e a propriedade dos investidores institucionais, maior é a falta de engajamento nos assuntos relevantes e decisivos para o futuro da empresa, (Malenko & Shen, 2016). Neste sentido, leva para a validação da hipótese *H2*. Estes resultados confirmam os achados de Sonza & Granzotto (2018), Dent (2014), Iliev & Lowry (2015) e Malenko & Shen (2016).

O excesso dos direitos de controle em relação aos direitos de fluxos de caixa revela duas possibilidades de comportamento. A primeira, em compasso com Sonza & Granzotto (2018), revela que as EFPC, mesmo possuindo direitos e poderes de decisão nos conselhos, resolvem por terceiriza-los, uma vez que não possuem habilidades em adotar decisões estrategicamente eficientes e nem mesmo incentivos para monitorar as empresas.

A segunda circunstância diz respeito aos achados de Doidge et al. (2009), os quais afirmam que, quando o controlador detém parcela reduzida do fluxo de caixa, suas decisões poderão até ser prejudiciais para o valor da firma, isso porque sua participação no capital da empresa é pequena, não oferecendo ameaça para o seu investimento, pelo contrário o incentiva a elevar a extração de benefícios privados em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários.

O presente trabalho possuiu algumas limitações, que dizem respeito ao fato de que os dados das EFPC são restritos e, às vezes, incompletos, dificultam a coleta, além das regressões sofrerem com o efeito da endogeneidade entre variáveis, risco muito comum em estudos na área de finanças.

Este estudo contribuiu para pesquisas brasileiras na área de finanças, principalmente em torno do tema relacionado às EFPC e com a terceirização do exercício dos direitos de votos realizados em assembleias, ao fornecer evidências sobre o comportamento da estrutura de controle pela EFPC, diante da separação entre os direitos de controle e fluxos de caixas dos acionistas principais e três e cinco maiores acionistas.

Neste sentido foi possível identificar que as EFPC são atores coadjuvantes no desvio entre controle e fluxos de caixa das empresas brasileiras listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), uma vez que no contexto brasileiro caracterizado pelo predomínio de um ambiente de propriedade concentrada e fraca proteção legal, a presença dominante do acionista principal controlador, estabelece um efeito limitador no comportamento das EFPC principalmente alterando o papel das entidades na governança corporativa das empresas, conduzindo-as a seguirem em regra geral as decisões impostas pelo acionista principal controlador.

Por fim, os resultados do presente estudo levantam direções para trabalhos futuros, como por exemplo: Qual posição predominante ocupada pelas EFPC entre os cinco maiores acionistas? Qual indicador poderá apresentar uma efetividade na medição do desempenho das ações, já que o Índice de Governança Corporativa (IGC) evidenciou resultados contraditórios? Qual setor da economia as EFPC concentram seus investimentos, é uma estratégia de investimento? Devido a relevância do papel das EFPC no mercado brasileiro de capitais, quais implicações gerenciais e possíveis instrumentos político-econômico poderão ser desenvolvidos vide ao aporte de recursos e as crises que estas entidades podem estar expostas?

Referências

- ABRAPP – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência. (2018). *Consolidado estatístico*. <http://www.abrapp.org.br>. Acessado em 21.06.18.
- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 154-181. doi:10.1016/j.jfineco.2010.10.018.
- Aggarwal, R., Erel, I., & Starks, L. T. (2015). Influence of Public Opinion on Investor Voting and Proxy Advisors. *Fisher College of Business Working Paper*. doi:10.2139/ssrn.2447012.
- Aldrighi, D. M. (2014). Concentração da Propriedade do Capital e Controle das empresas no Brasil. *14º Encontro Brasileiro de Finanças da Sociedade Brasileira de Finanças*.
- Aldrighi, D. M., & Neto, R. M. (2005). Estrutura de Propriedade e de Controle das Empresas de Capital Aberto no Brasil. *Revista de Economia Política*, 25(2), 115-137.
- Aldrighi, D. M., & Neto, R. M. (2007). Evidências sobre as Estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 61(2), 129-152.
- Aldrighi, D. M., & Postali, F. A. S. (2011). Propriedade Piramidal das Empresas no Brasil. *Revista Economia*, 12(1), 27-48.
- Aldrighi, D. M., Maria, D. M., & Postali, F. A. S. (2012). Pyramidal Ownership Structures in Companies and Corporate Governance in Brazil: The Role of Novo Mercado. In: III World Finance Conference, Rio de Janeiro.
- Almazan, A., Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2005). Active Institutional Shareholders and Costs of Monitoring: Evidence from Executive Compensation. *Financial Management*, 34(4), 5-34.
- Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *Review of Financial Studies*, 20(5), 1429-1460.
- Almeida, H., Campello, M. & Galvão, A. F. (2010, September) Measurement Errors in Investment Equations. *Review of Financial Studies*, 23(9), 3279-3328.
- Almeida, H. V., & Wolfenzon, D. (2006). A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups. *The Journal of Finance*, 61(6), 2637-2680.
- Aluchna, M., & Kaminski, B. (2017). Ownership structure and company performance: a panel study from Poland. *Basitic Journal of Management*, 12(4), 485-502. doi:10.1108/BJM-01-2017-0025.
- Aslan, H., Kumar, P. (2016) The product market effects of hedge fund activism. *Journal of Financial Economics*, 119, 226-248.
- Baía, E.S. (2010). *Expropriação e governança corporativa: definição do potencial de*

expropriação dos acionistas controladores e correlação com os mecanismos de governança corporativa. Dissertação. São Paulo, SP, Brasil: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo., 156 pp.

Barros, C. M. E., Soares, R. O., & Lima, G. A. S. F. de. (2013). A relação entre Governança Corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 19, 27–39.

Beaufort, V. (2006). One Share – One Vote, Le Nouveau Saint Graal? *ESSEC Business School*.

Bebchuk, L., Kraakman, R., & Triantis, G. (2000). Stock pyramids, cross-ownership and dual class equity: The mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights: In Morck, R., editor, *Concentrated Corporate Ownership*, 445-460. Chicago, Chicago University Press.

Becht, M., & Delong, J. B. (2005). Why has there been so little block holding in America? In R. Morck. (ed). *A History of Corporate Governance Around the World*, (Chicago: University of Chicago Press), 613-665.

Becht, M.; Franks, J. R.; Mayer, C.; & Rossi, S. (2009). Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund. *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3093-3129. doi:10.1093/rfs/hhn054.

Berk, J., & Demarzo, P. (2009). *Finanças Empresariais*. Brasil: Bookman, 1048 pp.

Berle, A., Jr., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. Oxford: Oxford University Press, 362 pp.

Blum, C. (2017). Should Foreign Pension Funds With U.S. Investments Pay U.S. Tax? *William & Mary Business Law Review*, 8(3), 407-437.

Bortolon, P. M. (2013). Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. *Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 10(1), 2-18.

Bortolon, P. M., & Leal, R. P. C. (2014). Dual-Class Unifications and Corporate Governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20(C), 89-108.

Borochin, P., & Yang, J. (2017). The effects of institutional investor objectives on firm valuation and governance. *Journal of Financial Economics*, 126(1), 171-199.

Boubakri, N., & Cosset, J. C. (1998). The financial and operating performance of newly privatized firms: evidence from developing countries. *Journal of Finance*, 53(3), 1081-1110.

Bozec, Y., & Bozec, R. (2007). Ownership concentration and corporate governance practices: Substitution or expropriation effects? *Canadian Journal of Administrative sciences*, 24(3), 185-195.

Bozec, Y. (2008) Ownership concentration, separation of voting rights from cash flow rights, and earnings management: an empirical study in Canada. *Canadian Journal of Administrative Sciences*. 25(1), 1 - 15. doi:10.1002/cjas.52.

- Brailsford, T. J., Oliver, B. R., & Pua, S. L. H. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure. *Accounting and Finance*, 42(1), 1-26. doi: 10.1111/1467-629X.00001.
- Brandão, I. F., Crisóstomo, V. L. (2015, July) Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. *Revista Brasileira de Finanças*. 13(3), p 438-469.
- Brick, I. E., Palia, D., & Wang, C. J. (2006). Simultaneous estimation of CEO compensation, leverage and board characteristics on firm value. *In AFA Boston Meetingd Paper*.
- Cai, C., Hillier, D., & Wang, J. (2016). The cost of multiple shareholders. *Financial Management*, 45(2), 401-430.
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2013). A influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. *Revista de Contabilidade e Finanças – USP*, 24(62), 142-153.
- Canellas, T. C., & Leal, R. P. C. (2009). *Evolução da estrutura de controle das empresas listadas na Bovespa entre 2004 e 2006*. Relatórios COPPEAD. Rio de Janeiro: UFRJ /COPPEAD.
- Cheung, W. M., Chung, R., & Fung, S. (2015). The effects of stock liquidity on firm value and corporate governance: Endogeneity and the REIT experiment. *Journal of Corporate Finance*, 35, 211-231.
- Choi, S., Fisch, J. E., & Kahan, M. (2009). Director Elections and Role of Proxy Advisors. *Faculty Scholarship*. Paper 230.
- Chu, X., Liu, Q., & Tian, G. G. (2015). Does control-ownership divergence impair liquidity in an emerging market? Evidence from China. *Accounting & Finance*, 55(3), 881-910.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112. doi:10.1016/S0304-405X(00)00067-2.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Claessens, S., Kose, M. A., & Terrones, M. E. (2012). How do business and financial cycles interact? *Journal of International Economics*, 87(1), 178-190. doi:10.1016/j.jinteco.2011.11.008.
- Cocco, J. F. (2014). Corporate Pension Plans. *Annual review of financial economics*, 6(1), 163-184.
- Cocco, J. F., & Paolo F. V. (2013) Corporate Pension Plans as Takeover Deterrents. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(4), 1119-1144.
- Cocco, J. F., & Paolo, F. V. (2005). The Corporate Governance of Defined Benefit Pension Plans: Evidence from the United Kingdom. *ECGI – Finance Working Paper No. 76/2005*. doi:10.2139/ssrn.670685.

- Colombo, J. A., & Caldeira, J. F. (2018). The role of taxes and the interdependence among corporate financial policies: Evidence from a natural experiment. *Journal of Corporate Finance*, 50(2018), 402-423. doi:10.1016/j.jcorpfin.2017.09.007.
- Cotter, J. F., Palmiter, A. R., & Thomas, R. S. (2010). ISS Recommendations and Mutual Fund Voting on Proxy Proposals. *Villanova Law Review*, 55(1), 1-55. doi:10.2139/ssrn.1477564.
- Crane, A. D., Michenaud, S., & Weston, J. P. (2016). The effect of institutional ownership on payout policy: Evidence from index thresholds. *Review of Financial Studies*, 29(6), 1377-1408.
- Crisóstomo, V. L., & Gonzales, E. V. (2006). Possível Estratégia de Ativismo de Fundos de Pensão no Brasil. *Revista de Economia Contemporânea – REC*, 10(1), 139-155.
- Cvijanovic, D., Dasgupta, A., & Zachariadis, K. E. (2016). Ties that Bind: How Business Connections Affect Mutual Fund Activism. *The Journal of Finance*, 71(6), 2933-2966.
- Davis, G. F., & Kim, E. H. (2007). Business ties and proxy voting by mutual funds. *Journal of Financial Economics*, 85 (2), 552-570. doi:10.1016/j.jfineco.2005.04.003.
- Dent Jr, G. W. (2014). A Defense of Proxy Advisors. *Michigan State Law Review*, 2014(5), 1287-1330.
- Dicky, A., & Zingales, L. (2004). Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537-600.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The Law and Economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430-465. doi:10.1016/j.jfineco.2007.02.007.
- Doidge, C., Karolyi, A. G., Lins, K. V., Miller, D. P. & Stulz, R. M. (2009). Private Benefits of Control, Ownership, and the Cross-listing Decision. *The Journal of Finance*, 64(1), 425-466.
- Famá, R., & Barros, L. A. B. C. (2000). Q de Tobin e Seu uso em Finanças: Aspectos Metodológicos e Conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração – São Paulo*, 7(4), 27-43.
- Ferreira, R. N. (2012). *Governança corporativa e desempenho: uma análise em empresas brasileiras de capital aberto [Corporate Governance and performance: an analysis of Brazilian publicly traded companies]* Tese de Doutorado [PhD Dissertation]. Lavras, PR, Brazil: Universidade Federal de Lavras., 275 pp.
- Fich, E. M., Harford, J. & Tran, A. L. (2015) Motivated monitors: The importance of institutional investors' portfolio weights. *Journal of Financial Economics*, 118, 21-48.
- Franks, J., Mayer, C., & Rossi, Stefano. (2009). Ownership: Evolution and Regulation. *The Review of Financial Studies*, 22(10), 4009-4056. doi:10.1093/rfs/hhn108.
- Frentrop, P (2002). A history of corporate governance. *Amsterdam, 1602-2002*.

- Giannetti, M. & Laeven, L. (2009). Pension Reform, Ownership Structure, and Corporate Governance: Evidence from a Natural Experiment. *Review of Financial Studies*, 22(10), 4091-4127.
- Giannetti, M., Liao, G., & Yu, X. (2015). The Brain Gain of Corporate Boards: Evidence from China. *The Journal of Finance*, 70(4), 1629-1682.
- Gillan, S. & Starks, L. (2000). Corporate Governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 57(2000) 275-305.
- Gillan, S. & Starks, L. (2003). Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A global Perspective. *Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper n° 2003-01*. doi:10.2139/ssrn.439500.
- Hamdani, A. & Yafeh, Y. (2013). Institutional Investors as Minority Shareholders. *Review of Finance*, 17, 691-725. doi:10.1093/rof/rfr039.
- Hansen, L. P. (1982). Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Econometrica*, 50(4), 1029-1054.
- Harris, R. S., Jenkinson, T., & Kaplan, S. N. (2014). Private equity performance: What do we know? *The Journal of Finance*, 69(5), 1851-1882.
- Iliev, P., Lins, K. V., Miller, D. P., & Roth, L. (2015) Shareholder voting and corporate governance around the world. *Review of Financial Studies*, 28. 2167-2202.
- Iliev, P., & Lowry, M. (2015). Are Mutual Funds Active Voters? *The Review of Financial Studies*, 28(2), 446-485. doi/10.1093/rfs/hhu062.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Warner, J. B. (1988). The distribution of power among corporate managers, shareholders and directors. *Journal of Financial Economics*, 20(1), 3-24.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Finance*, 10(5), 703-728.
- La Porta, R., Lopes-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- La Porta, R., Lopes-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170. doi:10.1111/1540-6261.00457.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership around the World. *Journal of Finance*, 54(2), 471 - 517.
- La Porta, R., Lopes-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1999). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(2000), 3-27.
- Leal, R. P. C., & Carvalhal-da-Silva, A. (2005). Corporate Governance and Value in Brazil

- (and in Chile). SSRN. doi:/10.2139/ssrn.726261.
- Leal, R. P. C., Carvalha-da-Silva, A. L. & Valadares, S. M. (2002). Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(1), 7-18. doi:10.1590/s1415-65552002000100002.
- Lee, K.W (2007). Corporate voluntary disclosure and the separation of cash flow rights from control rights. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 28, 393-416.
- Lei nº 6404 de 15 de dezembro de 1976. (1976, 15 dezembro). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF.
- Lemmon, M. L., & Lins, K. (2003). Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. *The Journal of Finance*, 58(4), 1445-1468.
- Lima, L. C., Oliveira, M. C., Ponte, V. M. R., & Rebouças, S. M. D. P. (2015). Práticas de governança corporativa adotadas e divulgadas pelos fundos de pensão brasileiro. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 12(27), 3-26.
- Lins, K. V. (2003). Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 159-184.
- Liu, Y. (2009). *The Report on Development of China City Marketing*, Beijing: Chinese Social Science Press.
- Liu, Q., & Tian, G. (2012). Controlling shareholder, expropriations and firm's leverage decision: Evidence from Chinese non-tradable share reform, *Journal of Corporate Finance*, 18, 782–803.
- Liu, Q., Luo, T., & Tian, G. G. (2015). Family control and corporate cash holdings: evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 31, 220-245. doi:10.1016/j.jcorpfin.2015.02.007.
- Lo, H., Ting, I. W. K., Kweh, Q. L., & Yang, M. J. (2016). Nonlinear association between ownership concentration and leverage: The role of Family control. *International Review of Financial Analysis*, 46(2016), 113-123. doi:10.1016/j.irfa.2016.04.013.
- Macedo, M. A. D. S., & Corrar, L. J. (2012). Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa no Brasil [Comparative analysis of the accounting and financial performance of companies with good corporate governance practices in Brazil]. *Revista Contabilidade e Controladoria – RC&C*, 4(1),42–61.
- Malenko, N., & Shen, Y. (2016). The Role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design. *Review of Financial Studies*, 29(12), 3394-3427. doi:10.2139/ssrn.2526799.
- Marques, T. A., Guimarães, T. M., & Peixoto, F. M. (2015). A Concentração Acionária no Brasil: Análise dos Impactos no Desempenho, Valor e Risco das Empresas. *Revista de Administração Mackenzie – RAM*, 16 (4), 100-133. doi:10.1590/1678-69712015/administração.v16n4p100-133.

- Matos, R. M., & Colauto, R. D. (2017). Justificativas do *turnover* de CEOs: Estudo em companhias brasileiras investidas por fundos de pensão. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 30, 24-35.
- Maury, B., & Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1813-1834.
- McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the Scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance*, 71 (6), 1 – 26. doi:10.1111/jofi.12393.
- Melo, L. C. S. (2017). *Governança corporativa e investidores institucionais: O impacto do ativismo no desempenho das empresas de capital aberto no Brasil*. Dissertação de Mestrado, Universidade do Sul de Santa Catarina, Florianópolis, SC, Brasil., 123 pp.
- Milani, B. (2015). *O desvio do preço dos Exchange-traded funds brasileiros: Uma análise baseada na correlação local*. Tese de Doutorado, Universidade Federal de Santa Maria, RS, Brasil, 181 pp.
- Monks, R. A. G., & Minow, N. (2004). *Corporate governance*, Blackwell Business.
- Morck, R. K. (2005). *A History of Corporate Governance Around the World: Family business groups to professional managers*. London. The University of Chicago Press.
- Nese, A. A. S. (2012). *O Papel dos Fundos de Pensão como Acionistas: Um Estudo com Empresas Brasileiras de Capital Aberto entre 1995 e 2009*. Dissertação de Mestrado. São Paulo, SP, Brasil: Instituto de Ensino e Pesquisa de São Paulo, 67 pp.
- Nese, A. A. S. (2017). *Governança, características das organizações e desempenho dos investimentos: evidências em fundos de pensão no Brasil* []. Tese de Doutorado, [PhD Dissertation], Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São PauloSP, São Paulo, SP, Brasil., 206 pp.
- Pedersen, T., & Thomsen, S. (1997). European patterns of corporate ownership: A twelve-country study. *Journal of International Business Studies*, 28(4), 759-778.
- Peixoto, F. M., & Buccini, A. R. A. (2013). Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos? *Revista de Contabilidade e Organizações*. 17(2013), 48-59.
- Pöyry, S., & Maury, B. (2010). Influential ownership and capital structure. *Managerial and Decision Economics*, 31(5), 311–324.
- Punsuvo, F. R., Kayo, E. K., & Barros, L. A. B. C. (2007). O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 18(45), 63-72.
- PREVIC – Superintendência Nacional de Previdência Complementar. *Perguntas Frequentes*. <http://www.previc.gov.br/>. Acessado em: 11/03/19.
- PREVI – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil. *Relatório*. <http://www.previ.com.br/quemsomos/relatorio2017/pt/a-previ.html>. Acessado em:

10/02/19.

- Roberts, M. R., & Whited, T. M. (2012). Endogeneity in Empirical Corporate Finance. *Simon School Working Paper*. 11-29.
- Rossetti, J. P., & Andrade, A. (2014). *Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*. (7ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Sauerwald, S., Oosterhout, J. V., Essen, M. V., & Peng, M. W. (2016). Proxy Advisors and Shareholder Dissent: A Cross-Country Comparative Study. *Journal of Management*, 20(10), 1 – 31. doi:10.1177/0149206316675928.
- Shapiro, S.S. & Wilk, M. (1965). An analysis of variance test for normality (complete samples). *Biometrika*, 52(3), 591-611.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461- 488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Singh, T. (2017). Stock Market Liquidity and Firm Performance. *American-Eurasian Journal of Scientific Research*, 12(1), 37-46. doi:10.5829/idosi.aejsr.2017.37.46.
- Silva, A. L. C., (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração de São Paulo – RAUSP*, 39(4), 348-361.
- Silva, A. L. C. (2006). *Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma*. São Paulo: Saraiva.
- Silveira, A. D.(2004). *Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil [Corporate Governance and ownership structure; determinants and relation with the performance of companies in Brazil]* (Tese de Doutorado [PhD Dissertation]). São Paulo, SP, Brazil: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP., 250pp.
- Soares, R. O., & Kloeckner, G. O. (2008). Endividamento em firmas com alta propensão à expropriação: o caso de firmas com um controlador. *Revista de Administração de Empresas*, 48(4), 79-93.
- Sonza, I. B., & Kloeckner, G. O. (2014). Governance in concentrated ownership structures: new evidences from Brazil. *Revista de Administração da USP - RAUSP*, 48(2), 322-338.
- Sonza, I. B., & Granzotto, A. (2018). Are pension funds good monitors? *Revista de Administração da Universidade de São Paulo – RAUSP*, 53(2), 190-201. doi:10.1016/j.rauspm.2017.06.003.
- Stulz, R.M. (1988). Managerial control of voting rights: financing policies and market of corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20(1), 25-54.
- Subramanian, S. (2017). Proxy advisory voting recommendations in India – an exploratory

- study. *Journal of Indian Business Research*, 9(4), 283-303.
- Tan, M. G.S., & Cam, M.A. (2015). Does governance structure influence pension fund fees and cost? An examination of Australian not-for-profit superannuation funds. *Australian Journal of Management*. 40(1), 114-134.
- Tirole, J. (2006). *The theory of corporate finance*. Princeton University Press., 643 pp.
- Torres, J. P., Bertín, M. J., & López-Iturriaga, F. J. (2017). Corporate control and firm value: The bright side of business groups. *Journal of Family Business Strategy*, 8(2017), 99-108. doi:10.1016/j.jfbs.2017.04.003.
- Utama, C. A., Utama, S. & Amarullah, F. (2017). Corporate governance and ownership structure: Indonesia evidence. *Corporate Governance*. 17(2), 165-191. doi: 10.1108/CG-122015-0171.
- Valadares, S. M., & Leal, R. P. C. (2000). Ownership and control structure of brazilian companies. *Revista ABANTE*. 3(1), 29-56.
- Xavier, W. G., Marcon, R., Lana, J., & Silva, A. L. P. (2013). Fundos de Pensão, Ativismo e Governança Corporativa. *XXXVII Encontro da ANPAD*.
- Wang, Y., & Mao, C. X. (2015). Shareholder activism of public pension funds: The political facet. *Journal of Banking & Finance*, 60, 138-152.
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606. doi:10.1016/j.jfineco.2012.03.005.
- Woidtke, T. (2015). Public Pension Fund Activism and Firm Value. An empirical analysis. *Legal Policy Report*, 20, 1-18.
- Wooldridge, J. M. (1991). Specification testing and quasi-maximum-likelihood estimation. *Journal of Econometrics*, Elsevier, 48(1-2), 29-55.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D. & Jiang, Y. (2008). Review Paper, Corporate Governance in emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-220.