

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

Faculdade de Gestão e Negócios

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: ESTRUTURA DE
PROPRIEDADE, DESEMPENHO E VALOR – UMA ANÁLISE
DE EMPRESAS BRASILEIRAS**

Anamélia Borges Tannús Dami

Orientadora: Prof. Dra Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

Uberlândia, Maio de 2006

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

Faculdade de Gestão e Negócios

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: ESTRUTURA DE
PROPRIEDADE, DESEMPENHO E VALOR – UMA ANÁLISE
DE EMPRESAS BRASILEIRAS**

Anamélia Borges Tannús Dami

Orientadora: Prof. Dra Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

Dissertação apresentada a
Faculdade de Gestão e Negócios
da Universidade Federal de
Uberlândia como requisito parcial
para a obtenção do título de
Mestre em Administração.

Uberlândia, Maio de 2006

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pelo Sistema de Bibliotecas da UFU / Setor de Catalogação e Classificação

D158g Dami, Anamélia Borges Tannús / 1959-
Governança corporativa : estrutura de propriedade,
desempenho e
valor – uma análise de empresas brasileiras / Anamélia Borges
Tannús Dami. - Uberlândia, 2006.
115f. : il.
Orientador: Kárem Cristina de Sousa Ribeiro.
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de
Uberlândia, Progra-
ma de Pós-Graduação em Administração.
Inclui bibliografia.
1. Administração de empresas - Teses. 2. Governança
corporativa - Teses. I. Ribeiro, Kárem Cristina de Sousa. II.
Universidade Federal de Uberlândia. Programa de Pós-
Graduação em Administração. III. Título.

CDU: 658

Reitor da Universidade Federal de Uberlândia
Arquimedes Diógenes Ciloni

Diretor da Faculdade de Gestão e Negócios
Reinaldo Campos Andraus

Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração
Valdir Machado Valadão Júnior

GOVERNANÇA CORPORATIVA: ESTRUTURA DE PROPRIEDADE, DESEMPENHO E VALOR – UMA ANÁLISE DE EMPRESAS BRASILEIRAS

ANAMÉLIA BORGES TANNÚS DAMI

Dissertação julgada adequada para obtenção do título de Mestre em Administração, na área de Gestão Organizacional, Linha de Pesquisa Administração Financeira e Controladoria e aprovada em sua forma final pelo Programa de Pós-graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia – UFU.

Uberlândia, 31 de Maio de 2006.

Prof. Valdir Machado Valadão Júnior, Dr.

Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dra Kárem Cristina de Sousa Ribeiro
Universidade Federal de Uberlândia - UFU

Prof. Dr. Ernando Antonio dos Reis
Universidade Federal de Uberlândia - UFU

Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa
Universidade de São Paulo – USP

*Ao meu pai, Danglars Tannús (in memorian),
pelo exemplo de vida.*

*À minha querida e amada neta,
Maria Fernanda Tannús Narduchi de Alvarenga,
pela alegria de viver.*

*Ao meu companheiro inseparável,
João Evangelista Dami,
pela determinação e por ser a fonte da minha motivação,*

dedico.

AGRADECIMENTOS

Á Prof. Dra Kárem Cristina de Sousa Ribeiro, pela orientação, acompanhamento do trabalho, contribuições, ensinamentos, dedicação acadêmica, amizade e apoio nos momentos de dificuldade.

Ao Prof. Dr. Ernando Antonio dos Reis e Prof. Dra Sirlei Lemes, membros da banca de qualificação, pelas contribuições e sugestões.

Aos professores do departamento de Administração da Universidade Federal de Uberlândia, em especial ao Prof. Dr. Valdir Machado Valadão Júnior, pelo exemplo de dedicação acadêmica, capacidade de ensino e filosofia de vida.

Ao Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa, membro da banca de defesa, pelas contribuições e sugestões através da revisão desta dissertação, que engrandecem este trabalho.

Ao amigo e mestre Pablo Rogers, pela ajuda no desenvolvimento do trabalho, através de discussões e sugestões principalmente em relação à análise dos dados e resultados.

Por fim, à minha família: à minha mãe, Maura, pelo incentivo e orações, aos meus filhos, Carolina, Fernando e Anna Luiza, pela companhia e afeto, aos meus netos, Pedro Paulo e Maria Fernanda, pela felicidade e alegria que me proporcionam, ao meu esposo, João, pela motivação e exemplo de vida, à minha avó, Amélia, pelo amor incondicional e ao meu avô, Geraldo (*in memorian*) pelo inestimável legado.

RESUMO

A literatura indica que, principalmente em países com alta concentração acionária, a estrutura de propriedade é um importante mecanismo interno de controle da governança corporativa, com efeitos na valorização e desempenho das empresas. No Brasil, a relação existente entre governança corporativa-estrutura de propriedade-desempenho mostra-se ainda inconclusiva. O presente estudo investiga se existe relação entre estrutura de propriedade, desempenho financeiro e valor das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), entre os anos de 1997 a 2001 (conseqüências da estrutura de propriedade), bem como os determinantes do grau de concentração de propriedade das referidas empresas (causas da estrutura de propriedade). Na investigação empírica foram utilizados os seguintes métodos estatísticos: 1) Análise de Variância Paramétrica (ANAVA); 2) Análise de Variância Não-Paramétrica (Teste de Kruskal-Wallis); e 3) Análise de Regressão Múltipla por meio dos estimadores de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com erros-padrões consistentes à heterocedasticidade conforme White (1980). Considerando-se a metodologia empregada, os resultados indicam que as variáveis de estrutura de propriedade como definidas não exercem influência sobre o desempenho financeiro e valor das empresas. Sobre aos determinantes da estrutura de propriedade das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto, os resultados indicam que a estrutura de propriedade pode ser explicada pelo tamanho da firma, instabilidade e regulação do mercado, mostrando ser essa última variável a principal determinante da estrutura de propriedade.

Palavras-Chave: Estrutura de propriedade, Governança Corporativa, Teoria da Agência.

ABSTRACT

The literature indicates that, mainly in countries with high stock concentration, the property structure is an important internal mechanism of control of the corporate governance, with effects in the valorization and acting of the companies. In Brazil, the existent relationship among governance property-acting corporate-structure is still shown not conclusive . The present study investigates if there is relationship among property structure, financial acting and value in the non-financial Brazilian companies of capital open with actions negotiated in the Stock Exchange of São Paulo (BOVESPA), between the period of the years: 1997 to 2001 (consequences of the property structure), as well as the determinant of the concentration degree of the referred companies property (causes of the property structure). In the empiric investigation the following statistical methods were used: 1) Analysis of Parametric Variance (ANAVA); 2) Analysis of No-parametric Variance (Test of Kruskal-Wallis); and 3) Analysis of Multiple Regression through the estimators of Ordinary Least-Square (MQO) with solid mistake-patterns of the “heterocedasticidade” according to White (1980). Concerning the used methodology, the results indicate that the variables of property structure as defined don't exercise influence on the financial acting and value of the companies. Remain to the determinant of the property structure of capital open non-financial Brazilian companies, the results indicate that the property structure can be explained by the size of the firm, instability and regulation of the market, showing to be the last variable the main determinant of the property structure.

Key Words: *Ownership structure, Corporate Governance, Agency Theory.*

SUMÁRIO

Dedicatória	i
Agradecimentos	ii
Resumo	iii
Abstract	iv
Sumário	v
Lista de Ilustrações	vii
1. Introdução	13
1.1. Apresentação do Tema e Problema de Pesquisa	13
1.2. Objetivos	18
1.3. Hipóteses	19
1.4. Delimitação do Estudo	20
1.5. Estrutura do Trabalho	23
2. Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade	25
2.1. Introdução	25
2.2. Governança Corporativa: Pressupostos Teóricos	26
2.2.1. As Visões da Firma	26
2.2.2. Separação entre Propriedade e Controle	29
2.2.3. Contratos Incompletos e Agentes Imperfeitos	31
2.2.4. Os Custos de Agência	33
2.2.5. Assimetria de Direitos	34
2.3. Governança Corporativa: Definições, Mecanismos e Modelos	37
2.3.1. Mecanismos de Governança Corporativa	37
2.3.2. Modelos de Governança Corporativa	43
2.4. Estrutura de Propriedade	50
2.4.1. Causas do Grau de Concentração	51
2.4.2. Conseqüências da Concentração de Propriedade	55
2.4.3. Estrutura de Propriedade no Brasil	59
3. Metodologia da Pesquisa	70
3.1. Tipologia da Pesquisa	70
3.2. Definição das Variáveis	71
3.2.1. Estrutura de Propriedade e Controle	72

3.2.2	Desempenho e Valor das Empresas	75
3.2.3	Variáveis de Controle.....	76
3.3.	Amostragem e Coleta dos Dados	79
3.4.	Modelagem e Métodos Estatísticos Empregados	82
3.4.1.	Relação entre desempenho financeiro e valor das empresas com a estrutura de propriedade.....	82
3.4.2.	Determinantes da estrutura de propriedade das empresas brasileiras não-financeiras	85
4.	Resultados da Pesquisa.....	88
4.1.	Análise Descritiva dos Dados	88
4.1.1.	Estrutura de propriedade das empresas brasileiras não-financeiras ...	88
4.1.2.	Desempenho financeiro e valor das empresas brasileiras não-financeiras	90
4.1.3.	Variáveis de controle das empresas brasileiras não-financeiras	91
4.1.4.	Matriz de Correlações.....	92
4.2.	Análise dos Resultados	94
4.2.1.	Resultados preliminares com aplicação do Teste Kruskal-Wallis	94
4.2.2.	Estimação dos modelos por Mínimos Quadrados Ordinários	97
4.2.2.1.	Conseqüências da concentração de propriedade das empresas brasileiras não-financeiras.....	97
4.2.2.2.	Causas da estrutura de propriedade das empresas brasileiras não-financeiras	102
4.3.	Limitações.....	103
5.	Considerações Finais.....	106
6.	Referências Bibliográficas.....	111

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURAS

Figura 1: Governança Corporativa e Mecanismos de Controle.....	38
Figura 2: Efeitos Entrincheiramento e Alinhamento no Grau de Concentração Acionária.	57
Figura 3: Hipóteses da Pesquisa: Performance e Concentração de Propriedade.....	82
Figura 4: Hipóteses da Pesquisa: Determinantes da Concentração da Propriedade.	83
Figura 5: Fases da Metodologia.....	87

QUADROS

Quadro 1: Principais Temas acerca da Governança Corporativa	21
Quadro 2: Características dos Modelos de Governança Corporativa	44
Quadro 3: Classificação da Proteção Legal dos Investidores de Acordo com a Origem das Leis.....	48
Quadro 4: Temas e Estudos Recentes sobre Estrutura de Propriedade.....	61
Quadro 5: Resumo das Variáveis da Pesquisa.....	81

TABELAS

Tabela 1: Grau de concentração das empresas brasileiras	62
Tabela 2: Composição acionária direta das companhias brasileiras em 2000.....	63

Tabela 3: Propriedade das 100 maiores empresas não-financeiras no Brasil – 1990, 1995 e 1997 (percentual na participação da receita total das 100 maiores empresas)	64
Tabela 4: Proporção de controladores das empresas no Brasil segundo identidade dos controladores (% sobre o total).....	65
Tabela 5: Participação acionária dos diversos grupos controladores em 2000.....	65
Tabela 6: Composição acionária indireta das companhias brasileiras em 2000	68
Tabela 7: Mecanismos de separação entre controle e propriedade no Brasil (%)	69
Tabela 8: Estrutura de propriedade das empresas brasileiras não-financeiras.....	89
1997 a 2001	89
Tabela 9: Proporção da estrutura de propriedade das empresas brasileiras	90
não-financeiras 1997 a 2001	90
Tabela 10: Desempenho financeiro e valor das empresas brasileiras	90
não-financeiras - 1997 a 2001	90
Tabela 11: Variáveis de controle das empresas brasileiras não-financeiras	91
1997-2001	91
Tabela 12: Matriz de correlações entre as variáveis da pesquisa.....	93
Tabela 13: Teste de Homogeneidade e Normalidade	95
Tabela 14: Teste ANAVA para Q e ESTCAP	95
Tabela 15: Teste Kruskal-Wallis ^{a, b} - RPL, CRL, AT e INST	95
Tabela 16: Ranks do Teste Kruskal-Wallis – RPL, CRL, AT e INST	96
Tabela 17: Equação dos Modelos 1 e 2	97
Tabela 18: Equação dos Modelos 3 e 4	98
Tabela 19: Equação dos Modelos 5 e 6	99
Tabela 20: Equação dos Modelos 7 e 8	99
Tabela 21: Equação Modelos 9 a 10.....	100
Tabela 22: Equação Modelos 11 e 12.....	101
Tabela 23: Equação Modelos 13 a 14.....	101
Tabela 24: Equação Modelos 15 e 16.....	102
Tabela 25: Equações Modelos 17 a 20	103

1. Introdução

1.1. Apresentação do Tema e Problema de Pesquisa

Nos diversos estados-nações, as grandes corporações passaram por três estágios que modelaram as corporações até o fim dos anos 90: o do *empreendedorismo*, com raízes históricas no século XIX, o do *expansionismo*, atrelado ao desenvolvimento dos mercados de capitais a partir do início do século XX e o da *fragmentação*, decorrente de processos sucessórios e de grandes demandas de recursos ocorridos a partir da década de 50 (MONFORTE, 2004).

Nas últimas décadas do século XX, visualiza-se um novo estágio de desenvolvimento das empresas caracterizado pela busca de um sistema equilibrado de decisões, que dê sustentação à perenidade das corporações. Esse novo estágio, segundo Monforte, é o *despertar da governança corporativa*.

O tema governança corporativa sob diferentes aspectos possui múltiplos conceitos que se distinguem pela sua diversidade e amplitude. Andrade e Rossetti (2004, p.25) agrupam em 6 perspectivas os conceitos de governança corporativa:

- *Direito*: sistema de gestão que visa a preservar a maximização dos direitos dos acionistas e a assegurar a proteção aos minoritários;
- *Relações*: procedimentos de relacionamentos entre acionistas, conselhos e diretoria executiva que objetiva maximizar o desempenho da organização;

- *Governo*: sistema de governo, gestão e controle que disciplina as relações entre as partes interessadas em uma organização;
- *Poder*: sistematização da estrutura de poder que envolve a definição de estratégia, operações, geração de valor e busca de resultados;
- *Valores*: sistema de valores que rege as corporações em suas relações internas e externas;
- *Normas*: conjunto de normas, derivados de estatutos legais e regulamentos que visam à excelência da gestão e à proteção dos direitos das partes interessadas em seus resultados.

Em uma tentativa de síntese, os referidos autores partindo de um modelo de gestão que estipula sua abrangência definem governança corporativa como:

conjunto de valores, princípios, propósitos, papéis, regras e processos que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das empresas, abrangendo: propósitos dos acionistas empreendedores; o sistema de relações acionistas-conselho-direção; maximização da riqueza dos acionistas, minimizando oportunismos conflitantes com este fim; estrutura de regulação e de fiscalização das ações corporativas; estrutura consultiva, deliberativa e de comando; processo de formulação e execução da estratégia; sistema de gestão, de controle e de aferição de resultados; sistemas de informações relevantes às partes interessadas; padrões de atendimento aos direitos das partes interessadas; e sistemas guardiões de ativos tangíveis e intangíveis (ANDRADE e ROSSETTI, 2004,p.25).

A abrangência desse conceito é resultado da diversidade de modelos existentes no mundo. Apesar dessa diversidade, Lethbridge (1997) divide os diferentes modelos em dois grupos principais: o anglo-saxão onde o foco é o acionista (*shareholder*), quanto a seus interesses e direitos; e o nipo-germânico onde o foco é ampliado, envolvendo-se com múltiplos interesses (*stakeholder*).

O modelo anglo-saxão preocupa-se primordialmente com a geração de riqueza e obtenção de retorno máximo para os investimentos realizados visando à redução de conflitos de agência na apropriação dos valores gerados e a sua equânime distribuição entre os acionistas. Nesse modelo as participações acionárias são relativamente pulverizadas existindo assim uma separação entre propriedade e gestão, de forma que o principal conflito de agência é entre administradores e acionistas (SILVEIRA, 2002; OKIMURA, 2003; DE PAULA, 2003; ANDRADE e ROSSETI, 2004).

O modelo nipo-germânico caracteriza-se pelo equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* (todos os públicos envolvidos com a companhia) como objetivo primordial das empresas, ao invés da maximização da riqueza dos acionistas. Nesse modelo predomina a gestão coletiva e a presença de grandes investidores (bancos, outras instituições financeiras, famílias) que possuem uma parcela significativa de ações (SILVEIRA, 2002; OKIMURA, 2003; DE PAULA, 2003, ANDRADE e ROSSETI, 2004).

Em países com alta concentração de propriedade e mercado de capitais pouco desenvolvidos como na América Latina e em especial no Brasil, uma das questões centrais da governança corporativa é o conflito de agência existente entre acionistas majoritários e minoritários. Segundo Silveira (2002, p.31) “a alta concentração da propriedade (posse das ações) e do controle (tomada de decisão) das companhias, aliada à baixa proteção legal dos acionistas faz com que o principal conflito de agência no país se dê entre acionistas controladores e minoritários”.

A concentração de propriedade no Brasil resulta em uma sobreposição entre gestão e propriedade que, ao buscarem a maximização dos seus interesses, os

acionistas majoritários agem com oportunismo expropriando os acionistas minoritários.

De acordo com Carvalhal-da-Silva (2004, p.350):

diversas pesquisas sugerem que a concentração do direito de voto nas mãos dos acionistas controladores pode ser associada com maior grau de expropriação dos minoritários, uma vez que grandes acionistas preferem auferir benefícios privados de controle, que não são divididos com os minoritários. Sendo assim, maior concentração dos direitos de voto pelos acionistas controladores estaria associada à maior expropriação dos acionistas minoritários.

Analisando uma amostra de 49 países, incluindo o Brasil, La Porta *et al.* (1998) concluem que a concentração de propriedade acionária é negativamente relacionada à proteção dos direitos dos acionistas com a conseqüente perda de valor da empresa, onde os países com melhor proteção legal tendem a apresentar uma maior dispersão da propriedade das companhias. Estudo posterior dos mesmos autores demonstrou que países com mecanismos menos eficientes de proteção aos acionistas minoritários possuem um grande número de empresas sob controle familiar ou estatal e considerando as empresas familiares com alto grau de separação entre gestão e propriedade (LA PORTA *et al.*, 1999).

Nesse sentido, considerando os estudos de La Porta *et al.* (1998, 1999, 2000), a estrutura de propriedade torna-se um mecanismo importante da governança corporativa para valorização e desempenho das empresas como conseqüente propulsor do mercado de capitais nacional. No Brasil, segundo Andrade e Rosseti (2004), vários estudos têm sido empreendidos visando à análise da relação existente entre governança corporativa-estrutura de propriedade-desempenho, entretanto, os

estudos tomados no seu conjunto mostram-se ainda inconclusivos, justificando pesquisas com novas metodologias sobre essa relação.

Sob esta ótica e adotando-se as definições de governança corporativa como “*um conjunto de valores, princípios, papéis, regras e processos...*” (ANDRADE e ROSSETI, 2004), a estrutura de propriedade como sendo “... *de fundamental importância uma vez que influencia diretamente a eficiência do mercado por controle corporativo...*” (CARVALHAL-DA-SILVA 2004), o desempenho onde boas práticas de governança corporativa devem ser moldadas para harmonizar interesses em conflitos e bloquear oportunismos (ANDRADE e ROSSETI 2004), o presente estudo tem o propósito de investigar como essa tríade governança corporativa, estrutura de propriedade e desempenho ocorre no cenário das empresas brasileiras.

Entretanto, analisar estas questões considerando-se todo o universo corporativo brasileiro seria uma análise fundamentada em aspectos de pouca comparabilidade, pela própria característica do universo referenciado: empresas financeiras e não-financeiras. Por isso, tomando-se uma amostra das companhias brasileiras não-financeiras de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), que apresentaram informações no banco de dados da Economática® no período de 1997 a 2001, o presente estudo surgiu com o propósito de investigar as seguintes questões:

- No contexto da governança corporativa, existe relação entre estrutura de propriedade, variáveis de desempenho financeiro e valor de companhias brasileiras não-financeiras? Quais são os principais determinantes da concentração de propriedade destas empresas?

O estudo se justifica uma vez que nos últimos anos o tema governança corporativa tem tomado a atenção de analistas e estudiosos no assunto, principalmente pelos impactos gerados por mudanças na estrutura de propriedade das empresas, decorrentes de processos de privatizações, fusões e aquisições das empresas brasileiras. Tais mudanças podem desencadear decisões que venham comprometer o desempenho econômico-financeiro, o valor da empresa, os programas de investimento, as taxas de crescimento, entre outros aspectos associados à sobrevivência das empresas.

1.2. Objetivos

A pesquisa apresenta dois objetivos principais, considerando-se a amostra das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto com ações negociadas na BOVESPA. Primeiro, investigar se existe relação entre estrutura de propriedade, desempenho financeiro e valor dessas empresas. Segundo, investigar quais os determinantes da concentração de propriedade no Brasil, tomando-se por base os trabalhos de Demsetz e Lehn (1985), Pedersen e Thomsen (1997) e Siqueira (1998). Como objetivos específicos, evidencia-se:

- Identificar, caso a relação entre as variáveis de desempenho e valor com as de estrutura de propriedade seja verificada, se essa relação é linear ou quadrática, tomando as variáveis de desempenho e valor como dependentes;
- Verificar estatisticamente os principais determinantes da concentração de propriedade com relação à estrutura de capital, à instabilidade da rentabilidade, ao tamanho da firma e à regulação do

mercado, tomando as variáveis de estrutura de propriedade como dependentes,

- Contribuir para a discussão sobre os embates teóricos da estrutura de propriedade e controle como mecanismo interno da governança corporativa, sob a perspectiva da teoria da agência, haja vista que os estudos sobre o assunto mostram-se ainda inconclusivos;
- Discutir as principais características da estrutura de propriedade e controle das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto segundo o grau de concentração, a identidade dos controladores e os mecanismos de controle indireto.

1.3. Hipóteses

De acordo com os estudos de Demsetz e Lehn (1985), Pedersen e Thomsen (1997), Siqueira (1998) e Demsetz e Villalonga (2001), definem-se as hipóteses do estudo como:

H_{01} (hipótese nula 1): não existe relação significativa estatisticamente entre as variáveis selecionadas de desempenho financeiro e valor das empresas e as variáveis de estrutura de propriedade e controle;

H_1 (hipótese alternativa 1): existe relação significativa estatisticamente entre as variáveis selecionadas de desempenho financeiro e valor das empresas e as variáveis de estrutura de propriedade e controle, e essa relação é linear;

H_2 (hipótese alternativa 2): existe relação significativa estatisticamente entre as variáveis selecionadas de desempenho financeiro e valor das empresas e as variáveis de estrutura de propriedade e controle, e essa relação é quadrática;

H_{02} (hipótese nula 2): O grau do controle acionário das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto não sofre influência da regulação do mercado, do tamanho da firma, da estrutura de capital e da instabilidade da rentabilidade;

H_2 (hipótese alternativa 3): O grau do controle acionário das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto é determinado pelo menos por uma das variáveis da hipótese nula 2 (H_{02}).

1.4. Delimitação do Estudo

No campo teórico, delimita-se o estudo aplicando uma estrita perspectiva de agência. Inicialmente desenvolvido por Jensen e Meckling (1976), o raciocínio da Teoria da Agência se baseia nas relações entre “agentes” e “principais”, nas quais os agentes representam, em tese, os interesses dos principais. Como não há conflitos de interesses possíveis quando o mesmo indivíduo tem 100% do capital da empresa e acumula a função de administrador, o problema de agência surge na medida em que a propriedade começa a pulverizar-se nas mãos de outros indivíduos. Dessa forma, os conflitos estendem-se pelo potencial de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores em uma situação na qual os controladores exercem poder quase que total sobre a empresa.

De Paula (2003) classifica os temas relacionados à governança corporativa em três principais dimensões: estrutura de propriedade, práticas de governança corporativa e políticas públicas, conforme evidenciado no Quadro 1.

Dimensão	Temas
Estrutura de Propriedade	<ul style="list-style-type: none"> • Tipo predominante de controle acionário (disperso x concentrado) • Separação ou sobreposição entre propriedade e gestão • Classes de ações, pirâmides e participações cruzadas • Papel dos investidores institucionais
Práticas de Governança Corporativa	<ul style="list-style-type: none"> • Conselho de Administração <ul style="list-style-type: none"> ➢ Composição ➢ Atuação (efetiva x cerimonial) ➢ Processos (formal x informal) • Direitos dos acionistas minoritários <ul style="list-style-type: none"> ➢ Eliminação de práticas que dificultem os votos dos acionistas minoritários ➢ Equiparação dos direitos entre possuidores de <i>American Depositary Receipts</i> (ADRs) e os proprietários de ações propriamente ditas ➢ Condições de recompra de ações dos minoritários ➢ Preços pagos às ações dos minoritários em caso de venda do controle acionário (<i>tag along</i>) • Transparência <ul style="list-style-type: none"> ➢ Agilidade na divulgação de decisões importantes tomadas pela alta administração ➢ Transparência no relacionamento com empresas relacionadas (controladas e coligadas) ➢ Utilização de padrões contábeis confiáveis ➢ Integridade dos relatórios financeiros
Políticas Públicas	<ul style="list-style-type: none"> • Legislação e aparato legal que proteja os direitos dos acionistas minoritários e dos credores • Atuação dos órgãos de controle do mercado de capitais • Apoio aos códigos voluntários de boas práticas de governança • Estímulo para que os fundos de pensão e outros investidores institucionais tenham incentivos e estrutura de governança que os motivam a pressionar as empresas a modificarem práticas de governança corporativa

Quadro 1: Principais Temas Acerca da Governança Corporativa

Fonte: De Paula (2003, p.13), com adaptações.

O problema da presente pesquisa está delimitado na dimensão estrutura de propriedade como forma de mensuração da governança corporativa, relegando outros mecanismos internos, como por exemplo os conselhos de administração, a política de remuneração dos administradores e a distribuição de dividendos. Além do

mais, a pesquisa não tratou aspectos dos mecanismos externos de controle de governança corporativa, como o mercado de aquisição hostil e o mercado de trabalho competitivo.

Em relação à definição teórica e operacional das variáveis de estrutura de propriedade, não serão analisadas de forma detalhada as características e os efeitos específicos dos direitos dos papéis, como existência de *tag along*, políticas de distribuição de dividendos e juros, alavancagem financeira, entre outros. Foram considerados nesta pesquisa apenas dois tipos de ações: ações ordinárias (ON) com direito a voto, sendo que cada ação dá direito a um voto e ações preferenciais, (PN) sem direito a voto. Nesse ponto as diferentes classes de ações não serão relevantes para identificar o direito de propriedade. Salienta-se ainda uma delimitação do ponto de vista operacional no que concerne aos tipos de ações, uma vez que o banco de dados utilizado para a obtenção das informações disponibiliza apenas dois tipos de ações: ordinária e preferencial, sem desdobramento de classes.

No que diz respeito às variáveis de desempenho financeiro e ao valor das empresas utilizou-se apenas a rentabilidade do patrimônio líquido e a aproximação do “Q de Tobin” proposta por Chung e Pruitt (1994) como medidas factíveis de performance das empresas, desconsiderando medidas de sobrevivência e de valor presente líquido, principalmente pela dificuldade de obtenção de informações para essas duas últimas categorias de medidas de performance.

Outro importante aspecto a ser salientado é que ora a estrutura de propriedade e controle será considerada como variável dependente ora como variável independente. Nessa medida, para identificar se existe relação entre performance

das empresas e concentração de propriedade considerar-se-ão as variáveis de desempenho financeiro e valor como dependentes e as variáveis de concentração de propriedade como independentes. Em outra medida, para investigar os determinantes da estrutura de propriedade, esta será considerada como variável dependente. Não se torna prioridade neste trabalho testar estatisticamente a endogeneidade da variável de estrutura de propriedade, mas tomá-la, conforme o objetivo, ora como endógena ora como exógena (SIQUEIRA, 1998).

1.5. Estrutura do Trabalho

A dissertação está estruturada em cinco capítulos. No próximo capítulo apresenta-se a fundamentação teórica nas seguintes perspectivas: 1) a governança corporativa fundamentada na teoria da agência; 2) a estrutura de propriedade como mecanismo interno da governança corporativa; e 3) as causas e conseqüências da concentração da propriedade.

O capítulo três tem como objetivo mostrar o desenvolvimento da metodologia da pesquisa. Neste capítulo apresentam-se: 1) a tipologia da pesquisa; 2) as variáveis operacionalizadas no estudo; 3) os métodos quantitativos empregados; e 4) a modelagem utilizada. Em termos didáticos, propõe-se a utilização dos métodos quantitativos em três fases: na primeira fase, o Teste Kruskal-Wallis e ANAVA, na segunda fase, com análise de regressão por meio do método de Mínimos Quadrados Ordinários, verifica-se a relação entre as variáveis de desempenho e valor das empresas com as variáveis de estrutura de propriedade; na terceira fase modela-se, com o método utilizado na segunda fase, a relação entre as variáveis indicadas pela literatura causadoras da concentração de propriedade.

No capítulo quatro apresentam-se os resultados segundo cada uma das fases do estudo com base nos métodos quantitativos empregados, acrescidos da análise descritiva das variáveis e as limitações do estudo.

O último capítulo apresenta as considerações finais da dissertação, bem como as recomendações de estudos posteriores.

2. Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade

2.1. Introdução

A discussão sobre a relação entre estrutura de propriedade e valor e performance das empresas surgiu inicialmente com Berle e Means (1932) com o debate sobre separação entre propriedade e controle das empresas modernas (SIQUEIRA, 1998).

Apesar dessa discussão ser remontada a Adam Smith em 1776, Berle e Means trouxeram o escopo deste embate para o campo das finanças corporativas com evidências empíricas sobre o grau de veracidade de suas proposições. Nas últimas décadas do século XX, o embasamento inicial dos estudos recebeu a contribuição da teoria da agência por Jensen e Meckling (1976).

A premissa em comum entre os estudos de Berle e Means (1932) e Jensen e Meckling (1976) é a de que os administradores e proprietários possuem interesses e objetivos diferentes: os acionistas e proprietários desejam a maximização do valor da empresa enquanto os gestores buscam estratégias baseadas em sua preferência pessoal não necessariamente coincidentes com a dos proprietários. Caso não existam mecanismos e incentivos que monitorem os administradores, esses podem exercer seu livre arbítrio em detrimento dos proprietários. Nesse sentido, vários mecanismos de governança corporativa, dentre os quais a estrutura de propriedade, têm sido pesquisados com o intuito de melhorar as propostas de soluções para os

problemas de divergência de interesses e, conseqüentemente, de minimizar os custos associados a esses conflitos.

A fundamentação teórica da pesquisa se inicia na seção 2.2 com a organização do tema governança corporativa, conforme colocam Bernardes e Brandão (2005), que consideram três principais visões provenientes da ciência administrativa e econômica: 1) visão administrativa; 2) visão dos recursos e do conhecimento; e 3) visão da teoria da agência, economia de custos de transação e mecanismos de governança. Na mesma seção assume-se o tema governança corporativa sob a perspectiva da teoria da agência e discute-se o seu arcabouço teórico.

Na seção 2.3, sob a perspectiva da teoria da agência, discorre-se sobre os conceitos e definições de governança corporativa, bem como sobre seus principais mecanismos e modelos existentes no mundo.

Tomando a estrutura de propriedade como um mecanismo de controle interno da governança corporativa, a seção 2.4 apresenta as causas e conseqüências da concentração acionária, bem como as evidências empíricas sobre o grau de concentração, controle indireto e identidade dos controladores no Brasil.

2.2. Governança Corporativa: Pressupostos Teóricos

2.2.1. As Visões da Firma

Bernardes e Brandão (2005) resgatam as contribuições teóricas, em especial da ciência econômica que embasam o *constructo* da governança corporativa em três

visões: 1) visão administrativa; 2) visão dos recursos e do conhecimento; e 3) visão da teoria da agência, economia de custos de transação e mecanismos de governança. De acordo com os autores, essas três visões da firma integram o escopo da Nova Economia Institucional (NEI), vertente teórica que emergiu nos anos trinta como uma contestação à forma de tratamento da firma pelo pensamento econômico neoclássico.

Os neoclássicos entendem que a firma, dada uma restrição orçamentária, é uma função de produção, segundo a qual os ofertantes maximizam seus lucros, e os consumidores suas utilidades, sob as seguintes hipóteses: a) os agentes econômicos possuem informação perfeita em relação aos produtos, serviços e preços; b) os agentes econômicos são tomadores de preços incapazes de afetá-los (concorrência perfeita); c) existe livre mobilidade dos fatores de produção e dos agentes econômicos; d) não existe economia de escala; e) não existem externalidades na produção e no consumo causadas pelo governo; e f) todos os bens têm substituto perfeito (VARIAN, 2000; PINDYCK e RUBINFELD, 2002; BERNARDES e BRANDÃO, 2005).

Ainda que relevantes, as contribuições neoclássicas são limitadas no que se refere à realidade das firmas. Assim, alguns pressupostos neoclássicos foram contestados pela NEI, que segundo Bernardes e Brandão (2005, p.2), “possibilitou discutir a firma enquanto uma *organização hierárquica*, constituída por um *pull* de contratos”. Essa visão da firma – NEI – é um dos pilares teóricos que sustentam a governança corporativa.

A primeira visão, a administrativa, confunde-se com a ciência administrativa, que em si constitui um extenso campo do conhecimento ao valorizar aspectos da

coordenação das atividades no âmbito da firma. Segundo Bernardes e Brandão (2005, p.2-3), tal visão é qualificada à luz da administração científica desenvolvida inicialmente por Taylor (1987), da abordagem anatômica fundada por Fayol (1990), da teoria da burocracia colocada por Weber (1991) e das outras abordagens administrativas como a humanística, estruturalista, comportamental, sistêmica e contingencial. A visão administrativa permite uma melhor explanação de aspectos relacionados com a coordenação de atividades financeiras e econômicas do administrador, em consonância com os objetivos do proprietário e a missão da empresa.

De acordo com Bernardes e Brandão (2005, p.3), tal visão enfatiza, em especial, aspectos como:

- 1) Papel do administrador e formas de gestão;
- 2) A separação entre quem detém a propriedade e quem a administra;
- 3) O aproveitamento das relações informais por administradores;
- 4) A adoção de padrões de ética;
- 5) As limitações cognitivas dos administradores; e
- 6) A interação estratégica entre a empresa e o ambiente externo.

A segunda visão – dos recursos e do conhecimento – é consistente com a percepção da firma como uma coleção de recursos tangíveis e intangíveis e potencialmente mobilizáveis em prol do seu desenvolvimento. Ela busca a compreensão dos mecanismos internos das empresas por meio dos quais o conhecimento é produzido e convertido em produtos e serviços. Segundo Bernardes e Brandão (2005, p.3), referencia-se a essa visão as contribuições de Hayek, Schumpeter, Penrose, Nelson e Winter, emergindo o conhecimento, na ciência

econômica, como fator essencial ao desenvolvimento das firmas e do próprio capitalismo.

A terceira visão descrita por Bernardes e Brandão (2005) – teoria da agência, economia de custos de transação e mecanismos de governança, ou de outra forma, a visão contratual – é tratada considerando-se os contratos que permeiam as transações necessárias ao desempenho das atividades das empresas. De acordo com os autores, duas formas distintas de qualificar a firma podem ser enquadradas no âmbito da visão contratual: 1) a firma é um *nexus* de contratos formais e informais entre diversos atores; 2) a firma é uma estrutura de coordenação de atividades econômicas ou de governança, submetidas às *regras do jogo* que vigoram em uma economia capitalista. A visão contratual da firma e as duas formas comentadas estão ligadas à teoria dos custos de transação, introduzida por Coase em 1937 e ampliada por Jensen e Meckling em 1976, posteriormente à regulação de todos os relacionamentos essenciais para a firma.

2.2.2. Separação entre Propriedade e Controle

Segundo Andrade e Rossetti (2004, p.99), as grandes corporações modernas desenvolveram-se a partir de duas forças empreendedoras, diferenciáveis em suas origens quanto às formas de financiamento dos empreendimentos – a interna e a externa. Na interna os empreendedores talentosos construíram impérios com recursos originários de seus próprios negócios. No financiamento externo grandes corporações estabeleceram-se praticamente desde o seu nascedouro, com ampla captação de recursos (*debt* e, essencialmente no caso americano, *equity*). De acordo com os autores, nos dois casos, independente da forma de recurso que

impulsionou a formação das grandes corporações, o controle acionário tornou-se pulverizado.

Com a separação entre propriedade e gestão surgem problemas e conflitos que anteriormente não existiam, como inicialmente aponta Adam Smith em 1776 no clássico “A Riqueza das Nações” e posteriormente discutem amplamente Berle e Means (1932). O primeiro autor naquela época coloca que “negligência e esbanjamento” por parte dos administradores resultariam quando aqueles que administram a empresa o fazem com o dinheiro de outros e não de si próprios.

Segundo Okimura (2003, p.10), apesar de claramente Adam Smith estar preocupado com a separação entre propriedade e controle, em seu trabalho não foram apresentadas evidências empíricas que justificassem a sua hipótese uma vez que, naquela época as empresas eram na sua maioria pequenas, fechadas e com propriedade concentrada nas mãos de indivíduos ou famílias.

Em 1932, mais de um século e meio após os estudos de Adam Smith, Berle e Means, com a publicação do trabalho *“The modern corporation and private property”*, trouxeram à tona novamente o tema estrutura de propriedade e controle, e delinearam sua relação aos mecanismos de governança hoje existentes. Berle e Means (1932) colocam a separação entre propriedade e controle como paradigma central sobre a teoria econômica das empresas ao enunciarem a divergência de interesses entre administradores e proprietários com possível desvio do objetivo de maximização dos lucros.

Berle e Means (1932) salientam que o nível tecnológico fazia com que as empresas fossem tão grandes que conseqüentemente não podiam se manter nas mãos de um único proprietário. Em outra medida, devido à escassez de recursos, a

propriedade das empresas estaria pulverizada e, dessa forma, haveria um fortalecimento do poder dos gestores para agir em seus próprios interesses e não no interesse dos acionistas – estaria assim decretado o “divórcio” entre propriedade e controle nas empresas (OKIMURA, 2003, p.11).

Essa situação conduziria a um sério prejuízo à função social da propriedade privada, pois a maximização do valor buscada pela competição de mercado seria o elo entre a propriedade privada e a utilização eficiente de recursos, ligação essa, segundo Okimura (2003, p.11), “ameaçada pela estrutura de propriedade que favorecia a redução dos incentivos de administradores na busca da maximização do valor”. Berle e Means (1932), diferente de Adam Smith, apresentaram evidências empíricas sobre suas proposições.

2.2.3. Contratos Incompletos e Agentes Imperfeitos

Dada a separação entre propriedade e gestão e a visão contratual das relações que daí surgem, inicia-se uma relação de agência entre os acionistas – outorgantes do contrato – e os gestores – outorgados.

A teoria da agência foi pela primeira vez apresentada de forma abrangente por Jensen e Meckling (1976), que ainda afirmam que os problemas de agenciamento provenientes do conflito de interesses existem não apenas entre gestores e acionistas, mas em todas as atividades de cooperação entre indivíduos, quer ela ocorra ou não em uma situação de hierarquia entre agente e principal.

Jensen e Meckling (1976, p.310) definem uma relação de agência “como um contrato onde uma ou mais pessoas – o principal – emprega uma outra pessoa – o agente – para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a

delegação de alguma autoridade de decisão para o agente”. Desse modo, duas razões fundamentais de conflitos podem surgir dessa relação: 1) a inexistência de contrato completo; e 2) a inexistência de agente perfeito.

Nas últimas décadas o mundo dos negócios foi tomado por um ambiente de incertezas e descontinuidades, tanto do ponto de vista econômico, quanto político e social. A era da previsibilidade, com baixos níveis de turbulência, onde riscos e oportunidades eram passíveis de serem previstos e as projeções de longo prazo eram confiáveis, foi substituída por mudanças radicais em todos os aspectos da vida corporativa, exigindo das companhias respostas rápidas e flexíveis aos menores sinais do mercado (ANDRADE e ROSSETTI, 2004, p. 102).

Considerando, portanto, esse ambiente de incertezas, Klein (1983) afirma que os contratos perfeitos e completos, abrangendo todas as contingências e as respostas às mudanças e aos desafios do ambiente de negócios, simplesmente não existem por três razões essenciais: a) o grande número de contingências possíveis; b) a multiplicidade de reações às contingências; e c) a crescente frequência com que as contingências imprevisíveis passaram a ocorrer.

Dessa forma, outorga-se aos gestores, conseqüentemente, mais do que a execução de ações previsíveis, o direito residual de controle da empresa, resultante do livre arbítrio para a tomada de decisões não previstas (ANDRADE e ROSSETTI, 2004, p. 102). Essa situação pode favorecer mais os objetivos dos gestores do que dos acionistas, gerando conflitos de agência.

Jensen e Meckling (1994) definiram a segunda razão dos conflitos de agência como uma hipótese de natureza humana. Segundo os autores a natureza humana é utilitarista e racional, conduzindo os indivíduos a maximizarem uma função utilidade

voltada muito mais para as suas próprias preferências e aos seus próprios objetivos. Portanto, os agentes perfeitos, que exercem suas funções de forma indiferente entre maximizar os seus próprios objetivos e o de terceiros, não existem. O comportamento dos agentes deveria estar condicionado ao alinhamento de interesses dos acionistas através de uma cooperação desinteressada, porém fica evidente que essa suposição dificilmente prevalecerá, ainda que na presença de condições hierárquicas para a tomada de decisões. Neste contexto, os gestores estarão propensos à tomada de decisões que fortaleçam suas posições, visando à manutenção de seus propósitos e benefícios.

2.2.4. Os Custos de Agência

Na tentativa de coibir as divergências na relação entre proprietários e gestores, os acionistas adotam procedimentos que visam a monitorar as atividades desenvolvidas pelos administradores, além de lhes proporcionar incentivos contratuais atrelados ao desempenho e retorno das companhias. Essa realidade gera custos incorridos pelos acionistas para controle da gestão, além dos custos atribuíveis ao oportunismo dos gestores (ANDRADE e ROSSETTI, 2004, p. 103).

Segundo Andrade e Rossetti (2004, p.104), a categoria de custos de agência atribuível aos gestores relaciona-se, entre outros aspectos à: a) remunerações e benefícios autoconcedidos; b) resistência a ações vantajosas aos acionistas: liquidação, cisões e fusões; c) crescimento em detrimento de maximização do retorno; d) estratégias de diversificação destruidoras de valor corporativo, mas redutoras dos riscos de direção executiva; e) nepotismo e outras formas de proteção conflitantes com os interesses corporativos; f) acesso assimétrico a informações; g)

gestão de resultados focada no curto prazo; e g) descompromisso com a perpetuação da empresa.

Os custos incorridos pelos acionistas para alinhar os interesses dos gestores, segundo Jensen e Meckling (1976, p. 308), se caracterizam como a soma de:

1. Custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
2. Gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;
3. Gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo;
4. Perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

A existência do não alinhamento de interesses entre os atores econômicos, essencialmente entre gestores e acionistas e os custos decorrentes desse fato, instiga a busca de modelos de governança mais eficazes que mitiguem no longo prazo os conflitos de agência.

2.2.5. Assimetria de Direitos

O problema de agência não ocorre apenas entre proprietários e gestores, mas também entre acionistas minoritários e acionistas majoritários, essencialmente devido aos direitos assimétricos. A assimetria de direitos entre acionistas resulta da existência de mais de uma classe de votos ou do uso discricionário do poder exercido pelos majoritários em detrimento dos interesses dos minoritários (ANDRADE e ROSSETTI, 2004, p. 107). Na verdade, como será discorrido adiante,

esse é o principal conflito de agência existente na maioria dos países, inclusive no Brasil.

A origem dessa assimetria é a existência de mais de uma classe de votos com direitos diferenciados, por exemplo, ações com e sem direito a voto, conferindo aos acionistas sem direito a voto benefícios que não são compensáveis se comparados aos impedimentos de uma atuação mais efetiva em assembleias, em órgãos executivos e de aconselhamento.

Andrade e Rossetti (2004, p.108) afirmam que a condição de emissão de dois tipos de ações confere aos acionistas com direito a voto, o controle das empresas com uma participação inferior a 50% do capital total. No caso hipotético de o capital de uma empresa ser constituído de 80% de ações com direito a voto e 20% sem direito a voto, os acionistas que detêm o controle podem exercê-lo com uma participação de 40,8% do capital total, ou seja, com 51% de 80%. No caso de a legislação permitir que o capital seja constituído por um terço de ações com direito a voto e dois terços sem direito a voto, o controle da companhia poderá ser exercido com apenas 17%, isto é, 51% de 33,3%.

A existência de assimetria de direitos permite que os acionistas controladores definam estratégias e diretrizes para a corporação que beneficiem interesses próprios, contrariando os direitos dos demais acionistas, alijados do controle da firma. A gestão do grupo dominante pode levar a diferentes formas de expropriação, podendo ser destacados os seguintes, na concepção de Andrade e Rossetti (2004, p.108):

1. Sobreposição do controle e da gestão, com objetivos de privilegiar interesses próprios;

2. Pagamentos excessivos de salários ou de outros benefícios, diretos e indiretos, aos controladores dirigentes;
3. Autoneomeações ou nepotismo para cargos nos conselhos e outros órgãos corporativos, desconsiderando-se qualificações e méritos requeridos;
4. Transações a preços privilegiados (altos para aquisições e baixos para vendas) com outras empresas pertencentes ao grupo controlador;
5. Uso fechado de informações privilegiadas;
6. Acesso a empréstimos tomados da corporação, em condições privilegiadas;
7. Acesso a benefícios em transações pessoais com uso do alto poder de barganha ou do prestígio da corporação no ambiente de negócios.

Quando essas práticas são percebidas pelo mercado como formas generalizadas de constituição das organizações pode ocorrer um desestímulo do desenvolvimento do mercado de capitais, e, conseqüentemente, do crescimento da economia como um todo.

Por outro lado, Shleifer e Vishny (1986) *apud* Andrade e Rossetti (2004, p.109) apontam que também existem benefícios da concentração do poder por acionistas controladores. Os benefícios estão relacionados a: a) à orientação da gestão para a maximização da riqueza dos acionistas; b) à redução de conflitos e de custos de agência; c) ao alto potencial de alinhamento das decisões estratégicas; d) ao maior equilíbrio das decisões entre o curto e o longo prazo; e d) à maior probabilidade de sobrevivência da empresa, pois nesta relação inexistente a delegação de poder a executivos na condução dos negócios.

2.3. Governança Corporativa: Definições, Mecanismos e Modelos

Diante da perspectiva da teoria da agência uma definição mais próxima é proposta por Shleifer e Vishny (1997, p.737): “governança corporativa lida com as maneiras pelas quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre o seu investimento”. De forma detalhada, os mesmos autores colocam a governança corporativa como o “conjunto de restrições que os gestores aplicam sobre si próprios, ou que os investidores aplicam sobre os gestores, de forma a reduzir a alocação errada de recursos *ex post* e a induzir os investidores a fornecerem mais recursos *ex ante*”.

Nessa direção, La Porta *et al* (2000, p.3) definem que “governança corporativa é o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos (gestores e acionistas controladores)”. Uma visão mais abrangente de governança corporativa é dada por Andrade e Rossetti (2004, p.25), definindo-a como “um conjunto de valores, princípios, propósitos, papéis, regras e processos que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das empresas” abrangendo como um dos tópicos a maximização da riqueza dos acionistas, minimizando oportunismos conflitantes com esse fim, inclusive com a redução do conflito de agência existente entre acionistas minoritários e majoritários.

2.3.1. Mecanismos de Governança Corporativa

Considerando a existência dos conflitos e custos de agência e dos direitos assimétricos, coloca-se a necessidade de se estabelecerem mecanismos de controle para que o processo de governança institua-se de forma a harmonizar os interesses

das partes envolvidas com as operações da empresa. A Figura 1 expressa essas inter-relações culminando com a apresentação de duas categorias de mecanismos de governança corporativa: mecanismos externos e mecanismos internos.

De acordo com Silveira (2002, p.14), os principais mecanismos no ambiente externo às corporações são: 1) mercado de aquisição hostil; 2) mercado de trabalho competitivo; e 3) padrões contábeis exigidos¹.

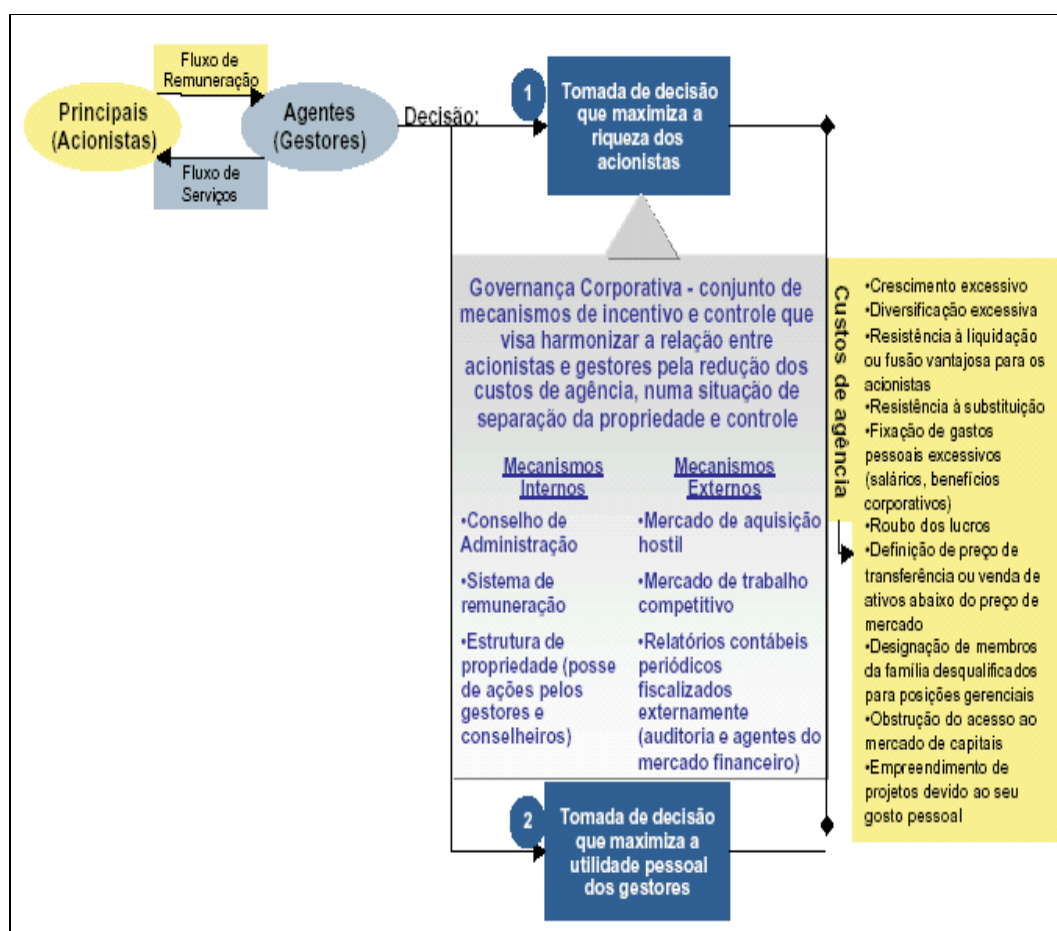


Figura 1: Governança Corporativa e Mecanismos de Controle

Fonte: Silveira (2002, p.14).

¹ Andrade e Rossetti (2004, p.114) citam ainda o ambiente legal e regulatório, controle pelo mercado de capitais, ativismo de investidores institucionais e ativismo de acionistas.

Internamente, os principais mecanismos de controle, segundo Silveira (2002, p.14) são: 1) conselho de administração; 2) sistema de remuneração dos executivos; e 3) estrutura de propriedade².

Mecanismos Externos

Na hipótese de ocorrerem “deságios” acentuados devido à má qualidade da governança corporativa, a empresa pode estar temporariamente subavaliada e propensa para que investidores adquiram grandes lotes de ações com direito a voto e assumam o controle da companhia.

Segundo Hitt, Hoskisson e Ireland (2002, p.425):

o mercado para controle corporativo é um mecanismo externo de governança que se torna ativo quando os controles internos de uma firma fracassam. **O mercado para controle corporativo** é composto de indivíduos e empresas que compram posições de propriedade (ou assumem o controle – *takeover*) em corporações potencialmente subvalorizadas, a fim de poderem formar novas divisões em companhias diversificadas estabelecidas ou fundir duas firmas anteriormente separadas. Uma vez que se presume que ela seja parcialmente responsável pela formulação e implementação da estratégia que levou ao mau desempenho, geralmente essa equipe é substituída. Dessa forma, quando opera eficientemente, o mercado para controle corporativo garante que gerentes que sejam ineficientes ou que ajam de maneira oportunista sejam responsabilizados.

Andrade e Rossetti (2004, p.118) salientam que esse mecanismo é uma das mais radicais e espetaculares forças de controle para disciplinar e substituir gestores ineficazes, ou que estejam, “pela prática das mais diversas formas de expropriação e de custos de agência, contrariando o interesse dos acionistas”.

² Andrade e Rossetti (2004, p.114) ainda citam o monitoramento compartilhado e estruturas multidivisionais de negócios.

Em relação ao mercado competitivo duas podem ser as forças: 1) mercado de atuação da empresa; e 2) mercado de trabalho dos altos executivos. De acordo com Okimura (2003, p.22), empresas que não competem eficientemente – ou seja, produzindo ou fornecendo os produtos que os clientes desejam a um preço competitivo e com baixos custos – não sobreviveram por muito tempo, tendendo a ser menos valorizadas. O menor valor de mercado reflete assim a incompetência dos controladores e gestores com crescimento inferior ao do setor de atuação da empresa, perda de participação, preferência de clientes e consumidores pelos produtos concorrentes etc. Fechando o círculo, isso abre espaço para *takeovers* ou para outras forças de controle, tanto externas como internas (ANDRADE e ROSSETTI, 2004, p. 122).

Na mesma medida, a competitividade no mercado de trabalho dos executivos pressiona para que eles busquem a maximização do valor de mercado da empresa com modelos de gestão eficazes, com prejuízo de perda de cargo caso esses sejam ineficientes. Sabendo que seu mercado de trabalho é competitivo, a possibilidade de perda do cargo faz com que os executivos, em tese, ajam de forma eficiente.

O terceiro mecanismo de controle externo é a exigência de padrões contábeis rigorosos na preparação das demonstrações da situação econômica das empresas e dos resultados de suas operações. Segundo Quinteiro (2004, p.1), a evidenciação de informações contábeis relevantes “reduz a assimetria de informações no mercado e, conseqüentemente, o risco de os investidores cometerem erros em suas decisões, aumentando a atração do mercado de capitais”. Dantas, Zendersky e Niyama (2004, p.1) acrescentam que um maior nível de evidenciação contábil aumenta a confiança dos investidores contribuindo para o aumento da liquidez das ações e a redução do custo de capital. Dessa forma, em ambientes em que os

padrões contábeis exigidos são mais rigorosos, esse mecanismo tende a reduzir a assimetria de informações entre os investidores e, assim a reduzir o custo de agência (monitoramento).

Mecanismos Internos

Praticamente todos os modelos de governança corporativa atribuem grande importância aos conselhos de administração como mecanismo interno de controle, tanto que não é possível dissociar as expressões *governança corporativa* e *conselho de administração* (ANDRADE e ROSSETTI, 2004, p. 127). A constituição de conselhos com funcionamento periódico, regular e formal, tende a contribuir para um monitoramento eficaz – redutor em níveis inferiores aos dos conflitos e custos de agência, e maximizador, no longo prazo, da riqueza e do retorno gerados pela corporação.

De acordo com Okimura (2003, p.23), duas características dos conselhos parecem ser mais importantes: o tamanho e a independência. Relativamente ao tamanho, apesar de as soluções encontradas na realidade do mundo corporativo serem bem variadas e parecerem fortemente relacionadas às questões culturais, as evidências apontam para conselhos menores, assim como os encontrados nas empresas americanas (OKIMURA, 2003, p. 13). Silveira (2002) conduz uma pesquisa com dados brasileiros e aponta para conselhos menores, destacando o papel dos presidentes dos conselhos e um tamanho ótimo de composição de membros.

A recomendação de determinado número de conselheiros independentes justifica-se, pois esses podem desempenhar suas funções sem influências da

administração da companhia ou de grupos específicos de acionistas, especialmente controladores. De acordo com Dutra e Saito (2001, p.1), “a idéia básica é a de que estes profissionais teriam uma visão mais crítica e objetiva da atuação dos diretores (executivos), no interesse do conjunto de acionistas da companhia”. Em pesquisa empreendida considerando a realidade brasileira, Dutra e Saito (2001) indicam que os conselhos são amplamente dominados por representantes dos acionistas controladores, e que há indícios de uma baixa utilização dos mecanismos de voto à disposição dos minoritários.

O sistema de remuneração como mecanismo de governança corporativa parte da hipótese de que um gestor tende a arriscar menos a perda de um emprego quanto maior for a sua remuneração proveniente dela, sendo que arriscar menos o emprego significaria agir segundo os interesses dos gestores. Andrade e Rossetti (2004, p. 133) citam algumas regras básicas para um melhor equacionamento da remuneração dos executivos:

1. Criação de um comitê de remuneração (constituído por membros independentes do conselho de administração);
2. Vinculação do modelo de remuneração ao desempenho da empresa no curto e no longo prazo cujas principais formas de remuneração seriam: a) bonificações com base no desempenho financeiro da empresa, apurado nos balanços anuais; e b) *stock-options* – opções de compra de ações a um preço predefinido. Oliveira, Basso e Nakamura (2004) atestam a eficácia dessas formas de remunerações concluindo que esse mecanismo é capaz de combinar interesses conflitantes para o desenvolvimento de estratégias criativas e criação de riqueza;

3. Balanceamento de relações custos/benefícios de agência sob duas perspectivas, a dos acionistas e a dos administradores; e
4. Relação com padrões de mercado.

Dessa forma, conclui-se que o monitoramento via modelos de remuneração dos executivos atrelado ao conselho de administração deve exercer sobre a gestão uma das mais importantes pressões na busca da maximização da riqueza dos acionistas.

Uma vez que o mecanismo de estrutura de propriedade constitui o delineamento principal da presente pesquisa, será discutido na seção 2.4.

2.3.2. Modelos de Governança Corporativa

O modelo de governança de um país possui uma trajetória histórica particular. De acordo com Oliveira (2000, p.20), os sistemas de governança foram desenvolvidos com base nas particularidades culturais, econômicas e históricas de cada país. Outro aspecto a ser salientado, e também discutido por Silveira (2002, p. 18), é que os sistemas de governança corporativa adotados pelas empresas dependem, em grande parte, do ambiente institucional em que estão inseridas. O Estado, através da definição dos sistemas financeiro e legal, modela a formação do mercado de capitais local e do grau de proteção aos investidores, influenciando o modelo de governança das empresas.

A presente seção busca resgatar de forma sucinta as características principais do modelo anglo-saxão, nipo-germânico e brasileiro cuja síntese dos modelos de governança é demonstrada no Quadro 2.

	Anglo-Saxão	Alemão	Japonês	Brasileiro
Tipo de Sistema	Controle Externo	Controle Interno	Controle Interno	Controle Interno
Forma de Alavancagem de Recursos	<i>Equity</i>	<i>Debt</i>	<i>Debt</i>	<i>Debt</i>
Foco da Governança	Mercado de Capitais	Corporações	Rede de Transações	Família
Controle Acionário	Disperso	Concentrado (Bancos)	Concentrado (<i>Keiretsu</i>)	Concentrado (Família)
Propriedade e Gestão	Separação	Sobreposição	Sobreposição	Sobreposição
Dissociação entre Direito de Votos e Fluxo de Caixa	Baixa	Muito Freqüente (Participações Acionárias Cruzadas)	Muito Freqüente (Participações Acionárias Cruzadas)	Muito Freqüente (Pirâmide e Classes Distintas de Ações)
Conflito Típico	Agência	Expropriação	Expropriação	Expropriação
Liquidez do Mercado de Capitais	Alta	Baixa	Baixa	Baixa
Freqüência da Negociação dos Direitos de Propriedade e Controle	Alta	Baixa	Baixa	Baixa
Leis de Proteção aos Acionistas Minoritários	Fortes	Fracas	Fracas	Fracas

Quadro 2: Características dos Modelos de Governança Corporativa

Fonte: De Paula (2003) com adaptações.

Como conseqüência da dispersão da propriedade das ações, o sistema de governança corporativa anglo-saxão é baseado numa estrutura de propriedade diluída e na baixa incidência de participação acionária cruzada³. Nesse tipo de arranjo acionário as empresas possuem cada uma participação na outra, ocorrendo a separação entre os direitos do fluxo de caixa e do capital votante (RABELO e COUTINHO, 2001; SILVEIRA, 2002; DE PAULA, 2003).

A ênfase desse sistema é a forte negociação das ações e a restrição do controle das mesmas por um único grande acionista. O modelo anglo-saxão, então, é caracterizado como um sistema de controle externo, cuja possibilidade de *take-over* hostil (tomada do controle por um grupo de acionistas com a substituição da

³ A Lei das Sociedades Anônimas no Brasil (6.404 de 1976) proíbe expressamente esse tipo de arranjo.

alta administração) acaba exercendo uma pressão externa sobre o desempenho dos administradores.

De acordo com Lethbridge (1997, p.3), nos EUA, os cinco maiores investidores detêm, em média, menos de 10% do capital de uma empresa. Observa-se a separação entre a propriedade e a gestão da empresa. Como resultado, os acionistas possuem pouco incentivo ou capacidade para afetar as políticas corporativas definidas pelos gestores, resultando em uma situação em que os executivos têm mais poder do que os proprietários (conflito de agência).

Assim, o sistema nos EUA e no Reino Unido tem como princípio a forte proteção aos acionistas minoritários, tendo como âncora de apoio a atuação dos investidores institucionais, principalmente os fundos de pensão, cujo ativismo tornou-se sinônimo do termo de governança corporativa no país (SILVEIRA, 2002, p.19). O mercado de capitais nesses países, por apresentar um maior desenvolvimento, garante a liquidez das participações acionárias diminuindo o risco das ações. Através da variação no preço das ações, o mercado sinaliza a aprovação em relação às administrações.

Na Alemanha, a estrutura patrimonial é bem mais concentrada do que nos Estados Unidos e Reino Unido. De acordo com De Paula (2003, p.22), a participação dos três maiores acionistas nas dez maiores empresas não-financeiras de capital privado na Alemanha era de 50% em 2002, contra 15% no Reino Unido e 12% nos Estados Unidos. O modelo alemão é baseado no controle interno e na pressão exercida pelos bancos sobre os gerentes. Os bancos e os grandes investidores cumprem papéis centrais, controlando uma substancial participação das empresas listadas em Bolsa de Valores.

O mercado de capitais na Alemanha é menos desenvolvido do que nos EUA e no Reino Unido. Assim a principal forma de alavancagem de recursos é via crédito bancário de longo prazo, estabelecendo-se uma relação duradoura entre as empresas e as instituições financeiras. A existência de estruturas piramidais e de propriedade cruzada normalmente existe em larga escala, levando muitas vezes os grandes acionistas a votarem em nome dos acionistas minoritários. O arranjo de pirâmides requer mais de uma firma para separação entre fluxos de caixa e controle, por exemplo: numa pirâmide de dois níveis um indivíduo possui metade das ações de uma *holding* (Empresa A), que possui metade das ações de outra *holding* (Empresa B) de segundo nível, que por sua vez possui metade das ações da firma a ser controlada (Empresa C). Nesse arranjo o indivíduo controla a Empresa C com apenas 12,5% de seu capital.

Como resultado do poder dos grandes acionistas nos sistemas de controle interno, apenas uma pequena parte das ações são negociadas no mercado de capitais, limitando sua liquidez.

De Paula (2003, p.23) assinala que o conflito básico verificado em termos de governança corporativa é a expropriação e que, como consequência do substancial poder dos grandes acionistas, tem-se uma fraca legislação de proteção aos acionistas minoritários.

O modelo de governança japonês se assemelha bastante ao modelo alemão, denominado por alguns autores de modelo nipo-germânico (LETHBRIDGE, 1997). No Japão a concentração da propriedade também é alta, assim como é baixa a liquidez no mercado de capitais. Tal qual na Alemanha, os bancos no Japão possuem um importante papel no financiamento e no monitoramento das grandes

empresas, retratando sistemas de controle interno no qual a alavancagem principal reside no crédito bancário.

Segundo De Paula (2003, p.24), em março de 2000 as instituições financeiras controlavam 39,1% do valor de capitalização das companhias listadas na Bolsa de Valores de Tóquio. A relação com os bancos no Japão acaba sendo interna aos grandes conglomerados japoneses, usualmente denominados de *keiretsu*. Apesar das semelhanças apresentadas pelos sistemas de governança corporativa do Japão e da Alemanha, De Paula (2003, p.24) assinala algumas diferenças. Segundo o autor, no Japão o *stakeholder* principal não é o acionista ou o grupo controlador, uma vez que a rede de negócios teria uma importância maior. O modelo japonês prioriza grandemente as participações acionárias cruzadas - apresentando as empresas listadas em bolsas, extensas interligações patrimoniais, com bancos, seguradoras, fornecedores, clientes e firmas afiliadas.

De Paula (2003) enfatiza algumas características centrais do modelo brasileiro de governança corporativa: a) a propriedade acionária é bastante concentrada nas mãos de famílias; b) é freqüente a utilização de pirâmides; c) a legislação relativa à proteção dos acionistas minoritários é fraca; d) em face dessas características institucionais, os benefícios privados de controle são altos e os acionistas minoritários são usualmente expropriados; e) o mercado de capitais é pouco desenvolvido.

Acrescentando a análise comparativa entre os modelos de governança corporativa, La Porta *et al.* (1998) sugerem que a comparação dos sistemas de governança deve ser feita tomando-se por base a origem das leis do mercado em estudo, como apresentado no Quadro 3.

	Proteção dos Acionistas	Proteção dos Credores	Enforcement
Forte Proteção	Direito Comum	Direito Comum	Direito Civil Escandinavo
Intermediário	Direito Civil Escandinavo	Direito Civil Alemão	Direito Civil Alemão
Intermediário	Direito Civil Alemão	Direito Civil Escandinavo	Direito Comum
Fraca Proteção	Direito Civil Francês	Direito Civil Francês	Direito Civil Francês

Quadro 3: Classificação da Proteção Legal dos Investidores de Acordo com a Origem das Leis

Fonte: Okimura (2003, p.27)

O ponto essencial consiste em que a proteção legal aos investidores determinaria os diferentes modelos de governança existentes nos diferentes países e que seria um fator determinante para o desenvolvimento do mercado de capitais e de seus agentes – influenciando dessa forma a estrutura de financiamento das corporações. No modelo anglo-saxão, cujo ambiente legal tem origem no Direito Comum, existe melhor proteção legal para os investidores sendo o mercado de capitais mais desenvolvido. Em países de ambiente legal com origem no Direito Civil Francês, como no caso do Brasil, existem piores proteções aos investidores e conseqüentemente, os mercados de capitais tornam-se menos desenvolvidos.

Nessa abordagem, conhecida como abordagem legal, as estruturas e os mecanismos de governança corporativa comportam-se como uma reação ao ambiente em que se encontram, sob a perspectiva da proteção legal. A concentração/dispersão da propriedade e predominância de conflitos entre gestores *versus* acionistas e minoritários *versus* controladores seria decorrente do nível de proteção legal existente no ambiente da empresa. Na verdade, Andrade e Rossetti (2004) colocam o ambiente legal e regulatório como um dos principais mecanismos de governança corporativa.

Como exposto, cada país possui seu próprio modelo de governança corporativa que depende de suas particularidades históricas, culturais, legais e da forma em que o desenvolvimento econômico foi constituído. Entretanto, na atualidade existem fortes pressões para que os sistemas de governança corporativa da Alemanha e do Japão venham a se aproximar do modelo anglo-saxão, o que pode ser estendido a praticamente todos os países.

Segundo De Paula (2003, p.27), existem algumas evidências que comprovam a possível convergência. Na Alemanha, considerando o período de 1997-2000, a concentração de propriedade diminuiu e as participações acionárias cruzadas começaram a ser desfeitas, reduzindo o peso das instituições financeiras como acionistas. No Japão, a participação dos acionistas estrangeiros aumentou de 4,7% em 1990 para 14,1% em 1999. Ademais, observou-se uma diminuição do uso de participações acionárias cruzadas.

No Brasil, vários esforços como: 1) instituição da Lei 10.303 em 2001 buscando uma reforma da Lei das Sociedades Anônimas cujo objetivo essencial era uma maior proteção aos acionistas minoritários; 2) códigos de melhores práticas de governança editados por agentes importantes do mercado de capitais, tais como: códigos de boas práticas de governança corporativa do IBGC, ANBID e do fundo de pensão PREVI do Banco do Brasil, além das recomendações da CVM sobre governança corporativa; e 3) instituição pela Bovespa, no final de 2000, do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, têm sido empreendidos com vistas a melhorar as práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas, essencialmente baseadas nas práticas americanas.

Outros dois fatores relevantes vêm motivando alterações no modelo de governança corporativa em vários países: o primeiro diz respeito à integração econômica que requer uma harmonização de procedimentos entre os países. O segundo e principal fator é a decorrente relevância econômica dos investidores institucionais. Tais investidores exigem, além da flexibilidade financeira dada pela desregulamentação dos mercados nacionais, “boas práticas de governança” ditadas por maior proteção aos investidores minoritários. A adoção de um melhor sistema de governança corporativa avalia melhor as empresas perante os mercados financeiros e diminui o risco dos agentes investidores.

2.4. Estrutura de Propriedade

Demsetz e Lehn (1985), ao discorrerem sobre o tema estrutura de propriedade, categorizam em causas e conseqüências o grau de concentração acionário.

As causas relacionam-se aos fatores que determinam o grau de concentração, como instabilidade do mercado, regulação do setor de atuação, tamanho da empresa e estrutura de capital. Já as conseqüências do grau de concentração estão associadas aos custos e benefícios para o desempenho e valor das empresas.

2.4.1. Causas do Grau de Concentração⁴

Várias pesquisas a partir dos anos 80 (DEMSETZ e LEHN, 1985; PEDERSEN e THOMSEN, 1997; SIQUEIRA, 1998) considerando companhias européias, norte-americanas, asiáticas e brasileiras, têm testado as hipóteses de que forças, como o grau de regulação dos setores, o tamanho da firma, a instabilidade dos mercados de atuação, a estrutura de capital da empresa e o tipo de acionista controlador exercem papel relevante sobre o grau de concentração da propriedade.

Regulação do Mercado

Demsetz e Lehn (1985) argumentam que a definição de regras de atuação das empresas pode estimular a redução da concentração da propriedade devido à redução de incertezas. Este efeito pode até mesmo minimizar o conflito de interesses entre administradores e controladores ampliando a autonomia de monitoramento dos primeiros. Ademais, a estrutura de propriedade de companhias de mercado regulado sofre influência também da elevada participação do Estado como acionista majoritário.

Uma regulação marcante do setor de atuação da empresa restringe as opções de investimentos por parte dos acionistas, além do fato de esses setores já sofrerem certo monitoramento por parte dos agentes de mercado, efeitos que combinados, incentivam a redução da concentração de propriedade nessas empresas.

Tamanho da Firma

⁴ Nessa seção preocupou-se em apresentar os fundamentos teóricos sobre o que determina a concentração de propriedade. As evidências empíricas são resumidas na definição operacional das variáveis na seção 3.2.

De acordo com Siqueira (1998, p.4), as companhias de grande porte podem ser associadas com elevados custos de capital e com alto risco de manutenção do grau de concentração do controle acionário – em função da aversão ao risco, as grandes empresas tenderiam a apresentar uma baixa concentração da propriedade.

Demsetz e Lehn (1985, p.1158) argumentam que o tamanho das empresas varia dentro do setor e entre os vários setores, de forma que quanto maior o tamanho da empresa, dependendo assim de sua posição e competitividade em seu mercado, maior a disponibilidade de recursos e maior o valor de mercado de uma parcela de sua propriedade. De acordo com Okimura (2003, p.34), isso influenciaria a concentração de propriedade de forma inversa, visto que quanto maior o valor de mercado e maior o valor absoluto da empresa, menor a probabilidade e a possibilidade de uma parcela maior da propriedade serem detidas por um acionista controlador.

Instabilidade do Mercado

A instabilidade do mercado exerce influência sobre a concentração da propriedade em função do conflito de interesses entre administradores e proprietários (SIQUEIRA, 1998, p.4). Dessa forma, o conflito de interesses seria menor ou maior dependendo da instabilidade dos mercados. A redução do grau de instabilidade do mercado (associada com mudanças de preços, tecnologia e *market-share*) provoca a redução da concentração da propriedade, podendo, inclusive, aumentar a liberdade de monitoramento dos gestores.

Segundo Siqueira (1998, p.4),

(...) a forma de mensuração desse efeito (...) pode ser alguma medida de instabilidade do desempenho econômico-financeiro das empresas, tal como

um indicador de rentabilidade. Uma elevada variação da rentabilidade durante um certo período poderia proporcionar o aumento do conflito entre administradores e proprietários e provocar, por conseguinte, uma mudança na estrutura da propriedade (...) o grau de concentração da propriedade tende a ser elevado em mercados com elevada instabilidade, com os controladores mantendo-se, inclusive, à frente dos negócios.

Estrutura de Capital

A estrutura de capital afeta negativamente ou positivamente a concentração de propriedade. A hipótese de Pedersen e Thomsen (1997) é que o aumento da relação (patrimônio líquido/ativo total), ou de outra forma, o aumento do capital próprio investido na empresa seja acompanhado pela redução da concentração da propriedade das empresas, devido principalmente ao objetivo de compartilhar os riscos dos acionistas controladores. Siqueira (1998, p.11) apresenta que a estrutura de capital das empresas pode ter “(...) efeito positivo sobre a concentração da propriedade, indicando que, quanto maiores os investimentos específicos em plantas de grandes escalas, maior deverá ser a concentração do controle acionário”.

Tipo do Acionista Controlador

A literatura apresenta uma classificação com cinco tipos de acionistas controladores como sendo os mais relevantes: 1) o indivíduo ou família; 2) o investidor institucional (fundos de pensão); 3) a instituição financeira (bancos, seguradoras etc); 4) o governo; e 5) os grupos de investidores (*holdings* corporativas, empresas que detêm participações em outras empresas nacionais ou estrangeiras etc). A explicação para tal classificação se baseia no fato de que os efeitos do acionista controlador no desempenho das empresas podem variar de acordo com o tipo de controlador.

“As empresas controladas por outras empresas estrangeiras normalmente apresentam vantagens tecnológicas no negócio e vantagens provenientes de sua ligação com a matriz no exterior, como fluxo de caixa, garantias e relações comerciais e bancárias” (OKIMURA, 2003, p.31).

Em outra medida, o aspecto de o controlador ser estrangeiro e a sede ser em outro país leva a uma maior dificuldade de monitoramento da administração, em hipótese. Empresas em outros países, como nos EUA e Reino Unido, possuem propriedade mais dispersa e assim, tendem a ser dispersas nos países em que investem.

La Porta *et al* (1999) argumentam que o controle familiar muitas vezes faz com que os interesses da família sejam colocados acima dos interesses de todos os outros acionistas devido ao poder de voto predominante e envolvimento com a administração. Tal condição leva à implementação de políticas e projetos que beneficiem a si próprios em detrimento do desempenho corporativo. Por outro lado, a presença de uma família controladora leva a um melhor monitoramento da administração, reduzindo o custo de agência associado à segregação entre propriedade e controle.

Segundo OKIMURA (2003), as instituições financeiras tendem a preferir a liquidez de suas carteiras, tomando uma parcela menor no controle e monitoramento da administração, desfavorecendo assim uma rigidez no controle das operações das empresas. O governo como controlador desempenha um papel muitas vezes político com objetivos pouco claros e indefinidos.

2.4.2. Conseqüências da Concentração de Propriedade

Custos associados ao grau de concentração

A existência de acionistas controladores pode ter efeito deletério para uma empresa devido à possibilidade de os interesses dos acionistas controladores não estarem alinhados com os interesses dos demais acionistas (SHLEIFER e VISHNY, 1997). Ademais, a concentração de direito sobre os fluxos de caixa abre caminho, além da condução de interesses próprios dentro da empresa, como nomeação e destituição dos gestores, para a impossibilidade da empresa sobre aquisição hostil.

Os acionistas controladores podem expropriar a riqueza dos outros acionistas de várias formas: 1) pagamentos de salários excessivos para si; 2) autonegação em cargos executivos privilegiados e posições no conselho para si ou familiares e parentes (nepotismo); 3) pagamentos ou recebimentos de preços de transferências altos para empresas de que são proprietários; 4) transferência de ações com deságio ou o ato de *insider trading*; 5) utilização de ativos da empresa como garantia de transações pessoais ou tomada de empréstimos de fundos da empresa com vantagens comerciais; 6) propensão à prática de sub-investimento, pois se os investimentos não forem recuperados, os custos serão divididos em partes iguais com todos os acionistas⁵ (JENSEN e MECKLING, 1976); e 7) alocação de recursos em projetos de investimentos que reduzem seus riscos e não a maximização de riqueza da empresa.

De acordo com Andrade e Rossetti (2004, p.126), os benefícios privados do controle podem levar investidores a se assegurarem de retornos através de

⁵ Os acionistas com maiores participações no capital terão maiores prejuízos absolutos.

mecanismos que lhes confirmam o controle corporativo. Segundo os autores, os mais comuns são:

1. Emissões de ações com direitos de voto limitados (ações preferenciais);
2. Propriedade cruzada de ações de duas ou mais empresas, dificultando a perda de controle;
3. Estrutura piramidal através de *holdings* que, por sua vez, detêm a propriedade de empresas-alvo, objeto de controle.

O lançamento de ações com direitos diferenciados quanto ao voto é um mecanismo simples de separação de controle de fluxos de caixa, que não depende da criação de múltiplas firmas. Tal arranjo é bastante comum no Brasil (VALADARES e LEAL, 2000) dado o fato de as ações preferenciais no país normalmente não possuírem direito a voto, somado às características da legislação brasileira, que permite o lançamento de até dois terços desse tipo de ação⁶. Assim, pode-se controlar uma empresa possuindo 16,67% (metade de um terço) do capital.

A propriedade cruzada de ações requer que as empresas possuam cada uma participação na outra, ocorrendo também a separação entre direitos dos fluxos de caixa e do capital votante. Nesse arranjo é possível para um acionista reter o controle da empresa com uma fração menor que 50%. É importante ressaltar que a Lei das Sociedades Anônimas no Brasil⁷ proíbe expressamente, em seu artigo 244, esse tipo de arranjo.

⁶ A Lei 6.404 de 1976 especifica que até dois terços das ações de uma companhia podem ser do tipo preferencial, ou seja, sem direito a voto. A Lei 10.303 promulgada em outubro de 2001 alterou, em seu artigo 15, parágrafo 2º o percentual máximo de ações preferenciais para 50% do total de ações. Entretanto as companhias abertas existentes na data da promulgação desta última lei puderam manter os percentuais de ações preferenciais (2/3), inclusive em novas emissões.

⁷ Lei 6.404 de 1976.

As estruturas piramidais requerem mais de uma empresa para a separação entre fluxos de caixa e controle. Numa pirâmide um indivíduo pode manter o controle com apenas 12,5% das ações.

Claessens *et al.* (2002) resumem os custos da concentração acionária como um efeito entrincheiramento⁸ quando da posse e da concentração de votos da empresa (Figura 2). No efeito entrincheiramento, o aumento da parcela de votos e de propriedade da empresa detida pelo controlador faz com que o mesmo esteja menos dependente e sujeito às decisões do conselho de administração e ao mercado de fusões e aquisições, permitindo a expropriação de riqueza para o benefício privado enquanto os custos seriam compartilhados entre todos os acionistas.

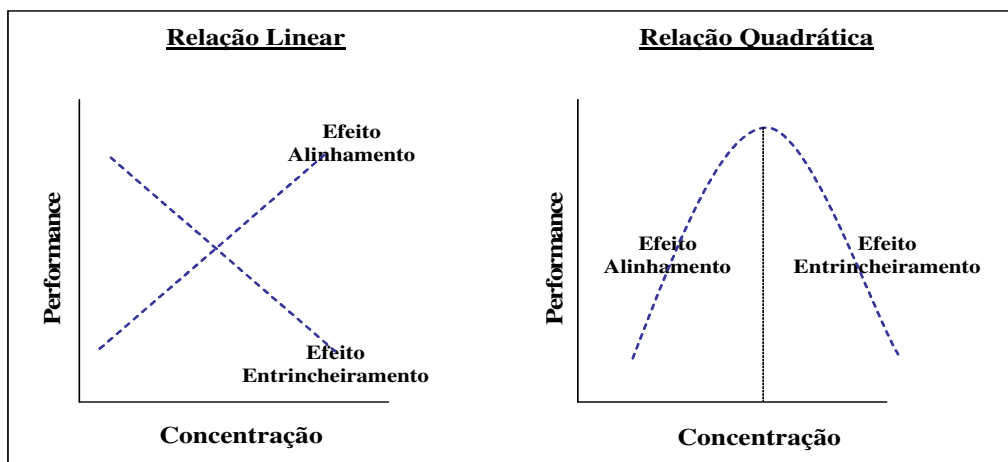


Figura 2: Efeitos Entrincheiramento e Alinhamento no Grau de Concentração Acionária.

Benefícios associados ao grau de concentração

As vantagens mais importantes relacionadas à concentração de propriedade estão ligadas à possibilidade de os proprietários monitorarem a administração com a

⁸ Tradução feita por Okimura (2003, p.32).

provável redução de conflitos e custos de agência. Hitt, Hoskisson e Ireland (2002, p.411) observam que:

em geral, a **propriedade difusa** (um grande número de acionistas com um número pequeno de ações (*holdings*) e poucos, se houver, acionistas portadores de grandes lotes) produz uma fraca monitoração das decisões administrativas. Entre outros problemas, a propriedade difusa torna difícil aos proprietários a coordenação de suas ações de forma eficiente. Um resultado da fraca monitoração poderia ser uma diversificação das linhas de produto da firma além do nível ótimo para os acionistas. Níveis mais elevados de monitoração poderiam encorajar os gerentes a evitar decisões estratégicas que não criam maior valor para os acionistas.

Okimura (2003, p.29) e Andrade e Rossetti (2004, p.126) salientam que existem evidências empíricas que mostraram que a presença de acionistas controladores aumenta a relação benefícios/custos do monitoramento, implicando soluções otimizadas para a questão dos conflitos de agência.

La Porta *et al.* (1998 e 1999) argumentam que a existência de acionistas controladores é uma tentativa de se minimizarem os conflitos de agência em países com baixa proteção legal e institucional dos investidores. O ponto principal da argumentação é que em ambientes de baixa proteção a única forma de equilibrar os interesses seria a existência de um acionista controlador, o que permitiria uma sinalização de comprometimento a investidores externos de que os acionistas controladores não desviariam os ativos da empresa.

Esta sinalização seria positiva para investidores externos devido ao fato de que a avaliação de preços de ações é baseada nas expectativas de expropriação *ex-post* pelos acionistas controladores. Se os acionistas controladores expropriam o fluxo de caixa da empresa, os investidores externos irão apreçar as ações com um prêmio de desconto e conseqüentemente os acionistas controladores terão suas ações com valor destruído (OKIMURA, 2003, p.29).

Claessens *et al.* (2002) resumem os benefícios da concentração acionária como um efeito alinhamento quando da posse e concentração de votos da empresa (Figura 2). No efeito alinhamento, à medida que a parcela de ações detida pelo controlador aumenta, aumentam os incentivos para monitoramento ao mesmo tempo em que aumentam os custos de expropriação. Nesse ponto, a posse de uma grande parcela das ações traz o comprometimento do controlador em não desvalorizar os papéis da empresa, pois reduziria substancialmente sua riqueza. Tal condição representa um alto custo comparável aos benefícios privados de expropriação dos minoritários.

A Figura 2 apresenta os efeitos alinhamento e entrincheiramento de acordo com as formas funcionais indicadas pela teoria. Na forma funcional linear, caso exista um efeito positivo entre estrutura de propriedade e desempenho e valor das empresas, há presença de alinhamento de interesses (efeito alinhamento); caso o efeito seja negativo, identifica-se presença de desalinhamento de interesses (efeito entrincheiramento). Na forma funcional quadrática os efeitos alinhamento e entrincheiramento podem ocorrer simultaneamente: existe alinhamento de interesses até o ponto máximo de inflexão da curva, a partir do qual a concentração acionária passa a ter um efeito negativo (efeito entrincheiramento).

2.4.3. Estrutura de Propriedade no Brasil

No Brasil a estrutura da propriedade acionária é predominantemente concentrada contribuindo sobremaneira para o principal conflito de agência existente no país ocorrido entre acionistas minoritários e acionistas majoritários.

Um levantamento feito com dados dos anos de 1990, 1995 e 1997 das 100 maiores empresas por receita operacional líquida, não-financeiras no Brasil, levando-se em consideração a classificação de propriedade de Thomsen e Pedersen (1995), conduz que a estrutura de propriedade é concentrada e nas mãos de famílias ou de multinacionais estrangeiras (SIFERT FILHO, 1998). Dado esse fato, a estrutura de propriedade apresenta-se como o principal e mais estudado mecanismo interno de governança corporativa no Brasil.

As grandes transformações que ocorreram na economia nacional – abertura econômica, privatizações e crescente participação dos investidores institucionais – implicaram mudanças mais na identidade dos controladores do que no grau de concentração (SIFERT FILHO, 1998).

O processo de privatização nos anos 1990 foi provavelmente o evento mais significativo para a governança corporativa no Brasil, desde o fim da fase de industrialização. O grande influxo de capitais para a economia brasileira entre 1992 e 1999 contou com a intensa participação dos investimentos diretos estrangeiros atraídos pelo processo de privatizações (RABELO e COUTINHO, 2001, p. 9). O resumo dos trabalhos que discutem esses temas é apresentado no Quadro 4.

Temas	Evidências Empíricas e Trabalhos que Abordam os Temas
Grau de Concentração	Siqueira (1998), Valadares e Leal (2000), Leal <i>et al.</i> (2000), Carvalhal-da-Silva (2002), Saito (2002), Okimura (2003), Leal e Saito (2003), Carvalhal-da-Silva (2004), Silveira <i>et al.</i> (2004), Okimura, Silveira e Rocha (2004), Silveira, Barros e Famá (2004), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005).
Identidade dos Controladores	Siffert Filho (1998), Siqueira (1998), Rabelo e Silveira (1999), Rabelo e Coutinho (2001), Okimura (2003), Leal e Saito (2003), Carvalhal-da-Silva (2004), Okimura, Silveira e Rocha (2004)
Controle Indireto	Leal <i>et al.</i> (2000), Valadares e Leal (2000), Rabelo e Coutinho (2001), Procianoy (2002), Carvalhal-da-Silva (2002), Leal e Saito (2003), Carvalhal-da-Silva (2004)

Quadro 4: Temas e Estudos Recentes sobre Estrutura de Propriedade⁹

Grau de Concentração

A Tabela 1 apresenta resultados de amostras significativas das empresas listadas na Bovespa para os anos de 1998 a 2002, segundo levantamento realizado por Okimura, Silveira e Rocha (2004)¹⁰. Os resultados de levantamentos com dados do início dos anos 90 e da virada do século não são significativamente diferentes quanto à presença de controladores majoritários (ANDRADE e ROSSETTI, 2004, p.315). Segundo Leal *et al.* (2000) e Carvalhal-da-Silva (2004) o controle das empresas é dominado em média pelos três maiores acionistas: tendo mantido, de acordo com Andrade e Rossetti (2004, p.315), uma participação superior a 80% do capital votante na maioria das grandes companhias.

⁹ Uma revisão bibliográfica de pesquisas anteriores a 1998 sobre o tema é dada por Leal e Saito (2003). Siffert Filho (1998) faz um resumo de evidências para o período 1990/1997.

¹⁰ Silveira (2002) aponta resultados semelhantes para o período 1998/2000 com dados da CVM.

Tabela 1: Grau de concentração das empresas brasileiras

Anos	Ações ordinárias do controlador (ou grupo de controle) em relação ao total das ações ordinárias emitidas	Ações ordinárias e preferenciais do controlador (ou grupo de controle) em relação ao total de emissões
1998	75,7%	52,0%
1999	75,5%	53,5%
2000	76,1%	54,0%
2001	77,3%	54,6%
2002	76,2%	54,6%
Média	76,1%	53,7%
Mediana	79,5%	51,5%
Desvio-Padrão	20,0%	24,6%

Fonte: Okimura, Silveira e Rocha (2004, p. 8) com adaptações.

De acordo com a Tabela 1, as ações ordinárias mantidas pelo controlador (ou grupo de controle) chegaram a 76,1% na média do período 1998/2002 em relação ao total das ações emitidas com direito a voto. Adicionando a essas ações as preferenciais de propriedade do grupo de controle, a relação com o total das emissões cai para 53,7% evidenciando assim, uma discrepância entre o direito à propriedade e ao fluxo de caixa da empresa. Observa-se ainda na Tabela 1 que a concentração, tanto das ações ordinárias em relação ao total de ações quanto das ações ordinárias mais as preferências em relação ao total de ações, aumentou levemente no período analisado.

Com os dados relativos ao ano de 2000, Carvalho-da-Silva (2004) evidenciou que 90,2% das empresas pesquisadas possuíam um acionista majoritário e apenas 9,8% apresentavam estruturas mais dispersas de propriedade, mas ainda assim com participação dominante do maior acionista (Tabela 2). Nas companhias com acionista majoritário, o maior acionista detinha 76% do capital votante; os três

maiores acionistas, 88%; os cinco maiores acionistas, 89%. Evidencia-se também na Tabela 2, o alto grau de concentração nas companhias sem acionista majoritário. Nessas, o maior acionista detinha 37%; os três maiores acionistas, 62% e os cinco maiores acionistas, 66%.

Tabela 2: Composição acionária direta das companhias brasileiras em 2000

Acionista	Companhias Com Acionista Majoritário (203)		Companhias Sem Acionista Majoritário (22)		Total da Amostra (225)	
	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total
Maior	76%	54%	37%	23%	72%	51%
Três Maiores	88%	65%	62%	41%	85%	62%
Cinco Maiores	89%	65%	66%	44%	87%	63%

Nota: Composição acionária direta média das 225 companhias brasileiras listadas na Bovespa. Uma companhia com um acionista majoritário é aquela na qual um acionista possui mais de 50% do capital votante. Número de empresas em cada grupo entre parênteses.

Fonte: Carvalhal-da-Silva (2004, p.353).

Identidade dos Controladores

Siffert Filho (1998) em estudo empreendido com as 100 maiores empresas não-financeiras no Brasil para o período 1990/1997, constatou: 1) redução em 45% do número de empresas estatais, devido ao processo de privatização; 2) crescimento significativo da forma de controle da propriedade minoritária dominante; 3) crescente participação de empresa com controle estrangeiro e relativa redução do controle familiar; e 4) as propriedades dispersas e cooperativas não eram e continuaram não sendo significativas enquanto tipos de estrutura de propriedade no Brasil. A Tabela 3 apresenta essas constatações e corrobora a conclusão do autor no que diz respeito à afirmação de que as transformações evidenciadas no período

contribuíram para uma relativa mudança no controle acionário segundo a tipologia estudada, embora a estrutura de propriedade continuasse concentrada.

Tabela 3: Propriedade das 100 maiores empresas não-financeiras no Brasil – 1990, 1995 e 1997 (percentual na participação da receita total das 100 maiores empresas)

	Propriedade Dispersa	Propriedade Dominante	Propriedade Familiar	Propriedade Estatal	Propriedade Estrangeira	Cooperativas
1990	0,4%	3,5%	22,6%	44,3%	26,9%	2,3%
1995	2,1%	7,9%	17,1%	32,8%	37,9%	2,1%
1997	1,8%	12,4%	16,5%	31,8%	37,2%	0,4%

Fonte: Siffert Filho (1998, p.13) com adaptações.

Mais recentemente, Okimura, Silveira e Rocha (2004) observam que a concentração possui uma característica dominante (Tabela 4): ao longo do período 1998/2002, os controladores individuais ou grupos familiares representavam, em média, quase metade (47,1%) das demais identidades de proprietários, seguidos por grupos privados estrangeiros (27,9%).

A participação dos Bancos ou das Instituições Financeiras (IF's) e dos Fundos de Pensão permaneceu relativamente pequena no período, observando-se dessa forma, uma assimetria entre as participações dos investidores institucionais, das instituições financeiras e da detenção do controle das empresas no mercado de ações. Embora os bancos e os fundos de pensão no período detivessem, respectivamente, mais de 50% e mais de 15% das aplicações totais no mercado acionário brasileiro, suas presenças como categorias controladoras, eram em média, de 0,6% e 5,8%, respectivamente (ANDRADE e ROSSETI, 2004, p.316)

Tabela 4: Proporção de controladores das empresas no Brasil segundo identidade dos controladores (% sobre o total)

	Privado Estrangeiro	Privado Nacional	Familiar ou Individual	Bancos ou IF's	Fundos de Pensão
1998	28,4	18,0	47,9	0,5	5,2
1999	29,5	17,9	46,8	0,5	5,3
2000	27,5	19,2	46,2	0,5	6,6
2001	26,9	18,7	46,8	0,6	7,0
2002	27,3	18,8	48,1	0,6	5,2
Média	27,9	18,5	47,1	0,6	5,8

Fonte: Okimura, Silveira e Rocha (2004, p.8) com adaptações.

Tabela 5: Participação acionária dos diversos grupos controladores em 2000

	Firmas		Participação Direta (%)		Participação Indireta (%)		
	Número	%	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total	
Amostra Total	225	100	72	51	66	38	
Firmas Com Acionista Controlador	Família	108	48	73	46	86	31
	Governo	16	7	75	57	77	51
	Estrangeiro	60	27	79	62	74	56
	Institucional	19	8	80	66	84	33
	Total	203	90	76	54	69	40
Firmas Sem Acionista Controlador	22	10	37	23	40	24	

Nota: As companhias que possuem um acionista controlador foram classificadas segundo a origem do capital (estrangeiro, estatal, familiar e institucional) e a composição acionária de cada uma foi analisada.

Fonte: Carvalho-da-Silva (2004, p.355).

Carvalho-da-Silva (2004) analisa ainda a composição acionária das companhias brasileiras por grupo de controladores. A Tabela 5 apresenta os resultados do autor confirmando outros levantamentos: as categorias dominantes de controladores são grupos familiares (48%) e estrangeiros (27%). De acordo com a

tabela, na média, os investidores institucionais possuem diretamente 80% do capital votante, enquanto os estrangeiros, o governo e as famílias possuem, respectivamente, 79%, 75% e 73%. Em relação ao capital total, os investidores institucionais, os estrangeiros, o governo e as famílias possuem, respectivamente, 66%, 62%, 57% e 46%.

Controle Indireto

Segundo Rabelo e Coutinho (2001, p.15), dois mecanismos reforçam o controle de grandes acionistas nas companhias brasileiras: o uso de pirâmides e a possibilidade de emissão de dois tipos de ações (preferenciais e ordinárias). Os autores afirmam ainda que o uso de pirâmides nas estruturas de propriedade torna possível o controle de algumas empresas mesmo com uma pequena parte de seu capital total. Além disso mostram que mais da metade das empresas no Brasil que têm famílias como acionista controlador usam pirâmides em suas estruturas de propriedade acionária.

Em relação à possibilidade de emissão de dois tipos de ações, Rabelo e Coutinho (2001, p.16) citam quatro casos: as famílias Setubal e Villela controlam o banco Itaú com somente 8,5% de seu capital total; a família Moreira Salles faz o mesmo com o Unibanco com 10,9% do capital total; a família Odebrecht usa estrutura de pirâmides, ações ordinárias e preferenciais para obter controle da Petroquímica Trikem com 10,7% de seu capital total; e a Gerdau S. A. é controlada com 8,3% do capital total pela família Gerdau. Os autores ponderam que é difícil dizer qual dos instrumentos – dois tipos de ações ou pirâmides – é mais importante para o controle corporativo no Brasil. O mais plausível seria dizer que as combinações dos dois instrumentos fornecem um método eficiente para os grandes

acionistas garantirem o controle corporativo com uma pequena porcentagem do capital total (RABELO e COUTINHO, 2001, p.15-16).

Entretanto, os resultados de Carvalhal-da-Silva (2004) apontam que a possibilidade da emissão de dois tipos de ações é mais importante do que a estrutura piramidal para os grandes acionistas garantirem o controle corporativo. A Tabela 2 mostra que, em empresas com um único acionista majoritário, este possui uma média de 76% dos votos, mas apenas 54% do capital total. Considerando a amostra inteira, os cinco maiores acionistas possuem 87% dos votos, mas apenas 63% do capital total. A Tabela 6 apresenta a estrutura indireta de controle e propriedade das empresas brasileiras em 2000 evidenciando que, no caso de empresas cujo maior acionista possui mais de 50% do capital votante diretamente, a propriedade indireta é mais diluída.

Na forma direta, o acionista majoritário possui, em média, 76% do capital votante e 54% do total [Tabela 2], enquanto indiretamente as participações são de, respectivamente, 69% e 40% [Tabela 6]. Por outro lado, essa redução na participação do maior acionista não ocorre em empresas em que não existe um acionista majoritário. Pelo contrário, os dados mostram um pequeno aumento no capital investido para esses casos. Na forma direta, o maior acionista possui, em média, 37% do capital votante e 23% do total [Tabela 2], enquanto indiretamente as participações são de, respectivamente, 40% e 24% [Tabela 6]. Esse fato pode indicar a utilização de estruturas piramidais para manter o controle com investimento reduzido na empresa (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004, p.354).

Dessa forma, conclui-se que a utilização de estrutura piramidal não parece ser um esforço para evitar a regra uma ação-um voto em empresas brasileiras. Apesar de a legislação nacional permitir que se tenha o controle direto da companhia com 17% do capital total direto¹¹, não é isso que a Tabela 6 mostra.

¹¹ Indiretamente, esse número poderia ser ainda menor.

Constata-se, então, que a participação indireta no capital total do acionista controlador, quando ele mantém o controle indiretamente, é em média de 40%, e de 24% quando ele não mantém o controle. A participação no capital votante também é bem mais alta que 50% na maioria dos casos, mesmo indiretamente.

Tabela 6: Composição acionária indireta das companhias brasileiras em 2000

Acionista	Companhias Com Acionista Majoritário (203)		Companhias Sem Acionista Majoritário (22)		Total da Amostra (225)	
	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total
Maior	69%	40%	40%	24%	66%	38%
Três Maiores	83%	51%	61%	39%	81%	50%
Cinco Maiores	85%	54%	64%	41%	83%	52%

Nota: Composição acionária indireta média das 225 companhias brasileiras listadas na Bovespa. Uma companhia com um acionista majoritário é aquela na qual um acionista possui mais de 50% do capital votante. Número de empresas em cada grupo entre parênteses.

Fonte: Carvalhal-da-Silva (2004, p.354) com adaptações.

A Tabela 7 mostra a presença de acordos de acionistas, estruturas de pirâmides e percentual de ações ordinárias no capital total da empresa por grupo controlador. Segundo Carvalhal-da-Silva (2004, p.354), esses três mecanismos estão intimamente ligados com a estrutura de propriedade e controle e com a possibilidade de expropriação de acionistas minoritários, “uma vez que podem aumentar a separação entre direito de voto e fluxo de caixa”. Evidencia-se na tabela que a maior parte das empresas (86%) possui estruturas piramidais, que tendem a ser menos utilizadas em empresas estatais (63%) e mais utilizadas em empresas familiares (91%) e estrangeiras (87%).

Tabela 7: Mecanismos de separação entre controle e propriedade no Brasil (%)

		Empresas com Acordos de Acionistas	Empresas com Pirâmides	Ações ON no Capital Total
Amostra Total		23	86	53
Firmas com Acionista Controlador	Família	27	91	49
	Governo	6	63	64
	Estrangeiro	28	87	56
	Institucional	21	79	51
	Total	23	86	53
Firmas Sem Acionista Controlador		27	82	59

Nota: As companhias que possuem um acionista controlador foram classificadas segundo a origem do capital (estrangeiro, estatal, familiar e institucional) e analisou-se a presença de três mecanismos de separação entre controle e propriedade: acordo de acionistas, pirâmides e percentual de ações ordinárias no capital total.

Fonte: Carvalhal-da-Silva (2004, p.355).

Conclui-se, de acordo com as evidências empíricas relatadas, que apesar de a abertura econômica e as privatizações ocorridas no Brasil na década de 90 terem mudado significativamente a identidade dos controladores, a propriedade manteve-se concentrada nas mãos de grupos familiares e estrangeiros, sendo dominadas em média pelos três maiores acionistas. Outro aspecto relevante da estrutura de propriedade refere-se ao fato de que mecanismos, como uso de pirâmides e a possibilidade de emissão de dois tipos de ações (preferenciais e ordinárias), reforçam o grau de concentração no Brasil.

3. Metodologia da Pesquisa

3.1. Tipologia da Pesquisa

Do ponto de vista dos objetivos do estudo, Gil (1991) classifica as pesquisas em:

Exploratória: tem como objetivo prover ao pesquisador maior conhecimento sobre o tema, sendo particularmente útil quando se tem uma noção bastante vaga do estudo a ser desenvolvido. Logo, é necessário conhecer de maneira mais profunda o assunto para depois estabelecer melhor o problema de pesquisa, seja através da elaboração de questões, seja através do desenvolvimento ou criação de hipóteses explicativas para os fatos e fenômenos a serem explorados.

Descritiva: as pesquisas descritivas são caracterizadas por possuírem objetivos bem definidos, procedimentos formais, serem bem estruturadas e dirigidas para a solução de problemas ou avaliação de alternativas de cursos de ação. Tal tipo de pesquisa se sobrepõe aos demais, uma vez que o pesquisador precisa saber o que deseja medir, quando e onde o fará, como e por quê deverá fazê-lo.

Explicativa: este tipo de pesquisa é utilizado quando há a necessidade de se estabelecer a relação de causa e efeito entre as variáveis de decisão (sobre as quais se tem controle) e as variáveis resultantes, ou de resultado (sobre as quais não se tem controle).

Assim, segundo Gil (1991), a pesquisa a ser desenvolvida na presente dissertação é descritiva, pois os objetivos estão bem definidos, os procedimentos a serem utilizados são formais e estruturados, de forma a buscar a solução do problema inicialmente formulado.

Justifica-se ainda a utilização da metodologia descritiva, pois de acordo com Sellitz *et al.* (1975), nesse tipo de pesquisa “ao coligir provas para o estudo, não há tanta necessidade de flexibilidade, mas de uma clara formulação de *que* ou *quem* deve ser mensurado, bem como de técnicas para medidas válidas e precisas”. No presente estudo há uma clara formulação do que vai ser mensurado, bem como das técnicas que serão utilizadas.

Segundo Silva e Menezes (2001, p.21), as pesquisas, do ponto de vista da abordagem do problema, podem ser classificadas em quantitativa e qualitativa. A pesquisa desenvolvida é quantitativa com o emprego de dois procedimentos estatísticos: análise de regressão, com o método dos Mínimos Quadrados Ordinários, e Análise de Variância Paramétrica (ANAVA) e Não-paramétrica (Teste Kruskal-Wallis).

3.2. Definição das Variáveis

As definições das variáveis utilizadas no estudo (estrutura de propriedade e controle, desempenho financeiro e valor) serão abordadas nas seções seguintes.

3.2.1 Estrutura de Propriedade e Controle

De acordo com Okimura (2003, p.44), ainda não há na literatura acadêmica unanimidade sobre a escolha de medidas de estrutura de propriedade e controle para a análise do desempenho e valor das empresas. A escolha da medida apropriada, de acordo com o autor, depende da disponibilidade dos dados e de sua adequação à aplicabilidade do estudo.

Segundo Okimura, Silveira e Rocha (2004, p.3), as pesquisas que buscam analisar o impacto da concentração de propriedade tendem a utilizar o índice de Herfindahl (HCON), ou seja, o somatório das participações dos maiores acionistas nas ações com direito a voto da empresa, normalmente os 5 maiores. Demsetz e Lehn (1985, p.1163) e Demsetz e Villalonga (2001, p.218) aconselham uma transformação logística dessa medida a fim de converter valores discretos em contínuos¹². Autores que estudam a concentração de propriedade em países em desenvolvimento, como o fazem Okimura (2003), Okimura, Silveira e Rocha (2004) e Siqueira (1998) no Brasil, tendem a utilizar diretamente a concentração de ações em forma percentual somente do maior acionista.

Na presente pesquisa, além dessa variável de estrutura de propriedade, foram definidas outras três:

- Concentração de votos ou concentração de direito de controle do principal acionista (CON), definida de acordo com a equação 3.1:

$$CON = \frac{P_i}{P} \times 100 \quad [3.1]$$

¹² Nesse caso a variável HCON definida adiante ficaria assim: $HCON = \frac{\%Concentração}{100 - \%Concentração}$

Onde, P_i é o número de ações ordinárias de uma empresa i em poder do principal acionista, e P representa a quantidade total de ações ordinárias da empresa considerada.

- Concentração de votos ou concentração de direito de controle dos três principais acionistas (CON3), definida de acordo com a equação 3.2:

$$\text{CON3} = \sum_{i=1}^3 \left(\frac{P_i}{P} \times 100 \right) \quad [3.2]$$

Onde, P_i e P são definidos como na variável CON.

Uma observação sobre essa variável se faz importante devido ao estudo considerar apenas os três principais acionistas em vez de cinco como comumente empregado (OKIMURA, 2003, p.44). O fato de considerar apenas os três principais acionistas se justifica, pois Leal *et al.* (2000, p.6) e Carvalhal-da-Silva (2004, p.353) ressaltam que as empresas brasileiras são controladas, na média, por seus três maiores acionistas, sendo que nas pesquisas realizadas pelos autores acima citados achou-se uma participação média de 85% e 79% dos três principais acionistas, respectivamente.

- Índice de Herfindahl da soma da parcela de ações ordinárias detidas pelos três maiores acionistas (HCON), definido de acordo com a equação 3.3:

$$\text{HCON} = \sum_{i=1}^3 \left(\frac{P_i}{P} \times 100 \right)^2 \quad [3.3]$$

Onde, P_i e P são definidos como na variável CON.

Esse índice tem a vantagem de dar maior peso às empresas que possuem maior concentração. O valor de HCON é maximizado quando a participação

de um único acionista representa 100% na propriedade da empresa e nesses termos $HCON = 10.000$. Quando os acionistas têm participações igualitárias, o índice assume o menor valor, $HCON = 10.000/n$ ($n=3$).

- Coeficiente de Entropia da participação dos três maiores acionistas da empresa (CE), definido de acordo com a equação 3.4 :

$$CE = \sum_{i=1}^3 P_i \times \log \frac{1}{P_i} \quad [3.4]$$

Onde, P_i é definido como na variável CON.

Quando existir apenas um acionista, $CE = 0$; e quando todos os acionistas apresentam igual participação na propriedade da empresa, a entropia é maximizada e $CE = \log n$. No estudo o valor de CE é maximizado quando $CE = \log 3 \cong 0,47712$.

Além dessas variáveis de controle e propriedade, também foi considerada a variável de tipo do acionista controlador, definida como:

- Tipo de acionista controlador (TCON), conforme proposto por Siqueira (1998). Essa variável assume a forma dicotômica (*dummy*) sendo que:
 - TCON = 0, se a companhia for controlada por grupos estrangeiros; e
 - TCON = 1, se a companhia for controlada por brasileiros.

Para as análises preliminares das variáveis de estrutura de propriedade e controle categorizou-se a variável CON em três classes segundo o grau de propriedade, como proposto por Pedersen e Thomsen (1997) e Siqueira (1998):

- **Dispersa**: quando o maior acionista detém menos de 20% do controle;

- **Dominante:** quando o maior acionista detém entre 20% e 50% do controle;
- **Majoritária:** quando o maior acionista detém mais de 50% do controle.

3.2.2 Desempenho e Valor das Empresas

As variáveis usadas para aferir o desempenho financeiro das empresas ainda não são unânimes no meio acadêmico (SILVEIRA, 2002; OKIMURA, 2003). Dentre as mais empregadas, de acordo com Barney (1997), quatro categorias se destacam: a) sobrevivência (como medidas de fluxo de caixa); b) indicadores contábeis de desempenho; c) medidas de criação de valor para os *stakeholders* e; d) medidas de valor presente líquido. Na pesquisa considerou-se uma de cada medida das categorias b e c, pelo fato de serem os dados disponíveis para a realização do estudo.

Como medida de desempenho por meio dos indicadores contábeis, relacionada com a estrutura de propriedade, usou-se, assim como também Demsetz e Lehn (1985) e Siqueira (1998), a rentabilidade do patrimônio líquido (RPL), definida de acordo com a equação 3.5:

$$RPL_i = \frac{LL_i}{PL_i} \quad [3.5]$$

Onde, LL_i é o lucro líquido da empresa i e PL_i expressa o valor contábil do patrimônio líquido da empresa i .

Como medida de criação de valor para os acionistas priorizou-se o Q de Tobin (Q), definido de acordo com a equação 3.6:

$$Q = \left(\frac{VMO + VMAP + DIVT}{AT} \right) \quad [3.6]$$

Onde, VMO = valor de mercado das ações ordinárias; VMAP = valor de mercado das ações preferenciais; DIVT = valor contábil das dívidas de curto e longo prazo menos o ativo circulante, após a exclusão do valor dos estoques; e AT = valor contábil do ativo total.

Essa medida é definida por Chung e Pruitt (1994, p.72) e discutida por Famá e Barros (2000) como uma aproximação do que inicialmente foi proposto por Tobin e Brainard (1968) *apud* Okimura (2003, p.47). A essência dessa equação é a de que os custos de reposição sejam uma medida razoável para os valores de usos alternativos dos ativos, pois o valor das empresas por esse indicador é definido como a razão entre o valor de mercado das ações e dívidas pelo custo de reposição dos ativos (OKIMURA, 2003, p.47).

Vários estudos empíricos recentes que relacionam a estrutura de propriedade e controle com o desempenho das empresas no mundo e no Brasil empregam o Q de Tobin, tais como Leal *et al.* (2000), Demsetz e Villalonga (2001), Okimura (2003), Carvalhal-da-Silva (2004), Okimura, Silveira e Rocha (2004), Silveira (2004), Silveira *et al.* (2004), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), e Silveira, Barros e Famá (2005).

3.2.3 Variáveis de Controle

Como um dos objetivos da pesquisa é verificar estatisticamente os principais determinantes da concentração de propriedade com relação à estrutura de capital, à instabilidade da rentabilidade, ao tamanho da firma e à regulação do mercado, baseando-se nas pesquisas de Demsetz e Lehn (1985), Pedersen e Thomsen (1997), as variáveis de controle utilizadas para este propósito são:

Tamanho da empresa

O tamanho da empresa é definido como o valor contábil nominal do ativo total (AT), assim como utilizado por Demsetz e Lehn (1985), Pedersen e Thomsen (1997), Siqueira (1998) e Demsetz e Villalonga (2001). Demsetz e Lehn (1985), Pedersen e Thomsen (1997) e Demsetz e Villalonga (2001) identificaram um efeito negativo do tamanho da firma sobre o grau de concentração do controle acionário, ou seja, segundo esses estudos, o aumento do tamanho da firma proporciona maior dispersão do controle acionário. Entretanto, para o Brasil, Siqueira (1998) encontrou uma relação positiva entre tamanho da firma e grau de concentração do controle acionário.

Instabilidade da rentabilidade

Foi utilizado como *Proxy* da instabilidade da rentabilidade o desvio-padrão da rentabilidade do patrimônio líquido (INST) para o período em análise. Essa *Proxy* também foi utilizada por Demsetz e Lehn (1985), Pedersen e Thomsen (1997), Siqueira (1998) e Demsetz e Villalonga (2001). No Brasil, Siqueira (1998) não encontrou uma relação estatisticamente significativa entre essa variável e a concentração do controle acionário, diferentemente dos resultados encontrados por Demsetz e Lehn (1985) e Pedersen e Thomsen (1997), os quais identificaram correlação positiva entre a instabilidade da rentabilidade e a concentração da propriedade, ou seja, o aumento da instabilidade gera aumento da concentração do controle de propriedade.

Estrutura de capital

Essa variável é utilizada nos modelos desenvolvidos por Siqueira (1998) para a economia brasileira. A estrutura de capital (ESTCAP) é definida de acordo com a equação 3.7:

$$\text{ESTCAP} = \frac{\text{PL}_i}{\text{AT}_i} \quad [3.7]$$

Onde, PL = valor contábil do patrimônio líquido da empresa i; e AT = valor contábil do ativo total da empresa i.

Demsetz e Villalonga (2001), Okimura (2003), Okimura, Silveira e Rocha (2004), Silveira (2004) e Silveira, Barros e Famá (2005) fazem uso dessa variável de controle para estudarem as relações entre desempenho e estruturas de governança, entretanto consideram como *Proxy* o valor das dívidas sobre o ativo total (alavancagem), o que equivale aproximadamente a um, menos a variável ESTCAP considerada por Siqueira (1998) e aqui priorizada.

Receita Líquida

Essa variável de controle é definida como a média da taxa de crescimento da receita líquida para o período considerado, em reais nominais, definida de acordo com a equação 3.8:

$$\text{CRL} = \frac{\text{Vendas}_{i+1} - \text{Vendas}_i}{\text{Vendas}_i} \quad [3.8]$$

Intensidade de capital

A *Proxy* da intensidade de capital (INTCAP) como variável de controle é incluída na pesquisa conforme Siqueira (1998) e Demsetz e Villalonga (2001), sendo que essa é medida na equação 3.9:

$$\text{INTCAP} = \frac{\text{AT}_i}{\text{RL}_i} \quad [3.9]$$

Onde, RL = valor da receita líquida da empresa i ; e AT = valor contábil do ativo total da empresa i .

Regulação do mercado

Demsetz e Lehn (1985) e Siqueira (1998) identificaram que empresas de serviços públicos (UTIL) apresentaram forte significância estatística em relação à concentração do controle acionário. Os primeiros autores encontraram uma relação negativa enquanto que Siqueira (1998) encontrou uma relação positiva para essas duas variáveis no Brasil. A variável UTIL na pesquisa assume a forma dicotômica (*dummy*) em que empresas de serviços de utilidade pública = 1 e as outras empresas = 0. As empresas de utilidade pública na pesquisa compreendem as do setor de telecomunicações, energia e gás.

3.3. Amostragem e Coleta dos Dados

No mês de maio de 2001 havia 459 empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), sendo que 289 possuíam dados disponíveis no banco de dados da Economática®. Para o desenvolvimento do estudo, a população de análise é constituída por todas as empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto com ações negociadas na Bovespa. Na amostra consideraram-se as empresas da população com dados disponíveis para pelo menos três dos cinco anos estudados (1997 a 2001), resultando em um total de 176 empresas. Usou-se o banco de dados da Economática® para o período de 1997-2001 por estar disponível à autora. A não utilização dos dados das empresas financeiras decorre do fato de elas apresentarem viés historicamente evidenciado de melhor performance comparativamente às empresas não-financeiras.

Após à coleta e à tabulação dos dados, procedeu-se à verificação da existência de *outliers*, os quais poderiam prejudicar os resultados da pesquisa. Depois de identificados, os *outliers* foram retirados do banco de dados. Estabeleceu-se um limite para a quantidade de observações retiradas: máximo de 10% das observações válidas, assegurando a distribuição normal dos dados como procedimento descrito por Hair *et al.* (2005, p.78), os quais ressaltam que o escore z para cada distribuição de probabilidades das variáveis, calculado segundo a equação 3.10, deve permanecer no intervalo de $\pm 2,58$.

$$z_s = \frac{S}{\sqrt{\frac{6}{n}}} \quad [3.10]$$

Onde, S é o valor da estatística de assimetria da distribuição de probabilidade de uma variável, e n representa o tamanho da amostra.

Para as variáveis de estrutura de propriedade e desempenho e as outras variáveis *dummys* foram consideradas as suas posições no último ano de estudo como metodologia desenvolvida por Demsetz e Lehn (1985) e Siqueira (1998). Ou seja, as variáveis CON, CON3, HCON, CE, TCON e UTIL assumiram o valor do ano de 2001. Também como proposto por Demsetz e Lehn (1985) e Siqueira (1998), para as outras variáveis: RPL, Q, AT, INST, ESTCAP, CRL e INTCAP; foram consideradas as médias das observações disponíveis para o período de 1997 a 2001.

Nota-se que pelo fato de algumas empresas não apresentarem informações suficientes para todo o período analisado e pela amostra da pesquisa ser selecionada a partir de critério definido pelo pesquisador, identifica-se no estudo um método não-probabilístico, amostragem por julgamento – nesse caso, exclusão dos

outliers que não excedessem 10% da amostra de acordo com o critério da equação 3.10. Além do mais, na presente pesquisa, a própria escolha do período para análise (1997 a 2001) já representa uma amostra por julgamento, considerando-se que o objetivo é o de investigar quais os determinantes do grau de concentração do controle acionário das empresas e seus respectivos impactos sobre o desempenho financeiro e valor das empresas. O Quadro 5 resume as variáveis consideradas no estudo:

Variável	Descrição
CON	Concentração de propriedade medida pela participação do maior acionista no total das ações com direito a voto da empresa (posição de 2001).
CON3	Concentração de propriedade medida pela participação dos três maiores acionistas no total das ações com direito a voto da empresa (posição de 2001).
HCON	Índice Herfindahl da concentração de propriedade medido pela soma da participação ao quadrado dos três maiores acionistas no total das ações com direito a voto da empresa (posição de 2001).
CE	Coefficiente de entropia da concentração de propriedade medido pela soma do logaritmo do inverso da participação dos três maiores acionistas no total das ações com direito a voto da empresa (posição de 2001).
TCON	Variável <i>dummy</i> em que a empresa controlada por brasileiros = 1 e as subsidiárias de grupos estrangeiros = 0 (posição de 2001).
RPL	Rentabilidade do patrimônio líquido (média das observações disponíveis 1997/2001).
Q	Q de Tobin que fornece o valor de mercado da empresa em relação ao valor contábil na forma de um índice: $Q > 1$ a empresa cria valor e $Q < 1$ a empresa destrói valor (média das observações disponíveis 1997/2001).
AT	<i>Proxy</i> do tamanho da empresa medida pelo valor contábil do ativo total (média das observações disponíveis 1997/2001).
INST	<i>Proxy</i> da instabilidade da rentabilidade medida pelo desvio-padrão da RPL (média das observações disponíveis 1997/2001).
ESTCAP	<i>Proxy</i> da estrutura de capital das empresas medida pela relação patrimônio líquido/ativo total (média das observações disponíveis 1997/2001).
CRL	Taxa de crescimento da receita líquida ao ano (média das observações disponíveis 1997/2001).
INTCAP	<i>Proxy</i> da intensidade de capital medida pela relação ativo total/receita líquida (média das observações disponíveis 1997/2001).
UTIL	Variável <i>dummy</i> em que as empresas de serviços de utilidade pública = 1 e as outras empresas = 0 (posição de 2001).

Quadro 5: Resumo das Variáveis da Pesquisa

3.4. Modelagem e Métodos Estatísticos Empregados

Segundo as hipóteses da pesquisa apresentadas na seção 1.3, pretende-se responder às questões referentes aos determinantes do grau de concentração do controle acionário das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto com ações negociadas na BOVESPA e seus respectivos impactos sobre o desempenho financeiro e valor das empresas. As Figuras 3 e 4, cujas formulações serão discutidas na próxima seção, se apresentam de forma esquemática:

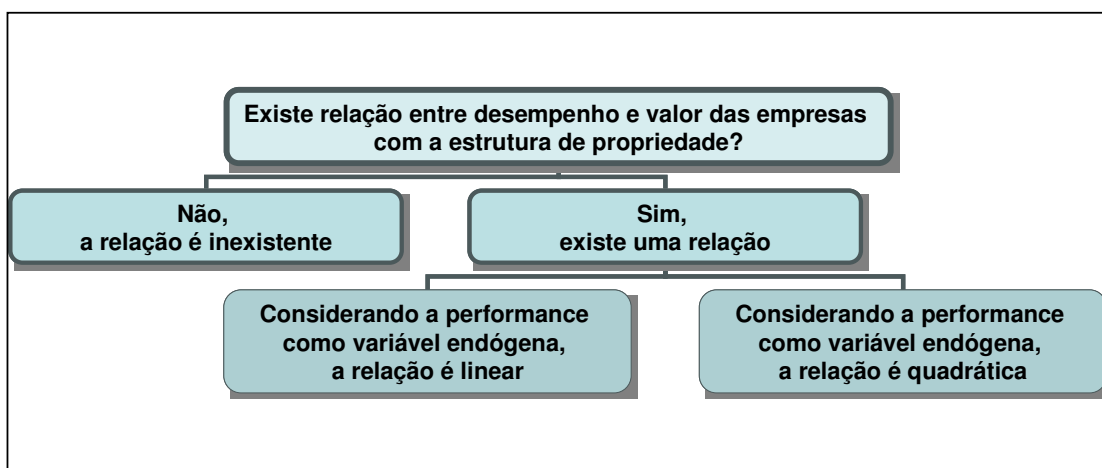


Figura 3: Hipóteses da Pesquisa: Performance e Concentração de Propriedade

3.4.1. Relação entre desempenho financeiro e valor das empresas com a estrutura de propriedade

Essa seção está dividida em duas fases: na primeira desenvolve-se uma análise complementar sobre a estrutura de propriedade não apenas em relação à performance mas também em relação ao tamanho da firma, estrutura de capital, instabilidade da rentabilidade, regulação do mercado e crescimento das vendas; na segunda fase, considerando-se as variáveis de performance como endógenas

(dependentes) verifica-se se as mesmas sofrem uma influência linear e/ou quadrática da concentração do controle acionário, efeito entrincheiramento e/ou alinhamento.

O procedimento empregado na primeira fase será a Análise de Variância (ANAVA)¹³ e/ou o Teste Kruskal-Wallis¹⁴ considerando-se como fator a categorização da variável CON em três classes segundo o grau de concentração de propriedade, como proposto por Pedersen e Thomsen (1997), Siqueira (1998) e conforme discutido na seção 3.2.

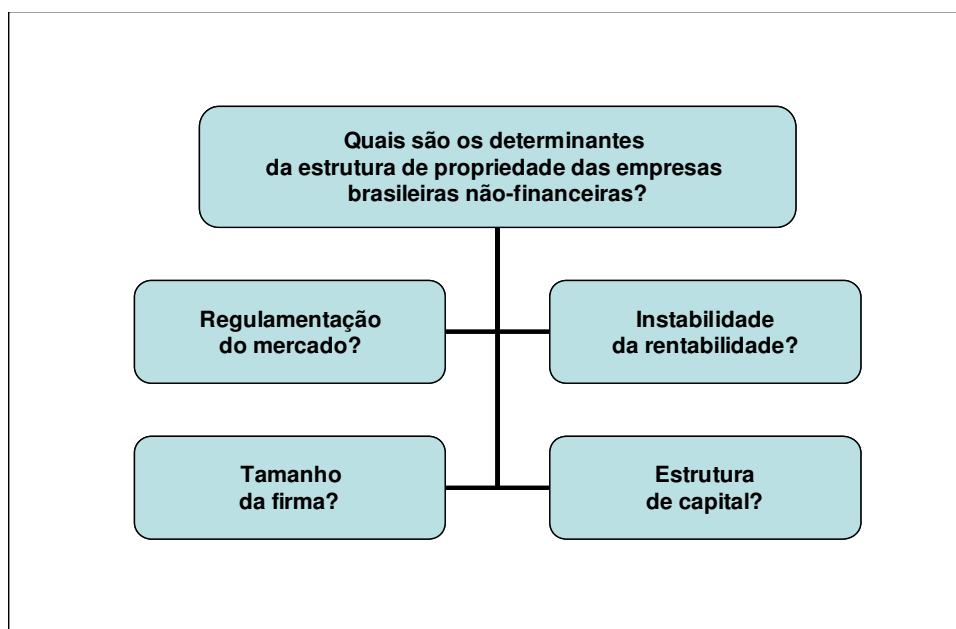


Figura 4: Hipóteses da Pesquisa: Determinantes da Concentração da Propriedade.

O uso da ANAVA depende da suposição de normalidade dos resíduos e de homogeneidade das variâncias sendo que testadas essas hipóteses e não confirmadas, o procedimento da ANAVA torna-se inadequado. O teste Kruskal-Wallis é realizado para analisar se k amostras independentes provêm de distribuições

¹³ Sobre esse método ver Triola (1999) e Anderson, Sweeney e Williams (2002);

¹⁴ Ver Siegel (1975), Conover (1980) e Campos (1983).

diferentes assim como a ANAVA, porém tal teste não faz suposições sobre os parâmetros das distribuições, ou seja, esse é um teste não-paramétrico que pode ser empregado em dados (resíduos) que não apresentam normalidade e/ou variâncias muito diferentes (CONOVER, 1980, p.229-239).

Para testar a homogeneidade das variâncias e a normalidade dos dados serão aplicados respectivamente, os testes de Levene e Kolgomorov-Smirnov. Se rejeitada uma das duas hipóteses, será aplicado o teste Kruskal-Wallis; caso contrário, proceder-se-á a ANAVA visto que sob essas duas hipóteses a ANAVA é um método mais robusto.

Na segunda fase, considerando as variáveis de performance como endógenas (dependentes) buscar-se-á averiguar se existe relação significativa estatisticamente entre as variáveis de estrutura de propriedade e performance com a inclusão de todas as variáveis de controle discutidas na seção 3.2 mais a variável TCON. Dessa forma, os modelos empíricos a serem estimados, podem ser escritos na forma da equação 3.11 e alternativamente na forma da equação 3.12:

$$Y_i = \beta_1 X_i + \beta_2 UTIL_i + \beta_3 AT_i + \beta_4 ESTCAP_i + \beta_5 INST_i + \beta_6 CRL_i + \beta_7 INTCAP_i + \beta_8 TCON_i \quad [3.11]$$

Onde, Y_i = variáveis de performance: RPL e Q; e X_i = variáveis de estrutura de propriedade: CON, CON3, HCON e CE.

$$Y_i = \beta_1 X_i + \beta_2 X_i^2 + \beta_3 UTIL_i + \beta_4 AT_i + \beta_5 ESTCAP_i + \beta_6 INST_i + \beta_7 CRL_i + \beta_8 INTCAP_i + \beta_9 TCON_i \quad [3.12]$$

Os sinais esperados dos coeficientes são de acordo com a revisão teórica expressa nas seções 2.4.2 e 3.2.3.

Nessa fase serão estimados 16 modelos (MOD1 a MOD16): um para cada variável dependente (RPL e Q) e para cada variável de estrutura de propriedade (CON, CON3, HCON e CE) de acordo com a equação 3.11 (relação linear) – no total de 8 modelos; e um para cada variável dependente (RPL e Q) e para cada variável de estrutura de propriedade (CON, CON3, HCON e CE) de acordo com a equação 3.12 (relação quadrática) – no total de 8 modelos.

3.4.2. Determinantes da estrutura de propriedade das empresas brasileiras não-financeiras

Posteriormente, na fase 3, serão analisados os determinantes (causas) da estrutura de propriedade de forma que, nesse momento, as variáveis de concentração do controle acionário serão consideradas como endógenas (dependentes). Esquemáticamente, tem-se a equação 3.13:

$$X_i = \beta_1 UTIL_i + \beta_2 AT_i + \beta_3 ESTCAP_i + \beta_4 INST_i + \beta_5 TCON_i \quad [3.13]$$

Onde, X_i = são as variáveis de estrutura de propriedade CON, CON3, HCON e CE.

Nota-se que serão incluídas nos modelos de análise dos determinantes da estrutura de propriedade, apenas as variáveis identificadas na literatura como suas principais influenciadoras (DEMSETZ e LEHN, 1985; PEDERSEN e THOMSEN, 1997; SIQUEIRA, 1998). Os sinais esperados dos coeficientes são de acordo com a revisão teórica expressa na seção 2.4.2.

Nessa fase serão estimados 4 modelos (MOD17 a MOD20): um para cada variável dependente (CON, CON3, HCON e CE).

Para a estimação de todos os modelos nas fases 2 e 3 proceder-se-á à padronização das variáveis intervalares (excetos as *dummies*), conforme a equação 3.14:

$$\frac{X_j - \bar{X}}{S_x} \quad [3.14]$$

Onde, X_j = variável intervalar j da pesquisa (seção 3.2); \bar{X} = média da variável intervalar j; e S_x = desvio-padrão da variável intervalar j.

O intuito da padronização das variáveis é que os coeficientes (β_i) estimados vão descrever a importância relativa das variáveis explanatórias em um modelo de regressão múltipla. Em outras palavras, “o coeficiente padronizado ajusta o parâmetro estimado que representa a inclinação pela razão entre o desvio-padrão da variável explanatória e o da variável dependente” (PINDYCK e RUBINFELD, 2004, p.111). Dessa forma, um coeficiente padronizado de qualquer variável intervalar nas equações 3.11 a 3.13 de 0,7 significa que uma mudança de 1 desvio-padrão da variável explanatória levará a uma mudança de 0,7 desvio-padrão da variável dependente. Esse procedimento torna possível comparar a importância das variáveis explanatórias na determinação das variáveis dependentes, principalmente para os modelos desenvolvidos na equação 3.13 onde se objetiva analisar os principais determinantes da estrutura de propriedade¹⁵.

Todos os modelos serão estimados pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO)¹⁶ de forma que a validade das inferências será avaliada pela sua

¹⁵ Com a padronização das variáveis os coeficientes angulares nas equações 3.11 a 3.13 são iguais a zero.

¹⁶ Sobre a aplicação de MQO na análise de regressão ver Gujarati (2000), Stock e Watson (2004), Pindyck e Rubinfeld (2004) e Wooldridge (2006).

aderência aos pressupostos de normalidade e de heterocedasticidade. *A priori*, como se suspeita a existência de heterocedasticidade, sendo que a sua presença também pode causar a falta de normalidade dos dados, os modelos serão estimados com erros-padrão consistentes em heterocedasticidade segundo White (1980).

Em resumo, a Figura 5 representa esquematicamente as fases da metodologia e os respectivos procedimentos empregados.

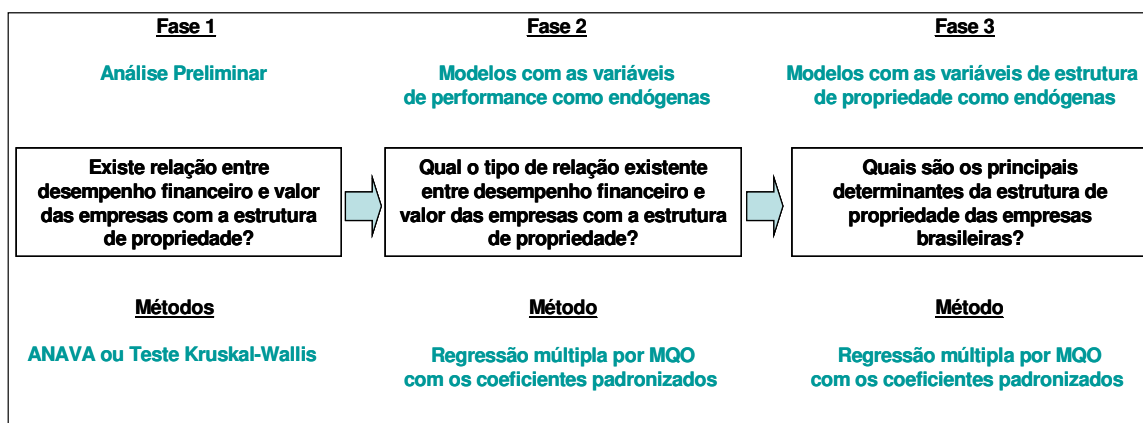


Figura 5: Fases da metodologia

4. Resultados da Pesquisa

4.1. Análise Descritiva dos Dados¹⁷

4.1.1. Estrutura de propriedade das empresas brasileiras não-financeiras

Apesar de no desenvolvimento dos modelos ter sido tomada a posição de cada variável de estrutura de propriedade e controle no ano de 2001, estes dados foram descritos com o objetivo de se identificar o perfil médio das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto com base na amostra coletada em cada ano do estudo.

Na Tabela 8 pode-se observar que a concentração média de votos dos acionistas controladores é alta nas empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto, apresentando uma média geral de aproximadamente 60%. Os três principais acionistas (CON3) possuem em média aproximadamente 81% dos votos, confirmando os achados de Leal *et al.* (2000) e Carvalho-da-Silva (2004) ao afirmarem que as empresas de capital aberto brasileiras em média são controladas pelos três principais acionistas. A análise da evolução dos números ao longo dos anos, assim como em Okimura (2003), mostra um leve aumento do nível de concentração de votos do principal acionista e dos três principais, passando respectivamente, de 55,36% em 1997 para 62,24% em 2001, e 79,36% em 1997 para 82,61% em 2001.

¹⁷ Fez-se uso dos *softwares* SPSS 11.5 e Eviews 4.1: o primeiro nas fases 1 e 2, e o segundo na fase 3 (estimação dos modelos).

Tabela 8: Estrutura de propriedade das empresas brasileiras não-financeiras
1997 a 2001

	Ano	Variável	
		CON (%)	CON3 (%)
Média	1997	55,36	79,36
	1998	57,63	79,71
	1999	60,71	81,85
	2000	60,90	82,13
	2001	62,24	82,61
Amostra Geral	Média	59,48	81,18
	Mediana	59,95	84,90
	Desvio-Padrão	26,23	18,60

A Tabela 9 apresenta a proporção de empresas para a classificação proposta por Pedersen e Thomsen (1997) e discutida na seção 3.2.1. Segundo os dados da tabela, para o período analisado (1997-2001) em média 7,7% das empresas possuem um acionista controlador que detém menos de 20% do controle (Dispersa), 30,4% possuem um acionista que detém entre 20% e 50% do controle (Dominante) e 61,8% possuem um acionista que detém mais de 50% do controle (Majoritária). Assim como evidenciado na Tabela 8, a Tabela 9 também mostra um leve aumento da concentração, efetivando esse aumento pela redução da proporção de empresas com propriedade dispersa e dominante e aumento de empresas com propriedade majoritária. Em 1997 9,2% e 32,0% das empresas possuíam respectivamente, propriedade dispersa e dominante, em 2001 esses valores foram reduzidos para 5,7% e 30,1%. Ao contrário da proporção de propriedade majoritária que aumentou de 58,8% em 1997 para 64,2% em 2001.

Tabela 9: Proporção da estrutura de propriedade das empresas brasileiras não-financeiras 1997 a 2001

	Ano	Concentração de propriedade		
		Dispersa	Dominante	Majoritária
Proporção (%)	1997	9,2	32,0	58,8
	1998	9,8	29,3	60,9
	1999	8,0	29,7	62,3
	2000	6,3	31,3	62,5
	2001	5,7	30,1	64,2
	Total	7,7	30,4	61,8

4.1.2. Desempenho financeiro e valor das empresas brasileiras não-financeiras

Os dados relativos às variáveis de valor Q de Tobin e desempenho financeiro, medido pelo RPL, são resumidos na Tabela 10. Como se pode observar, em média as empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto têm destruído valor ou investido em projetos não maximizadores de valor para os acionistas ao longo do período analisado – pelo menos na percepção do mercado, achado também compartilhado por Okimura (2003). No geral, a variável Q apresentou uma média para o período analisado de 0,34, substancialmente inferior a 1.

Tabela 10: Desempenho financeiro e valor das empresas brasileiras não-financeiras - 1997 a 2001

	Ano	Variável	
		Q	RPL
Média	1997	0,29	-17,37
	1998	0,27	-14,07
	1999	0,40	-13,51
	2000	0,36	-3,19
	2001	0,37	-6,26
	Média	0,34	-10,80
Amostra Geral	Mediana	0,32	2,70
	Desvio-Padrão	0,36	62,71

A variável de desempenho financeiro vem comprovar a perda de valor sofrida pelas empresas no período em questão, uma vez que a variável RPL apresentou em

média um valor negativo de 10,8%. Nota-se também, para a variável RPL, a grande variabilidade de desempenho financeiro entre as empresas, fato esse evidenciado pelo alto desvio-padrão de 62,7%. Outro fato importante, como pode ser notado tanto para a variável Q como para a RPL, a performance das empresas melhorou de 1997 a 2001, mostrando evolução ascendente nos valores das duas variáveis.

4.1.3. Variáveis de controle das empresas brasileiras não-financeiras

A Tabela 11 apresenta as demais variáveis consideradas no estudo, exceto as variáveis UTIL e TCON, que mostraram proporção constante no período analisado. No geral, aproximadamente 5% da amostra foram compostas de empresas de utilidade pública: telefonia, energia e gás (UTIL=1); e em cerca de 6,5% da amostra o tipo de controle era de capital estrangeiro (TCON=0).

Tabela 11: Variáveis de controle das empresas brasileiras não-financeiras
1997-2001

	Ano	Variável				
		AT (R\$000)	ESTCAP	CRL (%)	INTCAP	INST*
Média	1997	1.438.900	0,45	9,02	1,23	-
	1998	1.393.086	0,44	0,29	2,67	-
	1999	1.540.878	0,40	17,69	4,18	-
	2000	1.776.069	0,40	17,01	7,63	-
	2001	1.982.239.	0,40	11,63	7,85	-
Amostra Geral	Média	1.633.347	0,42	11,29	4,82	30,36
	Mediana	360.396	0,41	10,50	0,88	11,40
	Desvio-Padrão	5.002.028	0,23	32,68	41,90	47,54

* Nota: Como essa variável é obtida pelo desvio-padrão da rentabilidade do período 1997-2001 não há média para cada ano, apenas para amostra como um todo.

Em relação aos dados da Tabela 11 torna-se necessário ressaltar algumas evidências: a) alta variabilidade e assimetria do tamanho das empresas – coeficiente de variação de 306,24% ($5.002.028 \div 1.633.347 \times 100$) e mediana substancialmente distante da média para a variável AT; b) estrutura de capital (ESTCAP) relativamente

constante ao longo dos anos, com uma média de 42% de capital próprio em relação ao ativo; c) falta de tendência no crescimento da receita líquida (CRL) ao longo dos anos e alta variabilidade – coeficiente de variação de 289,45% ($32,68 \div 11,29 \times 100$); d) substancial aumento da intensidade de capital ao longo dos anos com alta variabilidade e assimetria – passou de 1,23 em 1997 para 7,85 em 2001 com um coeficiente de variação de 869,29% ($41,90 \div 4,82 \times 100$), e substancial distanciamento da mediana em relação à média, e e) a variável instabilidade da rentabilidade (INST) medida pelo desvio-padrão da rentabilidade do patrimônio líquido (RPL), apresenta média de 30,36% e desvio-padrão de 47,54, indicando uma significativa instabilidade da variável RPL no período em questão.

4.1.4. Matriz de Correlações

A Tabela 12 apresenta a matriz de correlações entre todas as variáveis (exceto as *dummies*), de forma que se evidencie inicialmente a relação e significância entre as variáveis de interesse.

A matriz mostra: 1) correlações altas e significativas entre as variáveis de estrutura de propriedade, indicando que os modelos estimados usando essas variáveis individualmente apresentaram *a priori* resultados semelhantes; 2) correlação significativa entre Q e RPL; 3) correlação significativa entre AT, INST e ESTCAP e as variáveis de performance (Q e RPL); e 4) correlação baixa, porém significativa entre as variáveis de estrutura de propriedade (CE, CON1 e HCON) com a variável Q. Uma análise mais aprofundada das relações e da significância de uma variável em relação à outra será dada no desenvolvimento dos modelos.

Tabela 12: Matriz de correlações entre as variáveis da pesquisa

	1997-2001	AT	CE	CON1	CON3	CRL	ESTCAP	HCON	INST	INTCAP	Q	RPL
AT	Correlação de Pearson	1										
	P-valor											
CE	Correlação de Pearson	0,046	1									
	P-valor	0,541										
CON1	Correlação de Pearson	-0,083	-0,86**	1								
	P-valor	0,271	0,000									
CON3	Correlação de Pearson	-0,132	-0,39**	0,75**	1							
	P-valor	0,082	0,000	0,000								
CRL	Correlação de Pearson	0,124	-0,024	0,019	0,002	1						
	P-valor	0,101	0,755	0,800	0,982							
ESTCAP	Correlação de Pearson	0,048	0,129	-0,070	-0,021	0,000	1					
	P-valor	0,534	0,092	0,365	0,785	0,996						
HCON	Correlação de Pearson	-0,120	-0,87**	0,97**	0,77**	0,009	-0,092	1				
	P-valor	0,112	0,000	0,000	0,000	0,907	0,233					
INST	Correlação de Pearson	-0,116	-0,17*	0,17*	0,132	-0,19**	-0,44**	0,18*	1			
	P-valor	0,124	0,018	0,019	0,082	0,009	0,000	0,015				
INTCAP	Correlação de Pearson	0,085	0,019	0,023	0,043	-0,126	-0,050	0,009	-0,095	1		
	P-valor	0,266	0,804	0,761	0,571	0,099	0,519	0,910	0,212			
Q	Correlação de Pearson	0,20**	-0,16*	0,15*	0,103	-0,071	-0,38**	0,17*	0,37**	0,011	1	
	P-valor	0,010	0,031	0,046	0,185	0,362	0,000	0,026	0,000	0,888		
RPL	Correlação de Pearson	0,15*	0,134	-0,144	-0,100	0,30**	0,38**	-0,147	-0,46**	0,035	-0,28**	1
	P-valor	0,048	0,076	0,057	0,187	0,000	0,000	0,052	0,000	0,647	0,000	

** Correlação significativa a 1%.
* Correlação significativa a 5%.

4.2. Análise dos Resultados

4.2.1. Resultados preliminares com aplicação do Teste Kruskal-Wallis

As estatísticas descritivas de algumas variáveis apresentadas na seção anterior indicam uma alta variabilidade dos dados, o que por conseguinte, se direciona para a heterogeneidade das variâncias. Da mesma forma, tendo algumas variáveis discrepâncias substanciais entre o valor da média e a mediana, há um direcionamento para a rejeição da normalidade dos resíduos.

Essa seção tem como objetivo analisar complementarmente se as médias das variáveis de performance (Q e RPL), tamanho da empresa (AT), estrutura de capital (ESTCAP), instabilidade da rentabilidade (INST) e crescimento da receita líquida (CRL) são diferentes entre os grupos de concentração: dispersa, dominante e majoritária. O intuito é encontrar evidências preliminares da relação entre concentração de propriedade com a performance das empresas e em segundo plano, com as variáveis de controle relacionadas com a concentração de propriedade que a literatura indica.

Como exposto na metodologia da pesquisa (seção 3.1), para comprovar a hipótese de normalidade e homogeneidade procederam-se os testes de Kolmogorov-Smirnov e Levene, respectivamente. Esses, para as variáveis analisadas nessa seção, encontram-se na Tabela 13.

Tabela 13: Teste de Homogeneidade e Normalidade¹⁸

Variável	Teste Levene	p-valor	Teste Kolgomorov-Smirnov	p-valor
Q	0,683	0,507	0,465	0,982
RPL	12,772	0,000	2,840	0,000
CRL	1,383	0,254	2,009	0,001
ESTCAP	0,445	0,641	0,763	0,606
AT	0,413	0,662	4,905	0,000
INST	4,62	0,011	3,502	0,000

Conforme evidenciado na Tabela 13, rejeita-se a hipótese de homogeneidade das variâncias das variáveis RPL e INST com 5% de significância, assim como também rejeita-se a hipótese de normalidade para as variáveis RPL, CRL, AT e INST com 1% de significância. Dessa forma, conforme a metodologia, proceder-se-á para testar a diferença entre os grupos (dispersa, dominante e majoritária) o Teste ANAVA para as variáveis Q e ESTCAP e o Teste Kruskal-Wallis para as variáveis RPL, CRL, AT e INST.

Tabela 14: Teste ANAVA para Q e ESTCAP

Variável		GI	Soma dos Quadrados	Quadrado Médio	F	p-valor
Q	Entre Grupos	2	0,200	0,100	0,800	0,451
	Dentro dos Grupos	164	20,465	0,125		
	Total	166	20,664			
ESTCAP	Entre Grupos	2	0,099	0,049	1,070	0,345
	Dentro dos Grupos	171	7,903	0,046		
	Total	173	8,002			

Tabela 15: Teste Kruskal-Wallis^{a, b} - RPL, CRL, AT e INST

	RPL	CRL	AT	INST
Qui-Quadrado	2,479	4,642	1,082	7,291
GI	2	2	2	2
p-valor	0,289	0,098	0,582	0,026

a. Teste Kruskal Wallis

b. Grupo: Dominante, Dispersa e Majoritária

¹⁸ Teste de Normalidade procedido sobre os resíduos da ANAVA.

Tabela 16: Ranks do Teste Kruskal-Wallis – CRL e INST

Variável	Classificação Concentração de Propriedade	N	Média do Rank
CRL	Dispersa	10	63,70
	Dominante	53	97,98
	Majoritária	112	85,45
	Total	175	
INST	Dispersa	10	97,10
	Dominante	53	72,72
	Majoritária	113	95,14
	Total	176	

Conforme os testes apresentados nas Tabelas de 14 a 16, rejeita-se a igualdade das médias para os grupos de concentração dispersa, dominante e majoritária apenas para as variáveis CRL e INST (10% de significância pelo teste Kruskal-Wallis). Esses resultados mostram indícios da existência de relação entre concentração de propriedade, crescimento da empresa (CRL) e instabilidade de sua rentabilidade (INST), o que faz persistir uma análise aprofundada, como será desenvolvida adiante, para encontrar os determinantes da concentração de propriedade das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto.

A não evidência de relação estatística nessa análise preliminar entre concentração de propriedade e performance das empresas poderia causar a interrupção da pesquisa nesse ponto. Entretanto dois motivos contribuem para contestar essa evidência: 1) a própria classificação da concentração de propriedade como proposto por Pedersen e Thomsen (1997) pode estar não condizente com a realidade brasileira, carecendo de uma classificação mais equânime; e 2) o processo de considerar a média do período 1997-2001 pode ocultar algumas características dos dados.

4.2.2. Estimação dos modelos por Mínimos Quadrados Ordinários

4.2.2.1. Conseqüências da concentração de propriedade das empresas brasileiras não-financeiras

Todos os modelos para análise foram estimados por MQO com erros-padrão consistentes à heterocedasticidade, conforme White (1980), devido essencialmente, à presença de heterocedasticidade nos resíduos. Como as amostras em todos os modelos são suficientemente grandes, faz-se uso do Teorema do Limite Central e infere-se, pelo Teste t e F , sobre a significância individual e conjunta dos coeficientes estimados. As Tabelas 17 a 20 apresentam os modelos desenvolvidos conforme a equação 3.11 (relação linear) utilizando alternativamente cada uma das variáveis de performance (Q e RPL) como variáveis dependentes e de estrutura de propriedade (CON, CON3, HCON e CE) como variáveis independentes. Ao todo foram estimados 8 modelos para a equação 3.11 (MOD1 a MOD8).

Tabela 17: Equação dos Modelos 1 e 2

Modelo	Variável		Coeficiente	Erro-Padrão	t-Estatístico	p-valor
	Dependente	Independente				
MOD1 <i>N</i> = 169 <i>R</i> ² = 0,309 <i>F</i> = 13,74	RPL	CON	-0,0722	0,0475	-1,5189	0,1307
		UTIL	-0,2124	0,1205	-1,7617	0,0800
		AT	0,0690	0,0262	2,6345	0,0092
		ESTCAP	0,2495	0,1287	1,9391	0,0542
		INST	-0,2688	0,3524	-0,7627	0,4467
		CRL	0,2775	0,1275	2,1756	0,0310
		INTCAP	0,0535	0,0592	0,9040	0,3673
MOD2 <i>N</i> = 164 <i>R</i> ² = 0,314 <i>F</i> = 10,34	Q	CON	0,0832	0,0616	1,3512	0,1786
		UTIL	1,0113	0,3258	3,1036	0,0023
		AT	0,1996	0,0523	3,8196	0,0002
		ESTCAP	-0,3301	0,0702	-4,7057	0,0000
		INST	0,2347	0,0818	2,8680	0,0047
		CRL	-0,0771	0,0938	-0,8215	0,4126
		INTCAP	-0,0190	0,0638	-0,2980	0,7661
TCAP	-0,0585	0,0713	-0,8205	0,4132		

Tabela 18: Equação dos Modelos 3 e 4

Modelo	Variável		Coeficiente	Erro-Padrão	t-Estatístico	p-valor
	Dependente	Independente				
MOD3 <i>N</i> = 169 <i>R</i> ² = 0,305 <i>F</i> = 12,86	RPL	CON3	-0,0342	0,0390	-0,8788	0,3808
		UTIL	-0,2314	0,1211	-1,9114	0,0577
		AT	0,0715	0,0294	2,4321	0,0161
		ESTCAP	0,2512	0,1289	1,9485	0,0531
		INST	-0,2767	0,3536	-0,7826	0,4350
		CRL	0,2764	0,1280	2,1595	0,0323
		INTCAP	0,0518	0,0584	0,8883	0,3757
		TCON	0,0087	0,0720	0,1205	0,9042
MOD4 <i>N</i> = 164 <i>R</i> ² = 0,312 <i>F</i> = 10,33	Q	CON3	0,0720	0,0585	1,2302	0,2205
		UTIL	1,0118	0,3158	3,2040	0,0016
		AT	0,2025	0,0515	3,9333	0,0001
		ESTCAP	-0,3330	0,0719	-4,6325	0,0000
		INST	0,2399	0,0807	2,9733	0,0034
		CRL	-0,0747	0,0931	-0,8027	0,4234
		INTCAP	-0,0193	0,0636	-0,3030	0,7623
		TCON	-0,0600	0,0716	-0,8387	0,4029

No geral, os MOD1 a MOD8 mostraram: a) coeficientes conjuntamente significativos: em todos os modelos a estatística *F* é significativa a 1%; b) coeficiente de determinação (*R*²) em torno de 0,30: não houve diferenças significativas entre as diferentes variáveis de estrutura de propriedade em explicar as variáveis Q e RPL; c) coeficientes individuais de todas as variáveis de estrutura de propriedade estatisticamente iguais a zero ao nível de 10% de significância.

Especificamente, em relação aos modelos da variável RPL como dependente tem-se: a) efeito negativo e significativo da variável UTIL ao nível de 10%; b) efeito positivo e significativo da variável AT ao nível de 5%; c) influência positiva e significativa da variável ESTCAP ao nível de 10%; e d) significância positiva da variável CRL ao nível de 5%. Em relação aos modelos da variável Q como dependente, as variáveis UTIL, AT, ESTCAP e INST apresentaram significância ao nível de 1%. Salientam-se ainda os sinais contrários das variáveis UTIL e ESTCAP nos modelos das diferentes variáveis de performance: nos modelos em que RPL é a

variável dependente, UTIL é negativa e ESTCAP é positiva; nos modelos em que Q é a variável dependente, UTIL é positiva e ESTCAP é negativa.

Tabela 19: Equação dos Modelos 5 e 6

Modelo	Variável		Coeficiente	Erro-Padrão	t-Estatístico	p-valor
	Dependente	Independente				
MOD5 <i>N = 169</i> <i>R² = 0,307</i> <i>F = 13,61</i>	RPL	HCON	-0,0595	0,0515	-1,1539	0,2502
		UTIL	-0,2188	0,1233	-1,7750	0,0778
		AT	0,0683	0,0279	2,4455	0,0155
		ESTCAP	0,2479	0,1291	1,9208	0,0565
		INST	-0,2718	0,3521	-0,7720	0,4412
		CRL	0,2765	0,1279	2,1622	0,0321
		INTCAP	0,0517	0,0586	0,8829	0,3786
		TCON	0,0074	0,0726	0,1017	0,9192
MOD6 <i>N = 164</i> <i>R² = 0,317</i> <i>F = 10,33</i>	Q	HCON	0,1019	0,0625	1,6289	0,1054
		UTIL	0,9986	0,3288	3,0366	0,0028
		AT	0,2054	0,0535	3,8382	0,0002
		ESTCAP	-0,3271	0,0698	-4,6876	0,0000
		INST	0,2329	0,0823	2,8301	0,0053
		CRL	-0,0762	0,0929	-0,8201	0,4134
		INTCAP	-0,0185	0,0633	-0,2920	0,7707
		TCON	-0,0567	0,0709	-0,7999	0,4250

Tabela 20: Equação dos Modelos 7 e 8

Modelo	Variável		Coeficiente	Erro-Padrão	t-Estatístico	p-valor
	Dependente	Independente				
MOD7 <i>N = 169</i> <i>R² = 0,306</i> <i>F = 13,73</i>	RPL	CE	0,0513	0,0560	0,9166	0,3607
		UTIL	-0,2342	0,1190	-1,9684	0,0507
		AT	0,0740	0,0268	2,7606	0,0064
		ESTCAP	0,2461	0,1297	1,8978	0,0595
		INST	-0,2738	0,3516	-0,7786	0,4374
		CRL	0,2774	0,1278	2,1698	0,0315
		INTCAP	0,0494	0,0584	0,8466	0,3985
		TCON	0,0087	0,0726	0,1205	0,9042
MOD8 <i>N = 164</i> <i>R² = 0,312</i> <i>F = 10,50</i>	Q	CE	-0,0718	0,0653	-1,0993	0,2733
		UTIL	1,0306	0,3317	3,1072	0,0022
		AT	0,1946	0,0523	3,7200	0,0003
		ESTCAP	-0,3241	0,0696	-4,6530	0,0000
		INST	0,2387	0,0824	2,8981	0,0043
		CRL	-0,0773	0,0935	-0,8269	0,4095
		INTCAP	-0,0144	0,0642	-0,2240	0,8230
		TCON	-0,0599	0,0714	-0,8392	0,4026

As Tabelas 21 a 24 apresentam os modelos desenvolvidos conforme a equação 3.12 (relação quadrática) utilizando alternativamente cada uma das

variáveis de performance (Q e RPL) como variáveis dependentes e de estrutura de propriedade (CON, CON3, HCON e CE) como variáveis independentes. Ao todo foram estimados 8 modelos (MOD9 a MOD16).

No geral, os MOD9 a MOD16 mostraram: a) coeficientes conjuntamente significativos: em todos os modelos a estatística F é significativa a 1%; b) coeficiente de determinação (R^2) em torno de 0,30: não houve diferenças significativas entre as diferentes variáveis de estrutura de propriedade (e estrutura de propriedade ao quadrado) em explicar as variáveis Q e RPL; c) coeficiente conjunto de todas as variáveis de estrutura de propriedade e estrutura de propriedade ao quadrado estatisticamente igual a zero ao nível de 10% de significância.

Tabela 21: Equação Modelos 9 a 10

Modelo	Variável		Coeficiente	Erro-Padrão	t-Estatístico	p-valor
	Dependente	Independente				
MOD9 <i>N</i> = 169 <i>R</i> ² = 0,309 <i>F</i> = 12,26	RPL	CON	-0,0701	0,0497	-1,4117	0,1600
		CON ²	0,0235	0,0650	0,3619	0,7179
		UTIL	-0,2138	0,1242	-1,7218	0,0870
		AT	0,0717	0,0298	2,4053	0,0173
		ESTCAP	0,2529	0,1339	1,8886	0,0608
		INST	-0,2677	0,3542	-0,7557	0,4509
		CRL	0,2778	0,1282	2,1665	0,0318
		INTCAP	0,0558	0,0620	0,8993	0,3698
		TCON	-0,0171	0,0891	-0,1921	0,8479
MOD10 <i>N</i> = 164 <i>R</i> ² = 0,319 <i>F</i> = 9,39	Q	CON	0,0909	0,0624	1,4577	0,1469
		CON ²	0,0780	0,0629	1,2399	0,2169
		UTIL	1,0045	0,3345	3,0034	0,0031
		AT	0,2082	0,0538	3,8729	0,0002
		ESTCAP	-0,3176	0,0704	-4,5147	0,0000
		INST	0,2383	0,0841	2,8324	0,0052
		CRL	-0,0773	0,0927	-0,8339	0,4056
		INTCAP	-0,0120	0,0618	-0,1950	0,8457
		TCON	-0,1351	0,0999	-1,3519	0,1784

Tabela 22: Equação Modelos 11 e 12

Modelo	Variável		Coeficiente	Erro-Padrão	t-Estatístico	p-valor
	Dependente	Independente				
MOD11 <i>N = 169</i> <i>R² = 0,305</i> <i>F = 11,27</i>	RPL	CON3	-0,0123	0,0708	-0,1731	0,8628
		CON3²	0,0192	0,0398	0,4825	0,6301
		UTIL	-0,2351	0,1238	-1,8990	0,0594
		AT	0,0739	0,0321	2,3044	0,0225
		ESTCAP	0,2534	0,1306	1,9406	0,0541
		INST	-0,2764	0,3545	-0,7797	0,4367
		CRL	0,2787	0,1299	2,1459	0,0334
		INTCAP	0,0531	0,0584	0,9091	0,3647
		TCON	-0,0106	0,0869	-0,1221	0,9029
MOD12 <i>N = 164</i> <i>R² = 0,313</i> <i>F = 9,16</i>	Q	CON3	0,1025	0,0913	1,1226	0,2633
		CON3²	0,0261	0,0473	0,5504	0,5828
		UTIL	1,0066	0,3140	3,2053	0,0016
		AT	0,2058	0,0530	3,8811	0,0002
		ESTCAP	-0,3304	0,0717	-4,6113	0,0000
		INST	0,2403	0,0814	2,9525	0,0036
		CRL	-0,0717	0,0936	-0,7661	0,4448
		INTCAP	-0,0177	0,0626	-0,2819	0,7784
		TCON	-0,0861	0,0944	-0,9122	0,3631

Tabela 23: Equação Modelos 13 a 14

Modelo	Variável		Coeficiente	Erro-Padrão	t-Estatístico	p-valor
	Dependente	Independente				
MOD13 <i>N = 169</i> <i>R² = 0,307</i> <i>F = 12,06</i>	RPL	HCON	-0,0577	0,0466	-1,2384	0,2174
		HCON²	-0,0049	0,0694	-0,0702	0,9441
		UTIL	-0,2201	0,1170	-1,8811	0,0618
		AT	0,0682	0,0286	2,3805	0,0185
		ESTCAP	0,2476	0,1323	1,8712	0,0631
		INST	-0,2722	0,3558	-0,7650	0,4454
		CRL	0,2764	0,1293	2,1375	0,0341
		INTCAP	0,0511	0,0627	0,8151	0,4162
		TCON	0,0124	0,0935	0,1330	0,8944
MOD14 <i>N = 164</i> <i>R² = 0,324</i> <i>F = 9,61</i>	Q	HCON	0,0685	0,0645	1,0633	0,2893
		HCON²	0,0984	0,0657	1,4984	0,1361
		UTIL	1,0217	0,3377	3,0255	0,0029
		AT	0,2074	0,0527	3,9353	0,0001
		ESTCAP	-0,3180	0,0706	-4,5020	0,0000
		INST	0,2399	0,0850	2,8233	0,0054
		CRL	-0,0751	0,0912	-0,8236	0,4114
		INTCAP	-0,0069	0,0608	-0,1143	0,9092
		TCON	-0,1560	0,1004	-1,5527	0,1225

Tabela 24: Equação Modelos 15 e 16

Modelo	Variável		Coeficiente	Erro-Padrão	t-Estatístico	p-valor
	Dependente	Independente				
MOD15 <i>N = 169</i> <i>R² = 0,307</i> <i>F = 13,13</i>	RPL	CE	0,0625	0,0550	1,1365	0,2574
		CE²	0,0290	0,0700	0,4144	0,6791
		UTIL	-0,2376	0,1234	-1,9258	0,0559
		AT	0,0755	0,0274	2,7522	0,0066
		ESTCAP	0,2474	0,1306	1,8938	0,0601
		INST	-0,2741	0,3521	-0,7785	0,4374
		CRL	0,2770	0,1278	2,1679	0,0316
		INTCAP	0,0524	0,0610	0,8591	0,3916
		TCON	-0,0201	0,0951	-0,2109	0,8332
MOD16 <i>N = 164</i> <i>R² = 0,316</i> <i>F = 9,27</i>	Q	CE	-0,0432	0,0716	-0,6029	0,5475
		CE²	0,0783	0,0803	0,9745	0,3313
		UTIL	1,0206	0,3418	2,9860	0,0033
		AT	0,1988	0,0520	3,8199	0,0002
		ESTCAP	-0,3204	0,0711	-4,5052	0,0000
		INST	0,2376	0,0847	2,8072	0,0056
		CRL	-0,0791	0,0924	-0,8562	0,3932
		INTCAP	-0,0065	0,0634	-0,1024	0,9186
		TCON	-0,1365	0,1058	-1,2899	0,1990

Especificamente em relação aos modelos da variável Q como dependente, obtém-se os mesmos achados dos modelos da equação 3.11: a) efeito negativo e significativo da variável UTIL ao nível de 10%; b) efeito positivo e significativo da variável AT ao nível de 5%; c) influência positiva e significativa da variável ESTCAP ao nível de 10%; e d) significância positiva da variável CRL ao nível de 5%. Também em relação aos modelos da variável Q como dependente, as variáveis UTIL, AT, ESTCAP e INST apresentaram significância ao nível de 1%.

4.2.2.2. Causas da estrutura de propriedade das empresas brasileiras não-financeiras

A Tabela 25 apresenta os modelos desenvolvidos conforme a equação 3.13 cujo objetivo é identificar os determinantes da estrutura de propriedade das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto: para cada variável de

estrutura de propriedade operacionalizada estimou-se um modelo, em um total de 4 modelos (MOD17 a MOD20).

Tabela 25: Equações Modelos 17 a 20

Modelo	Variável		Coeficiente	Erro-Padrão	t-Estatístico	p-valor
	Dependente	Independente				
MOD17 <i>N</i> = 171 $R^2 = 0,047$ <i>F</i> = 2,97	COM	UTIL	0,5684	0,2756	2,0627	0,0407
		AT	-0,0956	0,0633	-1,5116	0,1325
		ESTCAP	-0,0080	0,0781	-0,1030	0,9181
		INST	0,1658	0,0593	2,7960	0,0058
		TCON	-0,0507	0,0819	-0,6184	0,5371
MOD18 <i>N</i> = 171 $R^2 = 0,050$ <i>F</i> = 8,43	CON3	UTIL	0,6607	0,1594	4,1461	0,0001
		AT	-0,1534	0,0313	-4,9024	0,0000
		ESTCAP	0,0221	0,0703	0,3148	0,7533
		INST	0,1243	0,0510	2,4379	0,0158
		TCON	-0,0609	0,0840	-0,7247	0,4696
MOD19 <i>N</i> = 171 $R^2 = 0,055$ <i>F</i> = 3,37	HCON	UTIL	0,5712	0,2666	2,1426	0,0336
		AT	-0,1319	0,0629	-2,0979	0,0374
		ESTCAP	-0,0328	0,0785	-0,4178	0,6766
		INST	0,1564	0,0593	2,6364	0,0092
		TCON	-0,0506	0,0818	-0,6184	0,5371
MOD20 <i>N</i> = 171 $R^2 = 0,040$ <i>F</i> = 1,77	CE	UTIL	-0,3727	0,3679	-1,0130	0,3125
		AT	0,0475	0,0894	0,5315	0,5958
		ESTCAP	0,0744	0,0815	0,9136	0,3623
		INST	-0,1447	0,0709	-2,0422	0,0427
		TCON	0,0346	0,0809	0,4281	0,6692

Analisando o grau de ajuste dos modelos da equação 3.13 tem-se: a) coeficientes conjuntamente significativos ao nível de 5%, pela estatística *F*, nos MOD17, MOD18 e MOD19 e insignificância conjunta dos coeficientes ao nível de 10% no MOD20; b) coeficientes de determinação (R^2) baixos em todos os modelos (em torno de 0,05); c) não significância em todos os modelos para as variáveis ESTCAP e TCON.

4.3. Limitações

Com relação ao método de investigação utilizado, o pesquisador definiu ao seu juízo as relações de causalidade entre as variáveis, podendo não ser

consideradas corretas. Para o presente estudo, parte-se da hipótese de que a estrutura de governança corporativa, representada pela estrutura de propriedade, afeta o desempenho corporativo e o valor da empresa. O problema da endogeneidade pode afetar a relação entre as variáveis, pois da mesma forma que a governança corporativa pode causar o desempenho corporativo e valor da firma, ela também pode ser conseqüência, já que as empresas podem alterar sua estrutura de governança corporativa a partir de um determinado desempenho. Dessa forma, o problema da relação endógena entre as variáveis constitui uma limitação da dissertação.

Ainda em relação ao método de investigação, ressalta-se o fato de ter sido empregado a média das observações disponíveis: pelo menos três para o período entre 1997 e 2001. Essa metodologia empregada, baseada em Demsetz e Lehn (1985) e Siqueira (1998), pode ter relegado algumas complicações existentes quando dispõe (combina) de observações sobre várias empresas para alguns períodos de tempo (dados em painel), pois existe o problema de como especificar um modelo estatístico que capte diferenças individuais de comportamento de modo que possa combinar (ou misturar) todos os dados (informações) para fins de estimação e inferência. Nesse caso, sugerem-se dois métodos específicos para a análise de dados em painel: o método estimado por MQO com Efeitos Fixos e o método estimado por MQO com Efeitos Aleatórios.

Outra limitação da pesquisa é que diversas definições operacionais alternativas das variáveis poderiam ser propostas, servindo como aproximações para o que a pesquisa pretende mensurar. No entanto, torna-se difícil determinar objetivamente qual o nível de adequação das definições operacionais empregadas. Uma forma de atenuar este problema é testar a consistência do modelo a diferentes

definições para as mesmas variáveis, tal como foi realizado na presente pesquisa pela utilização de mais de uma definição operacional para estrutura de propriedade. Ademais, na pesquisa, apesar da utilização de algumas variáveis de controle para melhorar a qualidade estatística do modelo, sugere-se em estudos futuros a utilização de outras variáveis de controle potencialmente importantes que podem afetar a governança corporativa que não foram incluídas na análise, como políticas de distribuição de dividendos e juros.

5. Considerações Finais

Em países com alta concentração de propriedade e mercado de capitais pouco desenvolvidos como na América Latina e em especial no Brasil, uma das questões centrais da governança corporativa é o conflito de agência existente entre acionistas majoritários e minoritários. Diversos estudos empíricos citados ao longo dessa pesquisa colocam que uma maior concentração dos direitos de voto pelos acionistas controladores estaria associada à maior expropriação dos acionistas minoritários e, assim ao menor valor e desempenho das empresas (efeito entrenchamento).

Por outro lado, a concentração de propriedade pode estar ligada à possibilidade de os proprietários monitorarem a administração com a provável redução de conflitos e custos de agência. As evidências empíricas mostraram que a presença de acionistas controladores aumenta a relação benefícios/custos do monitoramento, implicando soluções otimizadas para a questão dos conflitos de agência, aumentando o valor e desempenho das empresas (efeito alinhamento).

Ademais, os pesquisadores também se preocupam, além de buscar evidências sobre as conseqüências da concentração de propriedade para o valor e desempenho das empresas, procurar conhecer as causas da concentração de propriedade. Várias pesquisas a partir dos anos 80, considerando companhias européias, norte-americanas e asiáticas, analisadas no decorrer desse estudo, têm testado as hipóteses de que forças como o grau de regulação dos setores, o tamanho da firma, a instabilidade dos mercados de atuação, a estrutura de capital

da empresa e o tipo de acionista controlador exercem papel relevante sobre o grau de concentração da propriedade.

Esta dissertação teve por objetivos principais investigar se existe influência da concentração de propriedade sobre o desempenho financeiro e valor das empresas (conseqüências), e quais os determinantes da concentração de propriedade no Brasil (causas), dentre as cinco variáveis citadas.

Na investigação empírica foram estimados modelos por meio do método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com erros-padrão consistentes à heterocedasticidade, conforme White (1980), construídos segundo indicação da teoria. A amostra de análise foi obtida da população de 459 empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) no período de 1997 a 2001 com dados disponíveis no banco de dados da Economática®. Para desenvolvimento do estudo, foram consideradas todas as empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto com ações negociadas na Bovespa, com dados disponíveis para, pelo menos três dos cinco anos estudados (1997 a 2001), resultando em um total de 176 empresas.

Com os modelos desenvolvidos de acordo com as equações 3.11 (relação linear) e 3.12 (relação quadrática), e pelos Testes t e F de significância dos parâmetros, não se encontraram evidências da relação entre estrutura de propriedade com o desempenho e valor das empresas, conforme achados de Demsetz e Lehn (1985). **Dessa forma, aceita-se a Hipótese Nula 1 levantada na seção 1.3, de que não existe relação significativa estatisticamente entre as variáveis selecionadas de desempenho financeiro e valor das empresas e as variáveis de estrutura de propriedade e controle.**

Sobre os determinantes (causas) da estrutura de propriedade das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto, encontraram-se evidências estatísticas do impacto da regulação do mercado, tamanho da firma e instabilidade da rentabilidade. **Desse modo, rejeita-se a Hipótese Nula 2, de que o grau do controle acionário das empresas não-financeiras de capital aberto não sofre influência da regulação do mercado, do tamanho da firma, da estrutura de capital e da instabilidade da rentabilidade e aceita-se a Hipótese Alternativa 3, de que o grau do controle acionário das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto é determinado pelo menos por uma das variáveis da Hipótese Nula 2 (H_{02}).**

Os achados do impacto da regulação do mercado sobre a estrutura de propriedade corroboram as evidências empíricas de Siqueira (1998) para o Brasil. De acordo com os testes, a estrutura de propriedade sofre influência positiva da regulação do mercado: um aumento da regulação do mercado pode incentivar maior concentração de propriedade, fato esse justificado de acordo com Siqueira (1998), devido à expressiva participação do Estado como acionista majoritário nas companhias de utilidade pública.

Sobre a influência do tamanho da firma sobre a estrutura de propriedade o trabalho encontrou evidências que corroboram Demsetz e Lehn (1985), Pedersen e Thomsen (1997) e Demsetz e Villalonga (2001), que identificaram um efeito negativo do tamanho da firma sobre o grau de concentração do controle acionário, ou seja, o aumento do tamanho da firma proporciona maior dispersão do controle acionário.

Os resultados indicam que companhias de grande porte podem ser associadas com elevados custos de capital e com alto risco de manutenção do grau

de concentração do controle acionário. Tal condição, denominada aversão ao risco, faz com que as grandes empresas tendem a apresentar uma baixa concentração da propriedade. O tamanho das empresas pode ser variável considerando o setor de atuação e também os vários setores da economia. Dessa forma, quanto maior o tamanho da firma, maior a disponibilidade de recursos, e conseqüentemente, maior o valor de mercado de uma parcela de sua propriedade. Sendo assim, o tamanho da empresa pode exercer influência na concentração de propriedade de forma inversa, visto que, quanto maior o valor de mercado e maior o valor absoluto da empresa, menor a probabilidade e a possibilidade de uma parcela maior da propriedade serem detidas por um acionista controlador.

Em relação à influência da instabilidade da rentabilidade sobre a estrutura de propriedade, os resultados apresentados no trabalho ratificam Demsetz e Lehn (1985) e Pedersen e Thomsen (1997), que identificaram correlação positiva entre a instabilidade da rentabilidade e a concentração da propriedade, ou seja, que o aumento da instabilidade gera aumento da concentração do controle de propriedade. Sugere-se que a instabilidade da rentabilidade pode exercer influência sobre a concentração da propriedade em função do conflito de interesses entre administradores e proprietários e dessa forma, esse sendo menor ou maior dependendo da instabilidade dos mercados. A redução do grau de instabilidade da rentabilidade (associada com mudanças de preços, tecnologia e *market-share*) pode provocar a redução da concentração da propriedade, podendo, inclusive, aumentar a liberdade de monitoramento dos gestores.

Outra informação relevante obtida ao se analisar o valor absoluto dos coeficientes das variáveis UTIL, AT e INST na Tabela 14 seção 4.2.1 é que a regulação do mercado é o principal determinante da estrutura de propriedade. O

tamanho da empresa e a instabilidade da rentabilidade influenciam similarmente (praticamente mesmos valores absolutos dos coeficientes), mas em segundo plano a estrutura de propriedade.

Conclui-se pela metodologia empregada, que não foi possível comprovar relação entre as variáveis de estrutura de propriedade e as variáveis de desempenho financeiro e valor das empresas. Em relação às causas da estrutura de propriedade das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto, os resultados mostram indícios de que a estrutura de propriedade pode ser explicada pelo tamanho da firma, instabilidade da rentabilidade e regulação do mercado. A variável de regulação do mercado mostrou-se como o principal determinante da estrutura de propriedade.

A presente pesquisa orientou-se no sentido de contribuir para os estudos teóricos e empíricos sobre as causas e conseqüências da estrutura de propriedade no Brasil. Não teve como propósito esgotar a discussão sobre o assunto, mas sim incentivar pesquisas futuras e a adoção de novas metodologias que possam ratificar os resultados encontrados ou ampliar o horizonte de análises. O tema, a despeito da relativa importância e crescente discussão no meio acadêmico, merece destaque, haja vista a necessidade de se aprimorarem as análises e conclusões sobre a melhor estrutura de propriedade e controle para as empresas brasileiras.

Sugere-se para a realização de novas pesquisas, o uso de métodos estatísticos alternativos, como por exemplo, Mínimos Quadrados em 2 Estágios ou 3 Estágios e análise de dados em painel, com horizonte de tempo maior ou distinto do que foi utilizado, além da inclusão de variáveis diferentes das selecionadas nesse estudo

6. Referências Bibliográficas

- ANDERSON, D. R.; SWEENEY, D. J. WILLIAMS, T. A. *Estatística aplicada à Administração e Economia*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. *Governança Corporativa*. São Paulo: Atlas, 2004.
- BARNEY, J. B. *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. Reading: Addison Wesley Publishing Company, 1997.
- BERLE, A.; MEANS, G. *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan, 1932.
- BERNADES, P.; BRANDÃO, M. M. Governança corporativa: algumas reflexões teóricas sob a perspectiva da economia. In: XXIX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD), 2005, Brasília. *Anais ...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2005 (CD-ROM).
- BRASIL, Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.
- BRASIL, Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.
- CAMPOS, H. *Estatística experimental não-paramétrica*. 4ª Ed. São Paulo: ESA “Luiz de Queiroz” – USP, 1983.
- CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Estrutura de controle e valor das empresas. In: LEAL, R. P. C.; FERREIRA, V.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. (org). *Governança corporativa no Brasil e no mundo*. Rio de Janeiro: E-Papers Serviços Editoriais Ltda, 2002.
- CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração da USP (RAUSP)*, São Paulo, v.39, n.4, p.348-361, Out/Nov/Dez. 2004.
- CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*. São Paulo: v.1, n.1, p.1-18, Jun. 2005.
- CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. *Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil*. Relatório COPPEAD n.358, Rio de Janeiro, 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=477302>>. Acesso em: 08/07/2005.
- CHUNG, K; PRUITT, S. A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, v.23, n.3, p.70-74, Autumn, 1994.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.P.H.; LANG, L. Disentangling the incentive and entrenchment of large shareholdings. *The Journal of Finance*, v.LVII, n.6, p.2741-2771, Dec. 2002.
- CONOVER, W. J. *Practical nonparametric statistics*. Second Edition, New York: John Wiley & Sons, 1980.

- DANTAS, J. A.; ZENDERSKY, H. C.; NIYAMA, J. K. A dualidade entre os benefícios do *disclosure* e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidência. In: XXXVIX Assembléia do Conselho Latino-Americano das Escolas de Administração (CLADEA), 2004, Puerto Plata. *Anais ...* Puerto Plata: CLADEA, 2004 (CD-ROM).
- DE PAULA, G. M. Governança Corporativa no Brasil e México: Estrutura Patrimonial, Práticas e Políticas Públicas. Santiago do Chile: CEPAL, 2003.
- DEMSETZ, H. The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law e Economics*, v.26, p.375-390, Jun. 1983.
- DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, v.93, .6, p.1155-1177, Dec. 1985.
- DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, v.7, n.3, p.209-233, Sep. 2001.
- DUTRA, M.G.L.; SAITO, R. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. In: XXV Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD), 2001, Campinas. *Anais ...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2001 (CD-ROM).
- ECONOMÁTICA® . Banco de Dados. Recife: laboratório de finanças da Faculdade Integrada do Recife, 2004.
- FAMÁ, R.; BARROS, L.A.B. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v.7, n.4, Out/Dez 2000.
- FAYOL, H. *Administração industrial e geral*. São Paulo: Atlas, 1990.
- GIL, A. C. *Como elaborar projetos de pesquisas*. São Paulo: Atlas, 1991.
- GUJARATI, D. N. *Econometria básica*. São Paulo: Makron Books Ltda, 2000.
- HAIR, J. F. JR.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. *Análise Multivariada de Dados*, 5ª Edição, Porto Alegre: Bookman, 2005.
- HILL, R. C.; GRIFFITHS, W. E.; JUDGE, G. G. *Econometria*. 2ª Ed, São Paulo: Saraiva, 2003.
- HITT, M. A.; HOSKISSON, R. E.; IRELAND, R. D. *Administração estratégica*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, p.305-360, Jul. 1976.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. The nature of man. *Journal of Applied Corporate Finance*, v.7, n. 2, 1994.
- KLEIN, B. Contracting costs and residual claims: the separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics*, v.26, p.367-373, June, 1983.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. *Journal of Political Economy*, Chicago, v.106, n.6, p.1113-1155, Dec. 1998.
- _____. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, Malden, v.54, n.2, p.471-518, Apr. 1999.

_____. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v.58, n.1, p.3-28, Jan, 2000.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL, A.; ALOY JUNIOR, R.; LAPAGESSE, G.; Estrutura de controle e valor de mercado das empresas brasileiras. In: XXIV Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD), 2000, Florianópolis. *Anais ...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2000 (CD-ROM).

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. *Corporate governance, value, and dividend payout in Brazil (and in Chile)*. Inter-American Development Bank, Working Paper, 2004. Disponível em: <<http://www.iadb.org/res/laresnetwork/projects/pr220finaldraft.pdf>>. Acesso em: 12/07/2005.

LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. *RAE Eletrônica*, FGV, São Paulo, v.2, n.2, Jul-Dez 2003. Disponível em: <<http://www.rae.com.br>> Acesso em: 10/10/2004.

LEAL, R.P.C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A.L. Corporate governance, transparency, and value in Brazil. V Encontro Brasileiro de Finanças, *Anais ...* Rio de Janeiro: Sociedade Brasileira de Finanças, 2005 (CD-ROM).

LETHBRIDGE, E. Governança Corporativa. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 4, n. 8, p. 209-232, Dez. 1997.

MADDALA, G. S. *Introdução à econometria*. 3^o Ed, Rio de Janeiro: LTC Editora S.A, 2003.

MONFORTE, J. G. In: ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. *Governança corporativa*. São Paulo: Atlas, 2004.

OKIMURA, R. T. Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil. São Paulo: 2003. Dissertação de Mestrado apresentada a FEA/USP.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD), 2004, Curitiba. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2004 (CD-ROM).

OLIVEIRA, A. T.; BASSO, L. F. C.; NAKAMURA, W. T. A remuneração variável vinculada a metas de desempenho e o comprometimento dos executivos com a performance organizacional. In: XXXVIX Assembléia do Conselho Latino-Americano das Escolas de Administração (CLADEA), 2004, Puerto Plata. *Anais...* Puerto Plata: CLADEA, 2004 (CD-ROM).

OLIVEIRA, C. Avaliação das boas práticas de governança corporativa no Brasil. *Cadernos Discentes coppead*, Rio de Janeiro: n.3, p.18-31,2000.

PEDERSEN, T.; THOMSEN, S. European patterns of corporate ownership: a twelve-country study. *Journal of International Business Studies*, v.28, n.4, p.759-778, Fourth Quarter, 1997.

PINDYCK, R.; RUBINFELD, D. *Microeconomia*. 5^o Ed, São Paulo: Prentice Hall, 2002.

PINDYCK, R. e RUBINFELD, D. *Econometria*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2004.

- PROCIANOY, J. Conflitos de interesse: investidor/controlador. In: LEAL, R. P. C.; FERREIRA, V.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L (org). *Governança corporativa no Brasil e no mundo*. Rio de Janeiro: E-Papers Serviços Editoriais Ltda, 2002.
- PROCIANOY, J. L.; SCHNORRENBERGER, A. A estrutura de governance e as decisões de estrutura de capital: o caso das companhias brasileiras. In: XXXVII Assembléia do Conselho Latino-Americano das Escolas de Administração (CLADEA), 2002, Porto Alegre. *Anais ...* Porto Alegre: UFRGS, 2002 (CD-ROM).
- QUINTEIRO, L.G.L. A relação entre a evidenciação de informações contábeis e a volatilidade dos retornos das ações no Brasil . In: XXXVIX Assembléia do Conselho Latino-Americano das Escolas de Administração (CLADEA), 2004, Puerto Plata. *Anais ...* Puerto Plata: CLADEA, 2004 (CD-ROM).
- RABELO, F. e SILVEIRA, J. M. Estruturas de Governança e Governança Corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n. 77, Julho, 1999.
- RABELO, F. M.; COUTINHO, L. Corporate governance in Brazil. In: Policy Dialogue Meeting on Corporate Governance in Developing Countries and Emerging Economies, OCDE Development Centre, 2001.
- SAITO, R. Valor do voto. In: LEAL, R. P. C.; FERREIRA, V.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L (org). *Governança corporativa no Brasil e no mundo*. Rio de Janeiro: E-Papers Serviços Editoriais Ltda, 2002.
- SELLTIZ, C. *et al. Métodos de Pesquisa nas Relações Sociais*. 6^o Reimpressão EPU. São Paulo: Editora USP, 1975.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v.52, 1997.
- SIEGEL, S. *Estatística não-paramétrica para as ciências do comportamento*. São Paulo: MacGraw-Hill do Brasil Ltda, 1975.
- SIFFERT FILHO, N. F. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 5, n^o 9. Jun, 1998.
- SILVA, E. L.; MENEZES, E. M. *Metodologia da pesquisa e elaboração da dissertação*. 3^o Ed. Florianópolis: Laboratório de ensino a distância da UFSC, 2001.
- SILVEIRA, A. M. Governança corporativa, desempenho e valor da empresa. São Paulo: 2002. Dissertação de Mestrado apresentado a FEA/USP.
- SILVEIRA, A. M. Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho no Brasil. São Paulo: 2004. Tese de Doutorado apresentado a FEA/USP.
- SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas (RAE-FGV)*, São Paulo: v.43, n.3, p.50-64, Jul./Set. 2003.
- SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. V Encontro Brasileiro de Finanças, *Anais ...*, Sociedade Brasileira de Finanças, 2005 (CD-ROM).
- SILVEIRA, H. P.; BARROS, L. A.C.; FAMÁ, R. Qualidade da governança corporativa no Brasil e os fatores que a determinam. In: XXVIII Encontro da Associação Nacional

de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD), 2004, Curitiba. *Anais ...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2004 (CD-ROM).

SILVEIRA, A. M.; LANZANA, A. P.; BARROS, L.; FAMÁ, R. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração da USP (RAUSP)*, São Paulo: v.39, n.4, p.362-372, Out/Nov/Dez. 2004.

SIQUEIRA, T. V. Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto. *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro: v. 5, nº 10, p.37-62, Dez. 1998.

STOCK, J. H. e WATSON, M. W. *Econometria*. São Paulo: Pearson Education, 2004.

TAYLOR, F. *Princípios de administração científica*. São Paulo: Atlas, 1987.

TRIOLA, M. F. *Introdução à estatística*. 7ª Ed, Rio de Janeiro: Editora LTC, 1999.

VALADARES, S.; LEAL, R. P. C. Ownership and control of Brazilian companies. Social Science Research Network, Electronic Paper Collection, New York, USA. 2000. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=213409>>. Acesso em: 08/07/2005.

VARIAN, H. R. *Microeconomia: princípios básicos*. Tradução da 5ª Edição Americana, Rio de Janeiro: Campus, 2000.

WEBER, M. *Economia e sociedade: fundamentos da sociologia compreensiva*. Brasília: UNB, 1991.

WHITE, H. A heteroscedasticity consistent covariance matrix estimator and a direct test of heteroscedasticity. *Econometrica*, vol. 48, p. 817-818, 1980.

WOOLDRIDGE, J. M. *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.