

Universidade Federal do Rio de Janeiro
Instituto COPPEAD de Administração
Patricia Maria Bortolon

Determinantes e consequências das decisões de estrutura de
propriedade: estrutura piramidal e unificação de ações

Rio de Janeiro

2010

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

Patricia Maria Bortolon

Determinantes e consequências das decisões de estrutura de
propriedade: estrutura piramidal e unificação de ações

Tese submetida ao corpo docente do
Instituto COPPEAD de Administração,
da Universidade Federal do Rio de
Janeiro – UFRJ, como parte dos
requisitos necessários à obtenção do
grau de doutor.

Orientador: Prof. Ricardo Pereira Câmara Leal, D. Sc.

Rio de Janeiro

2010

FICHA CATALOGRÁFICA

Bortolon, Patricia M.

Determinantes e consequências das decisões de estrutura de propriedade: estrutura piramidal e unificação de ações / Patricia Maria Bortolon – Rio de Janeiro, 2010

Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração, 2010

Orientador: Ricardo Pereira Câmara Leal

1. Governança Corporativa. 2. Estrutura de Propriedade. 3. uma ação – um voto. 3. Pirâmides de Controle – Teses. I. Leal, Ricardo P. C. (Orient.). II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto

**Determinantes e consequências das decisões de estrutura de propriedade:
estrutura piramidal e unificação de ações**

Patricia Maria Bortolon

Tese de Doutorado apresentada ao Instituto COPPEAD de Administração, da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Administração.

Aprovada em:

Ricardo Pereira Câmara Leal, D.Sc.- Orientador
(COPPEAD/UFRJ)

Celso Funcia Lemme, D.Sc.
(COPPEAD/UFRJ)

Andre Luiz Carvalhal da Silva, D.Sc.
(COPPEAD/UFRJ)

Joaquim Rubens Fontes Filho, D. Sc.
(EBAPE/FGV)

Alfredo Sarlo Neto, D. Sc.
(UFES)

Rio de Janeiro

2010

Aos meus filhos Pedro e Sofia, que com seu carinho e graça me deram força indispensável. Agradeço a eles a paciência com o “dever de casa da mamãe que nunca acaba!!”.

Ao meu marido Cláudio, com quem compartilhei este sonho, divido com ele a alegria desta conquista.

Agradecimentos

Aos meus pais, Helio e Suzana, que estiveram sempre prontos a dar apoio e incentivo nos momentos difíceis desta caminhada. Esta vitória é também deles.

Ao meu orientador, Prof. Ricardo Leal, pelo seu exemplo, dedicação, paciência e amizade. Sua importância para o COPPEAD e o meio acadêmico não o tornaram inacessível, ser orientada por você foi um privilégio! Você será sempre uma referência para mim.

À equipe do COPPEAD, Lucianita e Cida da Secretaria Acadêmica, Vera e Eliane da Biblioteca, Dilze da reprografia. Vocês sempre estiveram prontas a ajudar com muito carinho e simpatia.

Ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico - CNPQ pelo financiamento via bolsa de estudos.

Ao Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC e à ANBID pelos prêmios concedidos ao projeto de pesquisa que baseou esta tese. O reconhecimento ao projeto foi um importante incentivo ao desenvolvimento do trabalho.

RESUMO

BORTOLON, Patricia M.; **Determinantes e consequências das decisões de estrutura de propriedade: estrutura piramidal e unificação de ações.**

Orientador: Ricardo Pereira Câmara Leal. Rio de Janeiro: UFRJ/COPPEAD, 2008

Tese (Doutorado em Administração)

A pesquisa estudou as decisões de estrutura de propriedade das empresas brasileiras de capital aberto, seus determinantes e impactos. Escolhas distantes do ótimo representado pelo princípio “uma ação, um voto” são comuns no país. No Brasil estruturas piramidais de controle e ações sem direito a voto são intensamente utilizadas.

Esta tese, em seu primeiro ensaio, estudou a utilização de ações sem direito a voto através das operações de unificação de ações observadas entre os anos de 2000 e 2008. Embora uma das exigências para ingresso no Novo Mercado da Bovespa seja a adoção exclusiva de ações com direito a voto, das 33 operações de unificação de ações observadas 14 são em empresas que não migraram para aquele segmento. Em comum, as empresas apontam como motivações o aumento da liquidez das ações, a adoção de melhores práticas de governança corporativa e melhores condições de financiamento futuro. As análises, entretanto, mostram que os determinantes da unificação estão relacionados a menores desvios de direitos por parte do maior acionista, menor diluição do poder de voto após a unificação e menor pagamento de dividendos. A unificação tem impacto positivo na liquidez, no tamanho e na participação no índice Ibovespa.

O segundo ensaio investiga as motivações da adoção de estruturas piramidais de controle, presentes em cerca de 75% das empresas listadas na Bovespa. Entre as possíveis motivações para a adoção de estruturas piramidais estão a vantagem de financiamento através do mercado de capitais interno, identificados por empresas maiores e organizadas em pirâmides com mais níveis até o acionista último. A probabilidade da pirâmide ter muitos níveis aumenta com o tamanho e o desvio de direitos. Estas estruturas pagam mais dividendos e impostos, o que enfraquece argumentos relacionados aos benefícios privados de controle. O maior pagamento de dividendos também pode ser usado para amenizar o caixa disponível ao livre arbítrio de gestores controladores em estruturas piramidais opacas.

ABSTRACT

BORTOLON, Patricia M.; **Determinants and consequences of ownership structure decisions: pyramidal ownership and dual class stock unifications**

Orientador: Ricardo Pereira Câmara Leal. Rio de Janeiro: UFRJ/COPPEAD, 2008

Thesis (Ph.D. on Finance)

This research have studied the ownership structure choices of brazilian public companies, their determinants and impacts. Choices distant from the optimal “one share – one vote” are spread over the country. In Brazil pyramidal ownership and non voting shares are widespread.

This thesis, in its first essay, has studied the non-voting shares adoption through the dual class stock unifications observed between years 2000 and 2008. Although the migration to Bovespa’s special listing segment of New Market (Novo Mercado - NM) requires firms to have solely voting shares, among the 33 stock unifications observed in the period 14 were made by companies that haven’t migrated NM. Among the main reasons for the capitalization back into a single class, firms quote: increases stocks liquidity, improves the corporate governance practices and improves future financing conditions. The analysis in this research, however, show that stock unification determinants are related to (i) smaller differences between control and cash flow rights by the biggest shareholder, (ii) smaller dilution of voting rights as a consequence of unification and (iii) less dividends payments. The stock unification has positive impacts on liquidity, size and weight in Ibovespa index.

The second essay investigates the motivations behind the adoption of pyramidal ownership structures, that are present in 75% of firms listed in Bovespa. Among the motivations are the financing advantage through internal capital market, observed in bigger companies with more levels until the ultimate shareholder. The probability that pyramids have more than four levels until the ultimate owner increases with size and the separation between cash flow rights and voting rights. These structures pay more dividends and taxes, what weakens arguments about private benefits of control. The higher dividends payments can also be used to lessen the cash available to the discretion of controlling managers in complex pyramidal structures.

Sumário

Sumário	9
DETERMINANTES E CONSEQUÊNCIAS DAS OPERAÇÕES DE UNIFICAÇÃO DE AÇÕES NO BRASIL	11
I - Introdução:.....	12
II - Revisão da Literatura:.....	13
III - Evolução do Ambiente Brasileiro:.....	19
IV - Formulação de Hipóteses:.....	22
V - Descrição da amostra:	24
VI - As características das empresas que realizaram unificação:	30
VII - Os impactos da unificação:	34
VIII - A estrutura de propriedade e suas modificações após a unificação:.....	41
IX - O que determina a probabilidade da empresa unificar suas ações:	46
X – Conclusão	53
Referências:.....	54
Apêndice A: Descrição das Variáveis.....	57
Segundo Ensaio	61
DETERMINANTES DA ESTRUTURA PIRAMIDAL DE CONTROLE.....	61
I - Introdução.....	62
II – Entrevistas com profissionais do mercado	66
III – Participações indiretas e classificação da estrutura de propriedade.....	70
IV - Descrição da amostra	72
V – Comparações das variáveis	76
VI – Análise multivariada	79
VII – Ressalvas à análise e continuidade da pesquisa	85
VIII – Conclusão	85
Referências:.....	87
Apêndice A: Descrição das Variáveis.....	89
Apêndice B: Estatísticas Descritivas	92

Apêndice C: Testes de diferenças de médias das variáveis descritivas das amostras 2004 e 2006	
.....	93
CONCLUSÃO	96

Primeiro Ensaio

DETERMINANTES E CONSEQUÊNCIAS DAS OPERAÇÕES DE UNIFICAÇÃO DE AÇÕES NO BRASIL

Resumo:

Este artigo analisa o fenômeno recente de unificação de ações em empresas brasileiras de capital aberto. Entre as motivações apontadas pelas empresas estão: o aumento da liquidez das ações, a adoção de melhores práticas de governança corporativa e melhores condições de financiamento futuro. Análises logit, entretanto, mostram que os determinantes estão relacionados com um menor desvio de direitos por parte do maior acionista, menor diluição do poder de voto após a unificação e menor pagamento de dividendos. Estas também são as características que diferenciam estas empresas das que permanecem com duas classes de ações. A operação tem impacto positivo na liquidez, no tamanho e na participação no índice Ibovespa. A estrutura de controle se altera com redução da participação dos principais acionistas, mantendo ainda assim, a concentração do controle.

I - Introdução:

O uso de ações sem direito a voto é comum em diversos países do mundo. No Brasil cerca de 70% das empresas têm ações sem direito a voto em sua estrutura. Essa é uma das formas de atingir o controle da empresa com menor investimento, uma vez que o acionista pode deter a maioria das ações com direito a voto e poucas ou nenhuma ação sem direito a voto. Por isso mesmo a emissão de ações sem direito a voto é entendida por alguns autores como um estágio natural no processo de crescimento da empresa (Pajuste, 2003; Amoako-Adu e Smith, 2001; Dittmann e Ulbricht, 2007). As ações sem direito a voto dão ao empreendedor condições de financiar seu projeto mantendo o controle. Posteriormente, quando novas oportunidades de crescimento gerarem a necessidade de captar no mercado de ações, a empresa reconsideraria essa estrutura, caminhando então para a adoção de ações com direito a voto exclusivamente.

O movimento em direção ao princípio uma ação – um voto tem sido observado, e documentado em artigos acadêmicos empíricos, em diversos países como Canadá, Israel e na Europa. A literatura teórica sobre o tema não define o princípio “uma ação – um voto” como ótimo em qualquer situação. Os artigos empíricos, em sua maioria, apontam impactos positivos sobre a liquidez, capacidade de captar novos recursos, valor e endividamento.

A conversão de uma ação sem direito a voto em ação com direito a voto, naturalmente, dilui o controle uma vez que o número de ações votantes aumenta. Nos países observados, assim como no Brasil, há concentração de controle, o que leva ao questionamento de por que os principais acionistas aprovariam esse tipo de operação. Vários motivos foram identificados, entre eles: a maior liquidez dos ativos destes acionistas, melhores oportunidades na venda do controle, maior presença de investidores qualificados como acionistas. Em geral, estes acionistas têm participação em ações sem direito a voto, e a probabilidade da unificação aumenta quanto maior for esta participação, ou seja, menor o desvio de direitos dos acionistas relevantes. Quanto maior o percentual de ações sem direito a voto na estrutura da empresa também maior a probabilidade da unificação.

Este artigo busca respostas sobre as operações de unificação no Brasil. As unificações tiveram impulso, sobretudo a partir de 2005, com o aquecimento do mercado de ações no país. Mudanças estruturais, como a Lei 10.303/2001 e os segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa, incentivaram a adoção de melhores práticas de governança corporativa.

Foram observadas 33 operações de unificação de ações no Brasil entre 2000 e 2008. As operações são, em sua maioria, compulsórias, com razões de conversão 1:1. Identificamos 14 operações em que a migração para o Novo Mercado não ocorreu, o que poderia ser esperado dada a exigência deste segmento em relação à classe única de ações. Entre as motivações enumeradas pelas próprias empresas estão: maior liquidez, melhores práticas de governança corporativa e melhores condições de financiamento. As análises mostram que as empresas que unificam ações são aquelas em que a operação resulta em menor diluição do poder de voto, há menor pagamento de dividendos, e menor liquidez.

As operações afetaram positivamente a liquidez, a participação no índice IBOVESPA e algumas variáveis relacionadas a tamanho e valor. A estrutura de controle se altera em direção ao menor poder de voto dos acionistas principais, mas ainda mantendo participações relevantes nas empresas. A diluição do controle só foi observada em duas empresas da amostra. O *free-float*¹ após a unificação, nas empresas que não migram para o Novo Mercado, não aumenta muito.

O texto é organizado da seguinte forma: a seção II apresenta os artigos teóricos e empíricos relacionados ao tema, inserindo também a discussão sobre o ótimo, ou não, da regra uma ação – um voto; a seção III contextualiza o fenômeno descrevendo as principais alterações no ambiente brasileiro; a seção IV relaciona as hipóteses de pesquisa; a seção V descreve a amostra; a seção VI compara as empresas da amostra com as que permaneceram com duas classes de ações no período de estudo; a seção VII analisa os impactos da unificação; a seção VIII avalia com maiores detalhes as alterações na estrutura de controle; a seção IX avalia os determinantes da probabilidade de unificação e a seção X conclui.

II - Revisão da Literatura:

O trabalho pioneiro de Berle e Means (1932) sobre as grandes corporações dos EUA sugere que o controle disperso, característico daquelas companhias, leva a uma relação inversa entre a pulverização do controle e o desempenho corporativo.

Mais tarde, essa relação foi melhor explicitada por Jensen e Meckling (1976) em um modelo teórico, que define custos de agência e como se apresentam aos diversos tipos de fornecedores de capital dada a separação entre controle e propriedade. Em estruturas com controle disperso o conflito ocorre entre os gestores e os acionistas. Já nas estruturas com

¹ *Free-float* representa o percentual de ações da empresa que está na posse de “outros” acionistas, ou seja, acionistas cuja participação na empresa é inferior a 5%.

controle concentrado o conflito ocorre entre os acionistas majoritários, ou controladores, e os minoritários. Quando além da concentração, o controle e a propriedade são desproporcionais, o grupo de controle tem incentivos para extrair benefícios privados, já que seu investimento na empresa apresenta proporção menor que a quantidade de votos que possui e que seu poder de decisão. A estrutura de propriedade e a separação entre controle e propriedade resultantes dos diversos arranjos (ações sem direito a voto, pirâmides de controle, posse cruzada de ações) passaram a ser tema de diversos estudos teóricos e empíricos. Entretanto, tanto os estudos teóricos quanto os empíricos não apresentam uma visão unânime sobre a adequação ou não da separação entre controle e propriedade e seus impactos sobre as empresas e a sociedade.

A alocação eficiente do capital pode ser prejudicada quando há desvios entre propriedade e controle. Pode ocorrer tanto por uma menor oferta de recursos às empresas onde esse desvio é acentuado, levando-as a perder oportunidades de investimento, quanto pelo menor incentivo aos empreendedores se, em outro extremo, as oportunidades de extração de benefícios privados forem muito reduzidas, levando à menor inovação e investimento (Adams e Ferreira, 2007).

Grossman e Hart (1988) mostram como o mercado por controle pode ser afetado pela separação entre controle e propriedade. Os autores mostram que em empresas com controle acionário disperso no mercado, desviar do princípio “uma ação – um voto” pode ser eficiente na medida em que viabiliza transferências de controle potencialmente geradoras de valor. Entretanto, quando o controle é disputado entre um *incumbent* menos eficiente do que um proponente externo, a regra “uma ação – um voto” é eficiente. Já para firmas com um acionista controlador o princípio “uma ação – um voto” permite transferências de controle que aumentem o valor da firma e impedem aquelas que reduziriam o mesmo.

Bukart e Lee (2007) revisam trabalhos teóricos e empíricos sobre o princípio “uma ação – um voto” e ressaltam que a imposição do princípio pode desencorajar aberturas de capital e investimentos, e que o mercado por controle, apesar do poder disciplinador sobre a gestão, também pode implicar em uma gestão conservadora e defensiva. Os autores também enumeram diferentes alternativas para a separação entre controle e propriedade, como o uso de pirâmides de controle e mesmo o uso de derivativos. Estes podem ser usados, por exemplo, em operações de *swap* em que os direitos sobre dividendos são trocados com outro ativo enquanto os direitos de voto são mantidos. Empréstimos de ações também podem ser usados para separar o direito sobre o fluxo de caixa e o direito de voto.

A teoria mencionada anteriormente baseia-se no valor do controle e na existência de um mercado para aquisição do mesmo (teoria do *takeover*). Quando não há, como no caso do Brasil, um mercado ativo de aquisição de controle por meio de compras públicas de ações, o racional para o desvio do princípio “uma ação – um voto” tem sua avaliação prejudicada. Dittmann, Maug, Kubler e Mechtenberg (2007) revisam a literatura empírica sobre os prêmios de *takeover*² e observam que a teoria não explica os prêmios pagos pelo direito de voto em países onde os *takeovers* não são comuns e também em empresas que oferecem *tag-along*³ às ações sem direito a voto. Através de experimentos, observam o pagamento de prêmios significativos pelo direito de voto mesmo nas situações em que as condições de racionalidade do experimento não o sugerem. Concluem que os indivíduos dão valor ao fato de participarem de um grupo com poder e pagam pelo direito de voto mesmo quando esse voto tem pouco efeito sobre seus recebimentos.

Nenova (2003) desenvolve uma medida para o valor do voto do bloco de controle e analisa esta variável em 18 países em 1997. O valor do bloco de controle pode ser interpretado como um limite inferior para o valor dos benefícios privados de controle. Cerca de 68% da variação desta medida entre os países analisados pode ser explicada pelo ambiente legal, pela proteção ao investidor, e pela regulação das operações de *takeover*.

O debate sobre as vantagens e desvantagens do uso de ações sem direito a voto e a consequente separação entre propriedade e controle é extensa. A concentração de controle beneficia o monitoramento da gestão, mas compromete a liquidez das ações com direito a voto. A menor liquidez prejudica também a capacidade de investidores minoritários, votantes ou não, avaliarem corretamente o potencial de expropriação e assim definir o preço que estariam dispostos a pagar pela ação da empresa. O problema poderia ser minimizado com uma melhor proteção ao investidor. Becht (1999), entretanto, argumenta que essa proteção pode diminuir a liquidez e até mesmo incentivar o uso de outros mecanismos de desvio de direitos, como as pirâmides de controle. Segundo o autor, a solução ideal, ainda não encontrada, é aquela que permite a concentração do poder de voto, não prejudica a liquidez e garante a proteção aos minoritários. Allaire (2006), refletindo sobre o uso de duas classes de ações no Canadá, conclui que desde que haja proteção adequada aos minoritários, essa

² *Takeover* é a mudança de controle acionário através da aquisição de ações. Pode ocorrer por processo amigável com os atuais controladores ou não, através de oferta de aquisição de ações em negociação no mercado.

³ *Tag along* é a obrigatoriedade de o adquirente do controle da companhia aberta realizar oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos demais acionistas da companhia. No Brasil, a nova Lei das SAs, promulgada no final de 2001, assegura aos minoritários votantes preço equivalente a no mínimo 80% do valor pago pelas ações do bloco de controle.

estrutura de propriedade tem a vantagem de garantir no longo prazo o comprometimento do empreendedor/fundador. Entre os mecanismos de proteção ele menciona o *tag-along* e a eleição de conselheiro pelos minoritários.

No Brasil, a utilização de ações sem direito a voto e pirâmides de controle é intensa, embora se observe declínio. Aldrighi e Mazzer Neto (2007) identificam que o percentual de empresas de capital aberto que usam ações PN sem direito a voto se reduziu de 68,7% em 1998 para 65% em 2002. Com relação à utilização de pirâmides de controle, os autores verificam uma redução no percentual de empresas de capital aberto que usam essa estrutura, de 51,6% em 1998 para 47,1% em 2002. O uso destas estratégias, entretanto, é penalizado pelo mercado. Carvalho da Silva e Leal (2006) encontram relação negativa entre o valor e a separação entre direitos de voto e sobre fluxo de caixa (avaliado pelo percentual de votos sobre percentual da participação total, tanto direta como indiretamente).

Além do impacto sobre o valor das empresas, o desvio entre propriedade e controle afeta também o diferencial de preços entre ações com e sem direito a voto, o que pode comprometer decisões de captação de recursos via novos lançamentos. O diferencial de preços entre as ações capta, pelo menos parcialmente, os benefícios de controle, e, em geral, as ações com direito a voto são negociadas com valores superiores às sem direito a voto. No Brasil, entretanto, Saito (2003) encontra um diferencial de preços médio negativo no período de Julho/1994 a Junho/2002, com as ações PN mais caras do que as ON. A análise empírica dos determinantes desse diferencial mostra a relação positiva da liquidez e do percentual de ações ON com o diferencial de preços.

O ambiente legal e a proteção aos minoritários também afetam o diferencial de preços entre as ações. As mudanças na legislação brasileira a partir de 1997 (ver seção a seguir) impactam negativamente quando diminuem a proteção aos minoritários votantes e positivamente quando a proteção é reinstituída (Saito, 2003). Carvalho da Silva e Subrahmanyam (2007) encontram resultado semelhante e estendem a análise às práticas de governança das empresas e encontram que o prêmio pelo voto é inversamente relacionado com um índice desenvolvido para captar essas práticas. Com melhor proteção aos minoritários, menores serão os benefícios privados aos detentores de ações com direito a voto, reduzindo o preço destas e o prêmio pelo voto.

Da Silveira e Saito (2008) fazem ressalvas ao uso do diferencial de preços das ações como *proxy* para benefícios privados de controle ou prêmio pelo voto no Brasil. As ações ON, concentradas nas mãos dos controladores, não vão a mercado e os preços avaliados são das

ações de minoritários com pouco poder de afetar as decisões, além disso, a maior liquidez e maiores dividendos das ações PN elevam o preço destas, afetando o diferencial de preços.

Prêmios negativos também são apontados por Neumann (2002) em trabalho empírico sobre o diferencial de preços entre classes de ações na Dinamarca. Naquele país, o baixo *free-float* das ações com direito a voto e a baixa atividade de *takeover*, mostram uma preferência do investidor pela liquidez.

Da Silveira e Saito (2008) analisam especificamente as exigências de *tag-along* sobre o diferencial de preços das ações quando são exógenas (definidas por legislação) e quando são voluntárias. No Brasil, as mudanças que impuseram *tag-along* para minoritários votantes aumentando as vantagens dessa classe de ação aumentaram o diferencial de preços entre as ações. Entretanto, garantias voluntárias adicionais às exigidas por lei não têm impacto significativo.

Os trabalhos anteriores mostram como o mercado avalia as estratégias para manutenção do controle e desvio de direitos. As escolhas das empresas têm impacto sobre a liquidez e o preço afetando o uso do mercado de ações como fonte competitiva de financiamento. Da Silveira e Lopes Dias Junior (2008) comprovam que o mercado também penaliza as decisões que prejudicam acionistas minoritários. Analisando os efeitos de 24 anúncios sobre conflitos de interesses entre grupos de acionistas, eles encontram reação negativa do preço de 12% em uma janela de 15 dias em torno do evento.

À medida que mercados e investidores se desenvolvem, decisões que de alguma forma prejudiquem acionistas minoritários impactam cada vez mais o desempenho das ações no mercado. Como consequência, observa-se um movimento das empresas no sentido de alterar sua estrutura de propriedade em direção ao princípio “uma ação, um voto”. Este fenômeno vem sendo observado em diversos países e documentado na literatura, que resumiremos a seguir.

Amoako-Adu e Smith (2001) analisam o uso de duas classes de ações em horizonte de 15 anos desde a abertura de capital e identificaram 56 casos de unificação de ações no Canadá no período 1979-1998. As motivações estavam relacionadas aos planos de reestruturação de dívidas e à necessidade de tornar as ações mais atraentes viabilizando novas ofertas. Maior liquidez, atrair investidores externos e a listagem em bolsas dos EUA também foram relacionadas como motivações.

Pajuste (2003) analisa 108 unificações que ocorreram em sete países da Europa no período 1996-2002. A probabilidade de uma empresa unificar as ações aumenta com a

necessidade de capital para investimentos ou aquisições e com a existência de um controlador com baixo nível de benefícios privados. A unificação tem efeito positivo sobre o valor da companhia e a liquidez, também ocorrendo uma diminuição da alavancagem. A autora não encontrou evidências de redução da participação do controlador após a unificação. Na conclusão, a autora concorda com a visão de Amoako-Adu e Smith (2001) sobre a estrutura com duas classes de ações ser uma etapa intermediária até o ponto em que a empresa necessite de capital adicional para financiar sua expansão e crescimento. Dittmann e Ulbricht (2007) também desenvolvem raciocínio semelhante.

Hauser e Lauterbach (2004) estimam o valor do direito de voto através das compensações pagas a acionistas votantes em 84 unificações em Israel no período 1990-2000. As unificações foram impulsionadas a partir de 1989 quando a bolsa de Tel Aviv proibiu novos lançamentos de ações com direitos inferiores de voto. As compensações foram maiores em empresas controladas por famílias, aumentam com a perda de poder de voto causada pela unificação e diminuem com a participação de investidores institucionais.

Analisando 31 unificações na Alemanha no período 1990-2001, Dittmann e Ulbricht (2007) encontram um aumento do valor de 4% no dia do anúncio da unificação. A variação dos retornos anormais encontrados é explicada em grande parte pela estrutura de propriedade e pela liquidez. A probabilidade de realizar a unificação aumenta se a perda de poder de voto do acionista controlador não for grande e com as restrições financeiras enfrentadas pela firma.

Bigelli (2004) estuda 43 unificações na Itália no período 1972-2003. A unificação (especialmente quando a troca de ações sem direito a voto por ações com direito a voto acontece na proporção 1:1) causa diluição no valor do direito de voto, prejudicando os acionistas com direito a voto e privilegiando os sem direito a voto. Na Itália, o diferencial de preços das classes de ações é alto e as unificações aconteceram sem compensações financeiras para os acionistas com direito a voto. Os efeitos produzidos nas diferentes classes de acionistas são significativos e opostos. O autor desenvolve um modelo que estima o impacto da unificação sobre as diferentes classes de acionistas. O modelo prevê impactos negativos para o detentor da ação com direito a voto e positivos para os sem direito a voto, com a magnitude do impacto variando com o percentual de ações sem direito a voto na empresa e o diferencial de preços entre ações com e sem direito a voto. A exigência de pagamento, pelo detentor da ação sem direito a voto, para realizar a conversão diminui significativamente o efeito negativo sobre a ação com direito a voto. Este efeito negativo levanta questões sobre a

motivação para a aprovação destas operações pelos acionistas controladores e suspeitas sobre possíveis estratégias e negociações prévias privilegiadas que amenizem essa perda.

III - Evolução do Ambiente Brasileiro:

O ambiente institucional brasileiro alterou-se a partir de 2001 oferecendo melhor proteção aos direitos dos minoritários, o que influencia as decisões empresariais, entre elas, a decisão de usar ou não ações sem direito a voto.

Desde a Lei 6.404/1976 até as modificações incorporadas pela Lei 9.457/1997, as empresas podiam emitir até 2/3 do total de suas ações como ações sem direito a voto. Minoritários votantes tinham direito a *tag-along* de 100% no caso de transferência de controle e preferencialistas adquiriam direito a voto após três anos consecutivos sem recebimento de dividendos. Em 1997, com o objetivo de facilitar o processo de privatização, os direitos de *tag-along* foram suprimidos e foi garantido dividendo superior em 10% às ações preferenciais em relação às ordinárias.

A Lei 10.303/2001 limitou a emissão de ações sem direito a voto a 50% do total de ações, restabeleceu o *tag-along* aos minoritários votantes, só que garantindo 80% do valor pago aos controladores. Em relação às ações preferenciais, as empresas poderiam optar entre três tipos de compensação: (i) dividendo prioritário mínimo de 3% do valor patrimonial da ação; (ii) dividendo 10% superior ao das ações com direito a voto; (iii) *tag-along* de 80% do valor pago ao bloco de controle.

O movimento em direção a uma maior proteção aos minoritários originou-se no ativismo dos investidores institucionais nos EUA na década de 80, movimento reforçado pelos escândalos corporativos na década seguinte naquele país. No Brasil, a estabilidade econômica e a abertura de mercado a partir da década de 90 criaram nas empresas nacionais a necessidade crescente de acesso aos mercados de capitais. O sucesso do acesso a estes recursos passou a depender da adoção de melhores práticas de governança corporativa.

Em 1995, foi fundado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração com o objetivo de fortalecer a atuação desse órgão na supervisão e controle das empresas. Com o passar do tempo as preocupações se ampliaram para questões de diretoria, conselho fiscal e auditoria independente. Em 1999 o Instituto passou a se denominar Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) com o objetivo de melhorar a governança corporativa no Brasil. O Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa criado e editado pelo IBGC dá as diretrizes para um bom sistema de governança corporativa abordando seis temas:

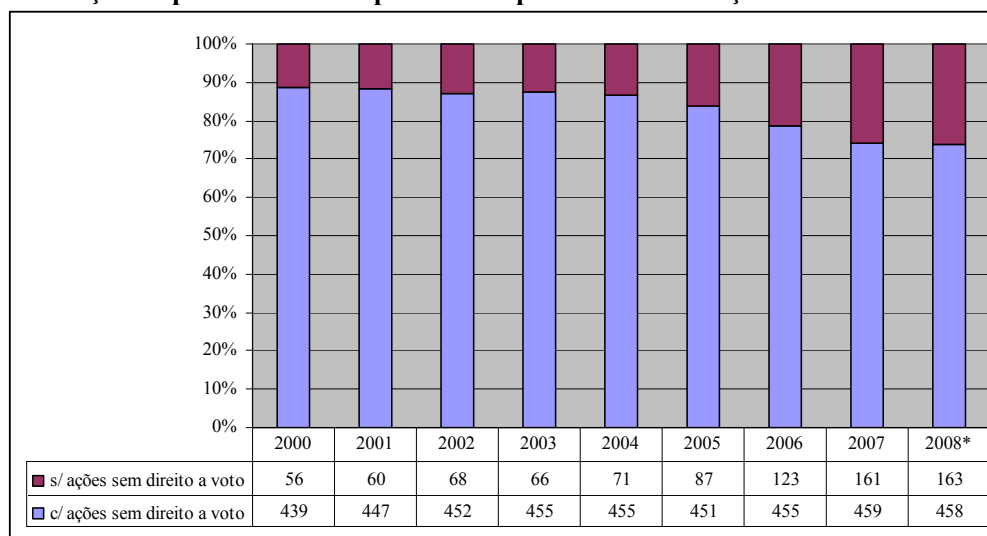
propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria independente, conselho fiscal e conduta/conflito de interesses. O Código estabelece que: “O direito de voto deverá ser assegurado a todos os sócios, independentemente da espécie ou classe de suas ações/quotas e na proporção destas. Assim, uma ação/quota deverá assegurar o direito a um voto. Esse princípio deve valer para todos os tipos de sociedades e demais organizações, no que couber.”

Os níveis diferenciados de governança corporativa criados pela Bovespa em 2001 têm adesão voluntária pelas empresas e visam destacar aquelas que se comprometem com as melhores práticas de governança corporativa e transparência. Os Níveis 1 e 2 e o Novo Mercado têm, nessa ordem, exigências crescentes quanto às práticas de governança corporativa. Para acesso ao Novo Mercado, não é permitido, por exemplo, que as empresas tenham ações sem direito a voto em sua estrutura de propriedade. Em março de 2009 a Bovespa tinha 447 empresas não financeiras listadas, 42 empresas listadas no Nível 1, 18 no Nível 2 e 99 empresas no Novo Mercado.

A evolução do mercado brasileiro em direção à menor utilização das ações sem direito a voto pode ser observada em diversos indicadores. Na Figura 1 observamos que o percentual de empresas de capital aberto que usam ações sem direito a voto em sua estrutura caiu de 89% em 2000 para 74% em 2007.

Figura 1

Evolução do percentual de empresas de capital aberto com ações sem direito a voto



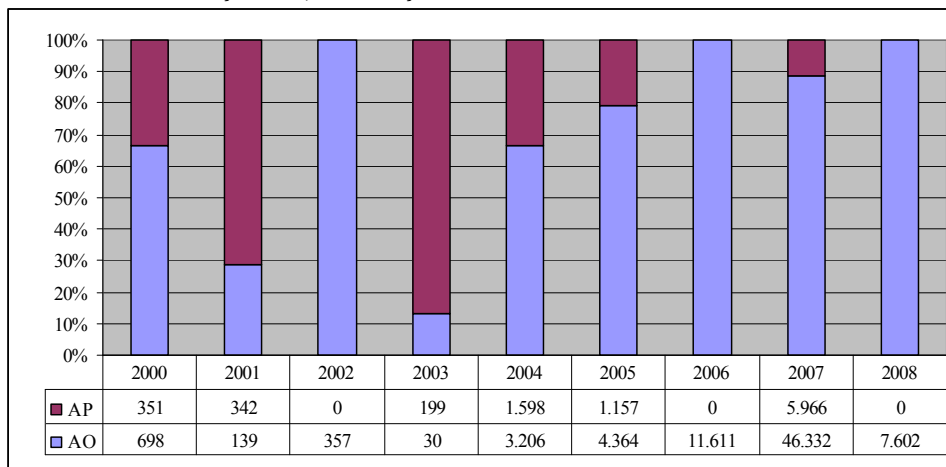
* abril/2008

Fonte: Economática e Bloomberg

A Figura 2 mostra que houve mudanças na forma como as empresas iniciam a negociação de suas ações em bolsa. As ofertas iniciais passaram a ser predominantemente de ações ON, no ano 2000 cerca de 70% do valor financeiro ofertado foi de ações ON, em 2008 esse percentual atingiu 100%.

Figura 2

Evolução das ofertas iniciais de ações (IPOs). São consideradas ofertas primárias, secundárias e mistas. AP = ação PN, AO = ação ordinária. Valores em milhões de Reais.

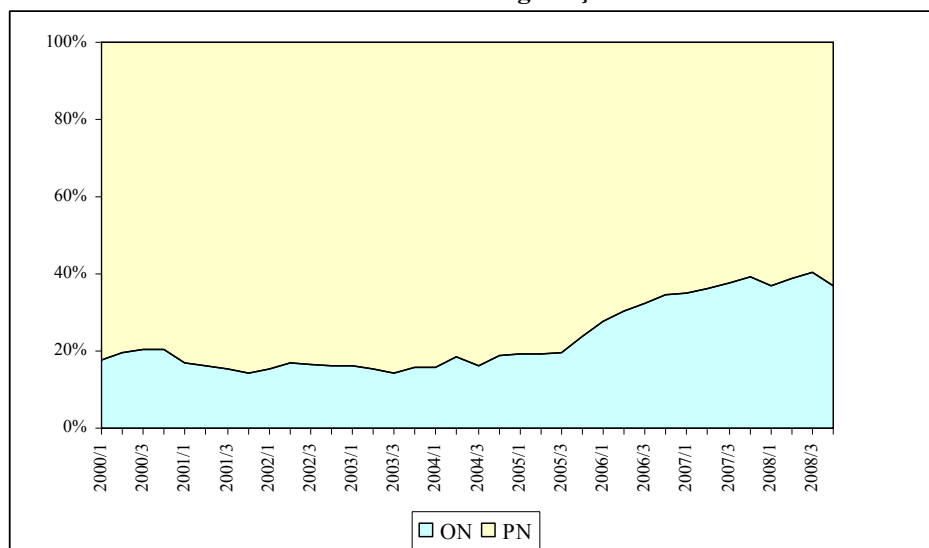


Fonte: site CVM

Quando analisado o volume financeiro negociado na Bovespa trimestralmente, também se observa que as ações ON representavam 18% do volume no primeiro trimestre de 2000 e 37% no último trimestre de 2008 (Figura 3).

Figura 3

Evolução trimestral da divisão do volume financeiro negociado na Bovespa em ações ON e PN. Não são consideradas negociações de units.

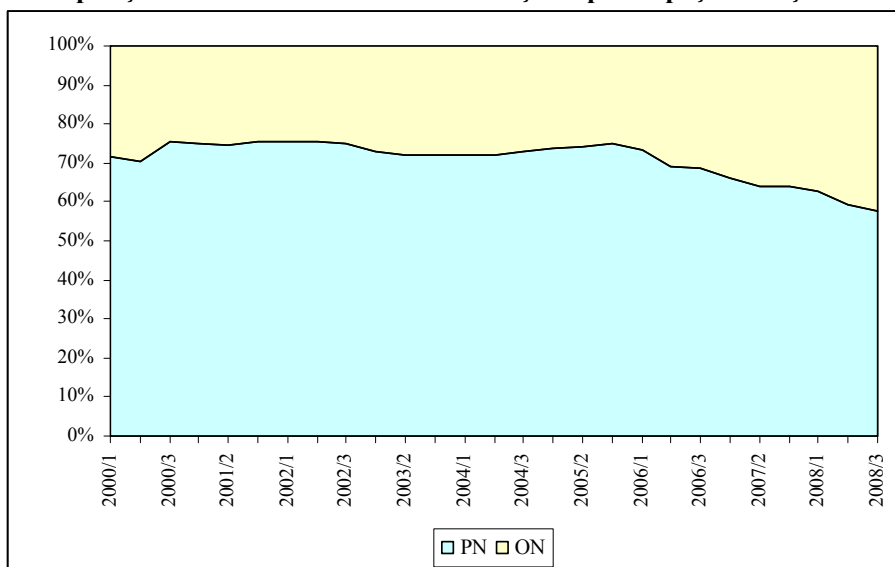


Fonte: Bloomberg

Ter as ações incluídas no índice IBOVESPA é fato relevante para as empresas, na Figura 4 observa-se que a participação de ações sem direito a voto na composição do índice caiu de 72% no primeiro quadrimestre de 2000 para 58% no último de 2008.

Figura 4

Evolução da composição do índice IBOVESPA em relação à participação de ações PN e ON.



Fonte: Bloomberg

IV - Formulação de Hipóteses:

Tendo como base os artigos teóricos e empíricos citados na revisão bibliográfica são formuladas as hipóteses a serem testadas no trabalho.

A literatura coloca como objetivo da utilização de ações sem direito a voto o exercício do controle com menor investimento, levando a um desvio entre direitos sobre voto e propriedade, e incentivos à extração de benefícios privados. A operação de unificação elimina essas características e dilui o poder de voto do acionista controlador na medida em que a conversão das ações PN aumenta o total de ações ON sobre o qual sua participação é calculada. Se o acionista votante tem também ações PN esse efeito pode ser reduzido através da conversão das suas ações.

Hipótese 1: as empresas que realizam unificação têm acionistas controladores com menor desvio entre direitos sobre controle e propriedade.

Hipótese 2: o desvio de direitos sobre controle e propriedade tem relação positiva com a probabilidade de unificação.

Na mesma linha de raciocínio, podemos esperar que empresas que utilizem menos intensamente ações PN em sua estrutura tenham melhores condições para viabilizar a unificação, uma vez que a diluição do controle será menor.

Hipótese 3: empresas que realizam unificação têm menos ações PN em sua estrutura de propriedade.

Hipótese 4: a probabilidade de unificar ações tem relação negativa com o percentual de ações PN na estrutura de propriedade da empresa.

Os artigos nacionais citados mostram como o valor das empresas pode ser afetado negativamente por práticas inadequadas de governança corporativa e adoção de desvios de direitos. Portanto, espera-se que mudanças como a unificação de ações impactem positivamente o valor da firma.

Hipótese 5: a unificação tem efeito positivo sobre o valor da firma.

A valorização facilita o acesso ao mercado de ações como fonte de financiamento. Artigos empíricos internacionais documentaram a necessidade de financiamento do crescimento e restrições financeiras como motivadores das unificações. O pagamento de dividendos será utilizado como indicador de restrições financeiras.

Hipótese 6: empresas com menor pagamento de dividendos têm maior probabilidade de realizar unificação de ações.

Hipótese 7: empresas que realizam unificação têm maiores oportunidades de crescimento.

O desvio de direitos favorece a concentração de controle com menor investimento por parte do acionista controlador, o que incentiva o monitoramento da gestão, entretanto, o mercado penaliza a empresa com menor liquidez das ações e menor valor. As operações de unificação podem ser justificadas quando se tem como objetivo aumentar a liquidez das ações. Essa maior liquidez pode atrair também investidores qualificados como fundos de investimento ou investidores internacionais, podendo ser uma alternativa para a saída do acionista controlador, que passa a ter melhores condições de vender sua participação no mercado. Em um país em que as aquisições de controle não são frequentes, esse pode ser um objetivo relevante.

Hipótese 8: empresas que realizam unificação têm menor liquidez.

Hipótese 9: a probabilidade de realizar a unificação é maior em empresas com menor liquidez.

Hipótese 10: nas empresas que realizam unificação observa-se uma redução da participação dos maiores acionistas após a unificação.

Hipótese 11: a presença de investidores qualificados aumenta após a unificação.

Um dos critérios para inclusão de uma ação no índice IBOVESPA é a liquidez da ação. Fazer parte do índice é importante na medida em que a ação passa a fazer parte de todas as carteiras que tentam replicar o desempenho do índice. Como a maior liquidez é um dos objetivos prováveis da unificação, pode-se esperar que esta também impacte a chance da ação ser incluída no índice.

Hipótese 12: a participação das empresas que realizam unificação no índice IBOVESPA aumenta após a unificação.

V - Descrição da amostra:

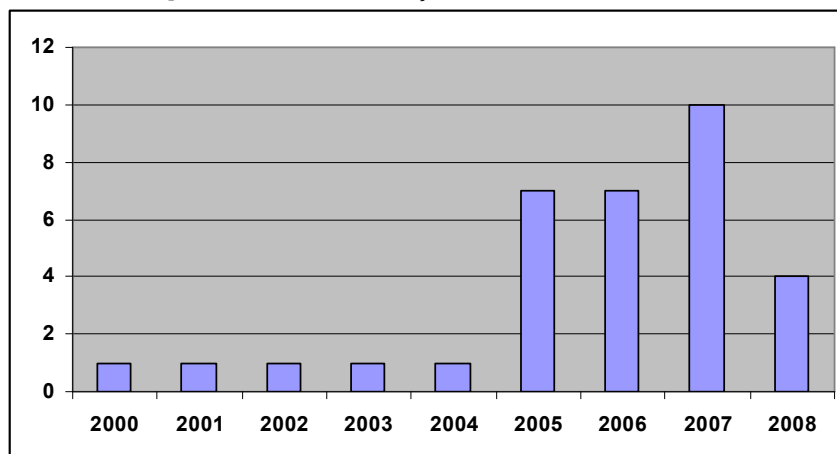
Foi definido o período de análise de 2000 a 2008, devido à pouca frequência do fenômeno nos anos anteriores e também à maior dificuldade de obtenção de informações sobre os comunicados das empresas ao mercado e notícias veiculadas na imprensa.

O grupo de análise é composto por 33 empresas que realizaram unificação de ações no período de 2000 a 2008. O grupo de controle é formado por 125 empresas que mantiveram duas classes de ações ao longo do mesmo período. Assim, empresas que entraram ou saíram do mercado ao longo do período não compõem o grupo de controle. Esse procedimento evita os vieses de novas listagens e saídas embora carregue o viés de sobrevivência.

A distribuição das 33 unificações ano a ano (Figura 5) mostra como as operações tiveram impulso a partir de 2005. Esse perfil acompanha a maior quantidade de lançamentos de ações e o aquecimento do mercado de capitais como alternativa de financiamento das empresas no Brasil.

Figura 5

Quantidade de unificações em cada ano



Fonte: Economática

As características das unificações listadas na Tabela 1 mostram que a operação típica é do tipo compulsória, com relação de troca 1:1, ou seja, uma ação preferencial é convertida em uma ação ordinária, feita em etapa única e na maioria das vezes parte das adequações à listagem das ações da empresa no Novo Mercado. Não foi possível encontrar os detalhes de três operações: Itautec, Porto Seguro S.A. e Wembley, que compõem a amostra nas análises quantitativas posteriores.

Não há operações em que seja exigido pagamento pelo acionista sem direito a voto ou compensação ao votante, como mencionado em artigos internacionais. Em apenas seis casos a conversão não ocorreu na proporção 1:1, sendo eles: Embraer, Industrias Romi, Iochpe Maxion, Arcelor Brasil, Bandeirante Energias S.A. e Enersul, sendo as três últimas parte de operações de fusão e incorporação. Essa característica mostra que não parece haver preocupação com a diluição do poder de voto dos acionistas votantes. Entretanto, em todos os casos é assegurado ao acionista detentor de ações sem direito a voto o direito de retirada, previsto em lei, com ressarcimentos estabelecidos em relação ao valor patrimonial das ações com base em demonstração financeira do ano anterior.

A Embraer contratou consultoria para definir a relação de troca de ações a partir de análise econômico-financeira. Os acionistas controladores da Embraer à época (Sistel, Cia Bozano e Previ), com ações vinculadas a acordo de acionistas, entendiam que estas ações faziam jus a um valor superior àquele aplicado às demais ações. A solução encontrada foi criar uma nova empresa com ações dos acionistas controladores, cuja composição embutiria uma relação de troca de 1:1,1153 para cada ação vinculada ao acordo de acionistas, essa empresa então incorporaria a Embraer mantendo uma relação 1:1 para as demais ações ordinárias e preferenciais. Essa proposta contemplaria um prêmio de 9% às ações vinculadas ao acordo de acionistas. A aprovação dessa proposta foi em assembléia especial em que em primeira instância foi votada por todos os acionistas não controladores, inclusive ADSs, sendo a aprovação pelos controladores dependente da aprovação em primeira instância. Devido ao disposto no artigo 137, inciso II, da Lei 6.404/76, os requisitos de liquidez e dispersão acionária não se aplicaram às ações PN e, portanto, os detentores destas não puderam exercer direito de recesso. Na proposta da operação também estavam a limitação do poder de voto a 5%, independente da quantidade de ações detida, e a limitação do voto por acionistas estrangeiros a 40%. Os acionistas controladores também se comprometeram a não negociar ações da companhia em até seis meses após a operação.

A Inds. Romi também adotou conversão diferente de 1:1. Em 14/12/2006, em Fato Relevante, a empresa comunicou a aprovação em Conselho de Administração (CA) e o encaminhamento para aprovação em Assembleia Geral da proposta de desdobramento de todas as ações, passando cada uma a representar 10 ações pós desdobramento, e a conversão das ações preferenciais na proporção de 10 preferenciais para cada 9 ações ordinárias. Em 15/2/2007 a Assembleia foi convocada, foi enviada nova proposta de estatuto e uma carta da administração da empresa. Nesta carta a razão de conversão é justificada apenas como uma forma de “alcançar uma situação de equilíbrio e justiça para todos os atuais acionistas, sejam eles titulares de ações ON ou ações PN”, nenhuma informação adicional é fornecida. O acionista controlador (68,55% das ações ON) detinha 40,69% das ações PN, a aprovação na AGESP (Assembléia Geral Extraordinária de Acionistas Preferencialistas) foi possível com a aprovação de diversos fundos de investimento com participações menores. Interessante também a informação na carta aos acionistas sobre o impacto no preço das ações, que segundo a própria administração, tiveram valorizações de 61,7% para ações ON e 38,8% para as ações PN entre 6/12/2006 e 29/1/2007, que a empresa entendeu como um sinal de aprovação das alterações propostas pelo mercado.

A relação de troca na Iochpe Maxion foi de 1,20:1. Em 16/2/2007 a empresa comunicou em Fato Relevante a contratação do Unibanco para avaliar a relação de troca entre as classes de ações. Em 4/12/2007 o CA aprovou o resultado do estudo feito pelo Unibanco e a razão de conversão já citada, sem fornecer no Fato Relevante informações e disponibilizando o estudo do Unibanco no site da empresa. O estudo avaliou o prêmio para as ações ON através de análises de outras operações de unificação, operações de fusão e aquisição nacionais e internacionais, e através de fluxo de caixa descontado. Enquanto o estudo era elaborado, a empresa também tentou obter junto à CVM condições mais favoráveis para a aprovação da conversão em Assembléia Geral de Acionistas Preferencialistas, retratado em Fato Relevante de 11/7/2007. A tentativa talvez se explique pelo *free-float* das ações PN serem de cerca de 51%, segundo posição acionária de 16/2/2006.

Nos casos em que a conversão não foi compulsória identificamos dois em que as ações PN foram resgatadas pela própria empresa: BR Malls Participações e Tempo Participações, ambas listadas no Novo Mercado. Nos dois casos as ações preferenciais não estavam sendo negociadas no mercado sendo de propriedade dos acionistas controladores. Conversões voluntárias foram observadas na Aços Villares e na Eternit. Na primeira, após o período de conversão facultativa que foi de agosto/2000 a abril/2001, restavam ações PN na proporção de

2,41% do total de ações da companhia apenas. A empresa aprovou então em AGO/E e AGESP a conversão compulsória argumentando que as preferenciais restantes estavam com pouca liquidez. À época da conversão voluntária, o *free-float* das ações preferenciais era de 34%. A Eternit, em reunião do CA em maio/2004, manifestou a intenção de listar suas ações no Novo Mercado e entre as adequações permitiu a conversão voluntária. Em agosto/2004, 74,9% das ações haviam sido convertidas e a empresa pleiteou então a listagem no Nível 2 da Bovespa. Somente em junho/2006 a conversão compulsória ocorreu, com aprovação em AGE e AGESP, e a entrada no Novo Mercado sendo possível em agosto/2006.

Como ações exclusivamente com direito a voto são uma exigência do Novo Mercado, o mais frequente é observar a migração das empresas após a unificação. Entretanto, observamos que 14 operações ocorreram em empresas que não fazem parte de nenhum segmento diferenciado da Bovespa, são elas: Aços Villares, Arcelor Brasil, Bandeirante Energia S.A., Celg, Cia de Seguros Minas Brasil, Enersul, Globex, Gradiente, Itautec, Kepler Weber, M G Poliest, Minupar, Plascar Participações Ind., Wembley.

Em 28 empresas da amostra pudemos observar o tempo entre o primeiro anúncio sobre a unificação e o momento em que as ações PN deixam de ser negociadas. Consideramos como primeiro anúncio, em geral, a reunião do Conselho de Administração que aprovou e decidiu sugerir a unificação ou a Convocação das AGE e AGESP. O tempo médio observado foi de 228dias.

Tabela 1

Descrição das principais características das unificações ocorridas no período 2000 a 2008 no Brasil. As informações pesquisadas constam em documentos das empresas enviados à CVM, tais como convocações de assembléias, atas de reunião de assembléias, fatos relevantes. Também foram pesquisadas notícias veiculadas na imprensa.

Empresa	Ano da unificação	Conversão em etapa única?	Compulsória ou Voluntária?	Relação de troca:	Houve informação prévia na imprensa?	Novo Mercado?	Duração da operação (dias)
Aços Villares	2001	N	Voluntária (1a. etapa) Compulsória (2a. Etapa)	1:1		Não	
Arcelor Brasil	2005		Compulsória	Belgo 1:1 Cst 9,32:1 da Belgo		Não	106
Bandeirante Energia S.A.	2005	S	Compulsória	1057,92:1		Não	788
BR Malls Part	2007	N	PNs resgatadas pela empresa			Sim	122
Celg	2005	S	Compulsória	1:1		Não	285
Cia de Seguros Minas Brasil	2008	S	Compulsória	1:1		Não	409
Cia Hering	2007	S	Compulsória	1:1		Sim	133
Copasa	2006	S	Compulsória	1:1		Sim	592
Cyrela Realty	2005	S	Compulsória	1:1		Sim	49
Drogasil	2007	N	Compulsória	1:1		Sim	92
Embraer	2006	S	Compulsória	1:1,1153	Sim	Sim	143
Enersul	2005	S	Compulsória	1604,06:1		Não	788
Eternit	2006	N	Voluntária (1a. etapa) Compulsória (2a. Etapa)	1:1		Sim	816
Gafisa	2006	S	Compulsória	1:1		Sim	10
Globex	2008	S	Compulsória	1:1		Não	75
Gradiente	2007	N	Compulsória	1:1		Não	102
Hinds Romi	2007	S	Compulsória	10:9		Sim	100
Iochp Maxion	2008	S	Compulsória	1,20:1		Sim	375
Itautec	2000					Não	
Kepler Weber	2003	N	Volta a emitir PNs	1:1		Não	456
Lojas Renner	2005	S	Compulsória	1:1		Sim	51
M G Poliest	2007	N	Compulsória	1:1		Não	69
Minupar	2007	S	Compulsória	1:1	Sim	Não	293
Perdigão S.A.	2006	S	Compulsória	1:1	Sim	Sim	54
Plascar Participações Ind.	2007	S	Compulsória	1:1		Não	60
Porto Seguro S.A.	2004					Sim	
Portobello	2008	S	Compulsória	1:1		Sim	105
São Carlos Empreend e Partic S.A	2006	S	Compulsória	1:1		Sim	83
Tempo Participações	2006	N	PNs resgatadas pela empresa			Sim	
Tractebel	2005	S	Compulsória	1:1		Sim	115
Triunfo participações	2007	S	Compulsória	1:1		Sim	27
Weg	2007	S	Compulsória	1:1		Sim	78
Wembley	2002					Não	

Tabela 2

Motivações para conversão das ações apresentadas pela empresas em documentos oficiais e veiculadas na imprensa.

Motivações para a operação de unificação de ações:

Maior liquidez das ações	13
Aprimoramento das práticas de governança corporativa	11
Ingressar no Novo Mercado	11
Aumentar possibilidade de captação no mercado financeiro. Financiar crescimento.	5
Maior participação e transparência às decisões da empresa	5
Possíveis reflexos no valor de mercado	4
Alinhamento de interesses de acionistas	3
Simplificação da estrutura societária	2
Aumento da capitalização de mercado	1
Realizar oferta pública para venda do controle	1
Aumentar a base de acionistas.	1
Não identificada a motivação	10

obs.: uma empresa pode relacionar mais de um objetivo para a unificação de ações.

Foram pesquisados documentos oficiais das empresas disponíveis no site da CVM e também notícias na imprensa (Jornais: Valor Econômico, Gazeta Mercantil, O Globo e Revistas: Exame e Capital Aberto). Nem todas as operações foram noticiadas na imprensa, do grupo de 33, identificamos notícias sobre 20 operações. Somente em três casos observamos notícias prévias à comunicação oficial das empresas.

Em 13/1/2006, o Jornal Valor Econômico noticiou a intenção da Embraer de tornar-se empresa sem controle definido, também sugerindo que, entre os objetivos, estaria a saída e capitalização do fundo de pensão Sistel. O jornal também informava que a CVM estaria investigando o volume anormal de negócios com a ação preferencial, que havia chegado a 1008 negócios em 14/12/2005, quando no dia de maior negociação em novembro/2005 não houve mais do que 200 negócios. Os jornais também noticiaram em 13/1/2006 aumentos de preços das ações ON e PN da empresa. Em Fato Relevante na mesma data (13/1/2006) a Embraer admitiu que estudos sobre uma nova formatação da estrutura de capital estavam em curso, mas que não havia nada definido. Três dias depois (16/1/2006), em novo Fato Relevante, a empresa divulgou detalhes da proposta. Em junho/2006 a empresa migrou para o Novo Mercado e na distribuição de capital datada de 23/4/2007 o fundo de pensão Sistel já não constava como acionista relevante.

Caso semelhante ocorreu com a Minupar, em que a CVM também apresentou questionamentos. O primeiro ofício da CVM, datado de 23/2/2007, questionou as oscilações nos preços das ações preferenciais, que haviam mais do que dobrado de preço em uma semana. A empresa respondeu desconhecer os motivos de tal oscilação. Em 6/3/2007 a empresa responde a novo questionamento da CVM sobre a operação de conversão de ações, informando não estar estudando tal possibilidade (as ações PN continuavam valorizadas). Somente em 31/8/2007 a empresa divulgou a ata de reunião do CA aprovando a conversão a ser encaminhada à apreciação das Assembleias Gerais. Neste caso, foram quase seis meses em que o mercado trabalhou com suspeitas sobre a operação de unificação e migração para o Novo Mercado.

A Perdigão, em nota de esclarecimento de 16/1/2006, menciona as informações veiculadas na imprensa sobre uma possível reestruturação societária e diz que estudos estavam em andamento há cerca de um ano, embora naquele momento não houvessem definições a respeito. Em 17/02/2006, cerca de um mês após, a empresa publica fato relevante e convoca a Assembléia Geral de Acionistas Preferencialistas – AGESP para 8/3/2006 para

deliberar sobre a reestruturação e conversão de ações preferenciais e ordinárias, com o objetivo de ingressar no Novo Mercado da Bovespa.

Todas as conversões de ações passam por aprovações em Assembleias Gerais de Acionistas e de Acionistas Preferencialistas. Em apenas um caso houve manifestação contrária à operação. A unificação na M&G Poliéster ocorreu simultaneamente à incorporação da M&G Polímeros (empresa de capital fechado com o mesmo controlador da M&G Poliéster). A Hedging Griffio (HG), detentora de ações preferenciais da M&G Poliéster, manifestou-se contrariamente alegando que a incorporação favorecia o controlador e diluiria ainda mais a participação dos minoritários da M&G Poliéster. A participação da HG não foi suficiente para impedir a aprovação na AGESP e a liminar requerida na justiça foi indeferida. A contestação foi veiculada na imprensa e questionada pela CVM. Entretanto, restou à HG apenas o exercício do direito de retirada, que poderia ser feito pelo valor calculado com base no valor de patrimônio líquido a preços de mercado das ações de emissão da companhia em 31/3/2007.

Foram pesquisadas as motivações apresentadas pelas empresas em documentos oficiais e comunicações ao mercado e também em notícias veiculadas na imprensa. A Tabela 2 apresenta os motivos mais frequentes. Uma empresa pode relacionar vários objetivos para a unificação e, portanto, a soma da Tabela 2 não iguala o número de unificações analisadas. O principal é o aumento da liquidez das ações, acompanhado pelo objetivo de melhorar as práticas de governança corporativa e melhores condições de acesso ao mercado financeiro.

VI - As características das empresas que realizaram unificação:

As variáveis analisadas são descritas no Apêndice A. As estatísticas básicas das empresas do grupo unificação e do grupo de controle encontram-se, respectivamente, nos Apêndices B e C.

As comparações com o grupo de controle foram feitas de duas formas. A tabela 3 mostra as comparações das variáveis com todo o grupo de controle. A tabela 4 mostra a comparação com empresas semelhantes sob critérios de tamanho e setor industrial.

O desvio de direitos, calculado como percentual da participação em ações PN sobre participação total, mostra que os maiores acionistas das empresas que realizam unificação têm maior participação em ações PN do que os acionistas do grupo de controle. Diferenças significativas a 1%. Quando comparadas com empresas semelhantes, a diferença se mantém para o grupo do maior e três maiores acionistas, embora com menor significância. Estes dados

dão suporte à hipótese 1. As empresas do grupo unificação também têm menos ações PN em sua estrutura, diferença que se mantém significativa mesmo quando comparada com empresas semelhantes, o que comprova a hipótese 3. Estes dados mostram que, de fato, a unificação ocorre em empresas onde a diluição do poder de voto dos maiores acionistas resultante da conversão de ações é menor.

A hipótese da restrição financeira foi avaliada através dos indicadores de pagamento de dividendos. As estatísticas mostraram diferenças significativas para o *dividend yield* e o *pay-out*, comprovando a hipótese 6. As diferenças também existem em relação ao grupo de empresas semelhantes.

Empresas com maiores oportunidades de crescimento teriam maiores incentivos a unificar ações visando novas captações. As oportunidades de crescimento foram avaliadas por meio das variáveis VMERC, QTOBIN, LNMERC, entretanto somente esta última apresentou diferença significativa a 5%. Essa diferença não se mantém significativa quando as empresas são comparadas com semelhantes, o que dá pouco suporte a hipótese 7.

A liquidez, motivação principal relacionada pelas empresas, não é significativamente diferente entre os grupos unificação e controle quando avaliada pela variável LIQBOLSA, calculada pela Económica. A variável PREBOLSA, entretanto, é diferente mesmo quando comparada com empresas semelhantes. Também observamos diferença na variável FFLOAT, mostrando que as empresas do grupo unificação têm menos ações em negociação no mercado. Portanto, a hipótese 8 não tem sustentação forte.

Como as amostras na comparação com empresas semelhantes ficaram pequenas, como teste de robustez, realizamos testes não paramétricos (Mann-Whitney) para verificar se as diferenças mantinham-se significativas. No teste não paramétrico as variáveis desvios de direitos (G1DESVDIR e G3DESVDIR), que já reduziram significância estatística da primeira comparação para a comparação com semelhantes, aqui deixam de ser significativas. Outra diferença encontrada foi em relação a variável QTOBIN que no teste não paramétrico apresentou diferença a 5%.

Tabela 3**Comparação de médias das variáveis entre os grupos Unificação e Controle**

As amostras do grupo unificação e do grupo controle são as descritas nas tabelas anteriores. As médias das variáveis foram calculadas para o período 2000-2007, exceto as variáveis DUALPRE, G1DESVDIR, G3DESVDIR, G5DESVDIR e PERCNV que no grupo unificação tiveram as médias calculadas com base nos 3 anos anteriores à unificação. *, **, ***, indicam respectivamente, significância a 10%, 5% e 1%.

Variável	Unificação		Controle		t
	N	Média	N	Média	
ATIV (milhões)	32	2.210.000	125	7.140.000	1,2678
CAPEXATIV	32	0,08	121	0,08	0,1211
DIVYLD	33	2,43	95	7,50	3,8145 ***
DUALPRE	13	-0,02	108	0,32	1,1311
FFLOAT	33	28,43	125	36,05	1,9250 *
LIQBOLSA	32	0,12	125	0,42	1,4678
LNATIV	32	20,64	125	20,50	0,3451
LNIMOB	32	19,40	123	19,24	0,3121
LNKSOC	32	19,49	125	19,11	1,0339
LNPER	32	19,60	125	19,46	0,2820
LNPL	28	19,91	125	19,62	0,7126
LNVMERC	31	20,30	123	19,32	1,9982 **
G1DESVDIR	29	0,79	124	0,50	2,8791 ***
G3DESVDIR	29	0,81	124	0,58	3,1943 ***
G5DESVDIR	29	0,77	124	0,58	2,9429 ***
PERCNV	31	0,43	125	0,51	2,2036 ***
PAGDIV	33	0,46	125	0,55	1,1843
PARTIBOV	33	0,10	125	0,23	1,7727 *
PAYOUT	33	26,90	90	71,88	2,7272 ***
PER (milhões)	32	909.000	125	3.620.000	1,3685
PL (milhões)	32	898.000	125	2.670.000	1,1394
PREBOLSA	33	85,61	125	96,60	3,3484 ***
RLOAT	31	0,79	120	0,75	0,3958
ROA	32	7,99	124	22,47	0,9449
ROE	32	55,60	117	167,04	0,5263
VARIMOB (milhões)	30	110.000	124	334.000	0,7558
VARPER (milhões)	30	127.000	121	377.000	0,7275
VMERC (milhões)	31	2.180.000	123	4.510.000	0,7879
QTOBIN	30	1,50	123	0,31	0,9945

Tabela 4

Comparação de médias das variáveis entre os grupos Unificação e empresas selecionadas do Grupo de Controle

A amostra do grupo unificação é a descrita nas tabelas anteriores. Para o grupo de controle foram selecionadas empresas com tamanho semelhante às do grupo unificação e que fossem do mesmo setor industrial, segundo classificação da Economatica. Para ser considerada semelhante no tamanho a empresa deveria estar no mesmo quartil da variável LNATIVME. As médias das variáveis foram calculadas para o período 2000-2007, exceto as variáveis DUALPRE, G1DESVDIR, G3DESVDIR, G5DESVDIR e PERCNV que no grupo unificação tiveram as médias calculadas com base nos 3 anos anteriores à unificação. *, **, ***, indicam respectivamente, significância a 10%, 5% e 1%. Foram realizados testes t e não paramétrico de Mann-Whitney para pequenas amostras.

Variável	Unificação		Controle		Teste t	Teste MW
	N	Média	N	Média	t	z
DIVYLD	23	2,63	28	7,07	3,0247 ***	4,0810 ***
FFLOAT	23	25,78	35	34,90	1,7088 *	1,7800 *
LIQBOLSA	23	0,06	35	0,21	1,3113	-0,1810
LNATIV	22	20,51	35	20,75	0,5731	0,5490
LNIMOB	22	19,57	35	19,56	-0,0272	-0,008
LNKSOC	22	19,42	35	19,28	-0,3642	-0,6560
LNPER	22	19,77	35	19,85	0,2027	0,2540
LNPL	18	19,85	35	19,65	-0,4851	-0,826
LNVMERC	22	19,93	34	19,59	-0,6326	-0,6710
G1DESVDIR	20	0,81	35	0,52	-1,9166 *	-1,5230
G3DESVDIR	20	0,83	35	0,63	-1,7430 *	-1,5840
G5DESVDIR	20	0,78	35	0,63	-1,5783	-1,3390
PAGDIV	23	0,39	35	0,58	1,7076 *	1,8700 *
PARTIBOV	23	0,06	35	0,10	0,7035	0,3370
PERCNV	22	0,42	35	0,53	2,2671 **	2,0780 **
DUALPRE	11	0,01	29	0,20	0,7588	0,6060
PAYOUT	23	27,23	26	65,53	1,8242 *	1,7960 *
PER (milhões)	22	960.246	35	1.681.011	0,9714	0,1310
PL (milhões)	22	788.338	35	1.147.680	0,6580	0,0490
PREBOLSA	23	83,6957	35	97,5000	2,7163 ***	2,8260 ***
RLOAT	22	0,82	35	0,74	-0,7288	-0,7710
ROA	22	8,34	35	10,61	0,5222	-0,6230
ROE	22	52,74	34	398,93	0,7619	-0,1340
VARIMOB (milhões)	21	142.077	35	88.191	-0,6337	-0,8040
VARPER (milhões)	21	154.469	34	168.983	0,1015	-1,0740
VMERC (milhões)	22	1.570.781	34	2.786.122	0,7447	-0,7210
QTOBIN	21	1,49	34	1,05	-1,4849	-2,3480 **

VII - Os impactos da unificação:

A seguir analisamos os impactos da unificação observando, para o grupo Unificação, as alterações nos valores das variáveis após a operação (Tabela 5). Dada a quantidade de unificações realizadas somente a partir de 2005, ressalva deve ser feita às análises que compararam valores três anos antes com três anos após a operação, uma vez que poucos dados estão disponíveis sobre o terceiro ano subsequente. Como em várias comparações as amostras utilizadas foram pequenas, checamos a consistência dos resultados a partir do teste não paramétrico de Wilcoxon para amostras emparelhadas. As diferenças significativas encontradas são apresentadas na Tabela 6, e não diferem muito das encontradas na Tabela 5.

A variável LIQBOLSA mostra que o objetivo mais frequente observado é atingido, com impacto positivo e significativo sobre a liquidez das ações das empresas.

A hipótese 10, sobre a redução da participação dos maiores acionistas, não é confirmada. Observa-se uma redução significativa apenas para o grupo dos 5 maiores acionistas quando observada a diferença entre o ano anterior e o ano seguinte à unificação. Análises mais detalhadas sobre a estrutura acionária serão apresentadas na seção seguinte.

A participação no índice IBOVESPA aumenta apenas quando é observada a variação entre dois anos antes e dois anos após a unificação, o que dá sustentação a hipótese 12.

É interessante observar como as empresas aumentam de tamanho, o que surgiu na análise de diversas variáveis: ATIV, LNATIVTOT, LNPER, LNPL, PER, PL. Também observamos aumento no valor de mercado avaliado por VMERC e LNVMERC, mas não no QTOBIN. A hipótese 7, sobre oportunidades de crescimento, encontra aqui melhor sustentação do que nas comparações anteriores com o grupo de controle. Entretanto, a hipótese 5, sobre o aumento do valor, não tem forte sustentação já que VMERC e LNVMERC são significativas em algumas comparações, mas o Q de Tobin em nenhuma.

Não encontramos variações significativas em investimento, retornos, endividamento e pagamentos de dividendos.

Tabela 5
Diferenças de Médias de Variáveis antes e após a operação de unificação

Diferença de médias das variáveis das empresas que realizaram unificação de ações entre 2000 e 2007. Foram observadas as variáveis um ano antes e um ano após a unificação, dois anos antes e dois anos após, e finalmente, três anos antes e três anos após a unificação de ações. *, **, ***, indicam respectivamente, significância a 10%, 5% e 1%.

Variável	N	-1	N	+1	N	-2	N	+2	N	-3	N	+3
ATIV (milhões)	30	2.140.000	27	3.540.000	29	1.890.000	17	5.290.000 ***	29	1.750.000	8	3.690.000 *
CAPEXATIV	23	0,04	27	0,05	23	0,05	17	0,04	23	0,07	11	0,02 **
DIVYLD	25	2,84	28	1,32	25	1,94	18	0,91	25	2,11	11	0,69
EXIGPL	29	1014,24	27	235,96	28	549,00	17	236,00	28	2588,82	8	234,88
FLOAT	25	18,44	28	28,92	25	22,65	18	24,94	25	27,32	11	19,75
G1TOTDIR	19	52,59	21	40,76	27	56,76	13	43,87	27	50,43	8	56,80
G3TOTDIR	19	67,31	21	54,46	27	70,76	13	58,55	27	64,57	8	71,96
G5TOTDIR	19	73,18	21	59,04 *	27	74,80	13	64,00	27	68,61	8	72,85
LIQOLSA	25	0,03	28	0,24 ***	25	0,03	18	0,29 ***	25	0,04	11	0,22 **
LNATIVTOT	30	20,63	27	21,36 *	29	20,50	17	21,86 ***	29	20,44	8	21,75 *
LNIMOB	29	19,41	27	19,90	28	19,40	17	20,04	28	19,36	8	19,99
LNPER	29	19,52	27	20,19 *	28	19,50	17	20,65 **	28	19,47	8	20,36
LNPL	27	19,61	26	20,50 **	26	19,54	17	20,81 ***	26	19,38	8	20,61 *
LNVMERC	25	20,38	25	20,84	22	19,92	13	21,36 **	23	19,74	6	21,60 **
QTOBIN	23	1,78	24	1,59	21	1,40	13	1,54	22	1,36	6	1,57
PARTIBOV	25	0,08	28	0,14	25	0,08	18	0,33 **	24	0,08	11	0,18
PAYOUT	25	27,95	28	26,86	25	25,59	18	23,44	25	18,51	11	24,17
PER (milhões)	29	685.000	27	1.480.000	28	698.000	17	2.130.000 **	28	672.000	8	1.300.000
PL (milhões)	29	736.000	17	2.140.000 **	28	657.000	10	2.270.000 *	28	570.000	4	732.000
RLOAT	27	0,77	17	0,72	26	0,87	10	0,75	26	0,84	3	1,00
ROA	29	9,46	25	6,93	28	8,45	17	8,22	28	8,17	8	8,96
ROE	27	131,18	24	20,97	26	51,95	17	23,92	26	90,24	8	27,16
TAG	25	0,12	28	0,64 ***	25	0,04	18	0,56 ***	25	0,04	11	0,27 **
VARIMOB (milhões)	28	11.695	16	78.531	28	21.732	10	109.000 *	27	21.161	4	-9.342
VARPER (milhões)	28	-5.663	16	156.000 *	28	25.847	10	99.684	27	41.783	4	-942
VMERC (milhões)	14	6.150.000	25	2.350.000 **	22	1.740.000	6	5.470.000 **	23	1.460.000	3	2.220.000

Tabela 6

Diferenças de Médias de Variáveis antes e após a operação de unificação – Teste de Wilcoxon (não paramétrico)

Diferença de médias das variáveis das empresas que realizaram unificação de ações entre 2000 e 2007. Foram observadas as variáveis um ano antes e um ano após a unificação, dois anos antes e dois anos após, e finalmente, três anos antes e três anos após a unificação de ações. *, **, ***, indicam respectivamente, significância a 10%, 5% e 1% resultados da aplicação do teste não paramétrico de Wilcoxon.

Variável	N	-1	N	+1	N	-2	N	+2	N	-3	N	+3
ATIV (milhões)	30	2.140.000	27	3.540.000 ***	29	1.890.000	17	5.290.000 ***	29	1.750.000	8	3.690.000 **
CAPEXATIV	23	0,04	27	0,05	23	0,05	17	0,04	23	0,07	11	0,02 *
DIVYLD	25	2,84	28	1,32	25	1,94	18	0,91	25	2,11	11	0,69
EXIGPL	29	1014,24	27	235,96	28	549,00	17	236,00	28	2588,82	8	234,88
FFLOAT	25	18,44	28	28,92	25	22,65	18	24,94	25	27,32	11	19,75
GITOTDIR	19	52,59	21	40,76	27	56,76	13	43,87	27	50,43	8	56,80
G3TOTDIR	19	67,31	21	54,46	27	70,76	13	58,55	27	64,57	8	71,96
G5TOTDIR	19	73,18	21	59,04	27	74,80	13	64,00	27	68,61	8	72,85
LIQBOLSA	25	0,03	28	0,24 ***	25	0,03	18	0,29 ***	25	0,04	11	0,22
LNATIVTOT	30	20,63	27	21,36 ***	29	20,50	17	21,86 ***	29	20,44	8	21,75 **
LNIMOB	29	19,41	27	19,90 ***	28	19,40	17	20,04 **	28	19,36	8	19,99
LNPER	29	19,52	27	20,19 ***	28	19,50	17	20,65 ***	28	19,47	8	20,36 **
LNVMERC	25	20,38	25	20,84	22	19,92	13	21,36 *	23	19,74	6	21,60
QTOBIN	23	1,78	24	1,59	21	1,40	13	1,54	22	1,36	6	1,57
PARTIBOV	25	0,08	28	0,14	25	0,08	18	0,33	24	0,08	11	0,18
PAYOUT	25	27,95	28	26,86	25	25,59	18	23,44	25	18,51	11	24,17
PER (milhões)	29	685.000	27	1.480.000 ***	28	698.000	17	2.130.000 ***	28	672.000	8	1.300.000 **
PL (milhões)	29	736.000	17	2.140.000 **	28	657.000	10	2.270.000 ***	28	570.000	4	732.000 *
RLOAT	27	0,77	17	0,72	26	0,87	10	0,75	26	0,84	3	1,00
ROA	29	9,46	25	6,93	28	8,45	17	8,22	28	8,17	8	8,96
ROE	27	131,18	24	20,97	26	51,95	17	23,92	26	90,24	8	27,16
TAG	25	0,12	28	0,64 ***	25	0,04	18	0,56 **	25	0,04	11	0,27
VARIMOB (milhões)	28	11.695	16	78.531	28	21.732	10	109.000	27	21.161	4	-9.342
VARPER (milhões)	28	-5.663	16	156.000 **	28	25.847	10	99.684	27	41.783	4	-942
VMERC (milhões)	14	6.150.000	25	2.350.000 *	22	1.740.000	6	5.470.000	23	1.460.000	3	2.220.000

A liquidez, por ser um dos objetivos mais frequentes citados pelas empresas mereceu análise mais aprofundada. Procianoy e Verdi (2009) em artigo sobre os determinantes e consequências da adesão aos segmentos de negociação diferenciados da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) encontram evidências de aumento da liquidez nas migrações para o Nível 2 e Novo Mercado. Isto coloca a questão de se o aumento identificado nas tabelas 5 e 6 não seriam o efeito da migração para o Novo Mercado, e de todas as demais mudanças necessárias nas empresas para tal, e não somente da operação de unificação de ações.

Para responder a questão foram tratadas em separado as empresas que unificaram e foram para o Novo Mercado (DUNINMAPOS) e as que somente unificaram ações (DUNIEXCAPOS). Regressões em painel com tratamento para efeitos aleatórios foram utilizadas com os resultados mostrados na Tabela 7. A adequação do tratamento com efeitos aleatórios foi comprovada através de testes do multiplicador lagrangiano de Breusch e Pagan. Foram utilizadas as seguintes variáveis de controle: tamanho (LNATIVTOT), participação no índice Ibovespa (PARTIBOV), se havia ADRs listadas no ano (DADR). O movimento do mercado como um todo também pode ter efeito sobre a liquidez das ações, o que foi avaliado através de um índice que relaciona a variação % do volume negociado no ano com a variação % do volume negociado no ano anterior. As variações de volume são calculadas pela razão entre os volumes financeiros negociados em dezembro do ano t e do ano $t-1$. (INDVALORNEG).

As duas primeiras regressões da Tabela 7 comprovam os resultados das Tabelas 5 e 6 quanto ao aumento da liquidez das empresas que unificaram ações nos anos posteriores à essa operação. A variável dummy DAPOSUNI que assume valor 1 no ano da unificação e anos posteriores mostra um aumento de aproximadamente 12% na liquidez das ações. Quando são separadas as empresas que unificaram e foram para o Novo Mercado (DUNINMAPOS) das que somente unificaram ações (DUNIEXCAPOS) nas regressões 3 e 4, os resultados mostram também o aumento da liquidez, embora sem significância estatística. O aumento, entretanto, é maior nas que foram para o Novo Mercado (aproximadamente 10%) do que nas que não o fizeram (aproximadamente 3,5%). A significância estatística pode estar comprometida pelo pequeno volume de empresas quando separadas nos dois grupos conforme descrito. O efeito na liquidez de movimentos do mercado como um todo é captado pelas dummies anuais e por um indicador relacionado a variação do volume negociado em cada ano (INDVALORNEG). Este tem relação positiva, embora não significativa, com a liquidez.

Tabela 7

Regressões – Impactos da unificação sobre a liquidez das ações

O impacto da unificação sobre a liquidez das ações é avaliado através de regressões em painel com tratamento para efeitos aleatórios e erros padrão robustos à heterocedasticidade de White. A variável dependente é a liquidez da ação mais líquida de cada empresa em cada ano. O efeito da unificação é avaliado através de variáveis *dummy* classificadas como 1 no ano em que ocorre a unificação e anos seguintes (DAPOSUNI). Possíveis diferenças entre as empresas que unificaram e foram para o Novo Mercado e as que somente unificaram são investigadas, respectivamente, através das *dummies* DUNINMAPOS e DUNIEXCAPOS. A influência dos movimentos do mercado como um todo é avaliado através de *dummies* anuais e de índice que leva em conta a variação do valor negociado (INDVALORNEG) nas ações do índice Ibovespa. O índice mede a razão entre a variação do valor financeiro negociado em um ano sobre a variação do ano anterior. Estatísticas t entre parênteses e ***, ** e * representam significância estatística respectivamente a 1%, 5% e 10%.

	Variável dependente: liqbolsa			
	(1)	(2)	(3)	(4)
_CONS	-1,9143 *** (-3,71)	-1,9423 *** (-3,73)	-1,7960 *** (-3,5)	-1,8211 *** (-3,53)
LNATIVTOT	0,0879 *** (3,32)	0,0879 *** (3,32)	0,0875 *** (3,26)	0,0875 *** (3,26)
PARTIBOV	0,7375 *** (6,2)	0,7375 *** (6,2)	0,7395 *** (6,21)	0,7395 *** (6,21)
DADR	0,4869 *** (2,72)	0,4869 *** (2,72)	0,4907 *** (2,74)	0,4907 *** (2,74)
DAPOSUNI	0,1280 *** (2,58)	0,1280 *** (2,58)		
DUNIEXCAPOS			0,0361 (0,64)	0,0361 (0,64)
DUNINMAPOS			0,0996 (1,08)	0,0996 (1,08)
INDVALORNEG		0,0212 (0,94)		0,0189 (0,83)
Dummies anuais	sim	sim	sim	sim
# observações	1.390	1.390	1.390	1.390
# grupos	157	157	157	157
Wald Chi2	78,00	78,00	87,22	87,22
Prob > Chi2	0,000	0,000	0,000	0,000

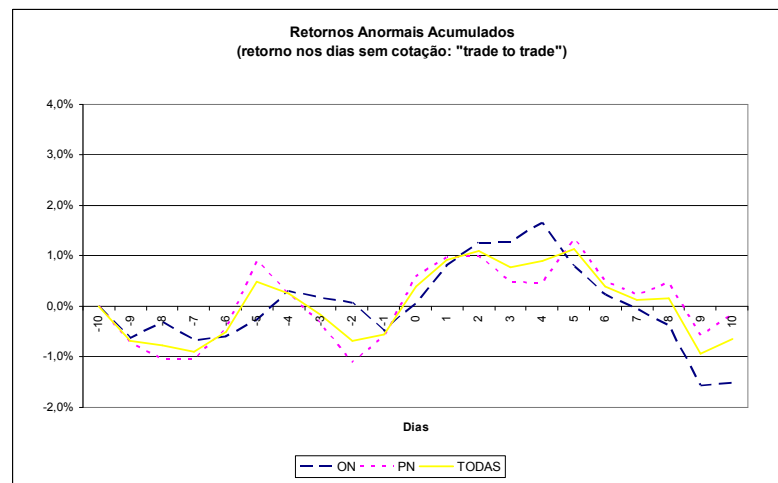
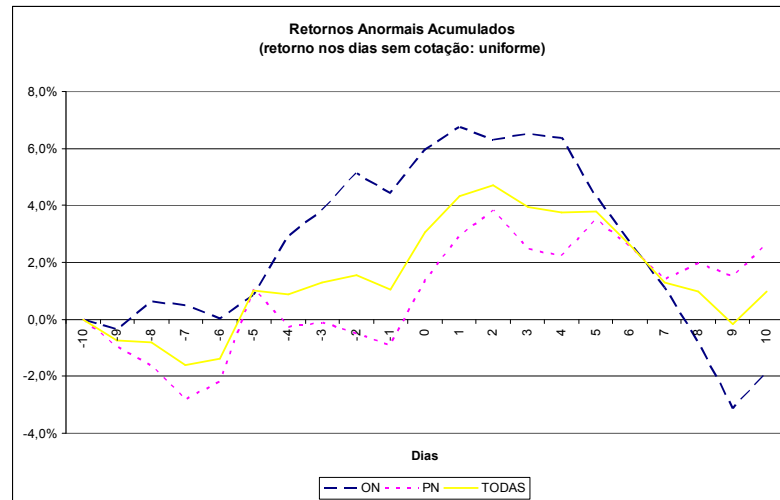
O impacto do anúncio da operação de unificação sobre o valor das ações das empresas foi também avaliado através de estudo de eventos. Considerou-se como critério de liquidez mínima a existência de cotações em no mínimo a metade dos 200 dias da janela de estimação. Esse critério permitiu avaliar 8 ações ON e 14 ações PN. A amostra é pequena, resultado da baixa liquidez, este fato reforça mais uma vez a principal motivação para a unificação apontada pelas empresas como sendo o aumento da liquidez. As análises estatísticas apresentadas a seguir devem ser consideradas, portanto, com reservas.

Foi considerada como janela do evento os dez dias anteriores e posteriores ao anúncio. A data do anúncio é em geral o comunicado ao mercado da decisão de unificar ações, ou a convocação da Assembléia Geral para votação da medida.

Os problemas de liquidez foram tratados de duas formas no cálculo dos retornos diários: o primeiro método considerou nos retornos dos dias sem cotação a distribuição uniforme do retorno entre os dias com cotação; o segundo método considerou apenas os dias com cotação e o retorno da ação e do mercado calculados entre esses dias, este método é conhecido na literatura como “trade to trade”. O retorno anormal no primeiro caso é calculado com base no retorno estimado a partir do modelo de mercado. No caso dos retornos “trade to trade” considerou-se o cálculo sugerido por Bartholdy, Olson e Pear (2005) e Maynes e Rumsey (1993).

Antes da análise estatística a observação do retorno acumulado na janela [-10 ; +10] através dos gráficos da Figura 6 mostra que o método de tratamento dos dias sem cotação afeta sensivelmente a análise. Quando considerado o retorno uniforme entre cotações o retorno anormal acumulado mostra um impacto maior sobre as ações ON do que sobre as PNs, o que é o contrário do esperado se considerarmos a diluição do poder de voto resultado das unificações. Entretanto, no mercado brasileiro, este resultado faz sentido uma vez que o que o mercado deve estar valorizando exatamente o aumento da liquidez que ocorre após a unificação. No tratamento com retornos “trade to trade” observa-se impactos e comportamentos diferentes.

Figura 6



Foram realizados dois testes estatísticos para verificar se os retornos anormais acumulados na janela do evento eram diferentes de zero: testes t, e o Corrado rank test (Corrado, 1989), este último um teste não paramétrico mais adequado a pequenas amostras. Os resultados na tabela 8 foram pouco significativos, resultado este prejudicado pelo tamanho da amostra. Entretanto, os sinais dos retornos acumulados considerando o tratamento do retorno uniforme estão de acordo com o esperado.

Tabela 8**Estudo de eventos – retorno anormal acumulado na janela [-10 ; 10]**

O impacto do anúncio da operação é avaliado através de estudo de eventos. Retornos nos dias sem cotação foram tratados de duas formas: (i) retorno uniformemente distribuído e (ii) retorno “trade to trade”. Retorno esperado com base no modelo de mercado. Considerado no tratamento “trade to trade” o ajuste sugerido por Maynes e Rumsey (1993) para correção da heterocedasticidade. Testes de significância através de testes t e Corrado rank test, este último, um teste não paramétrico mais adequado a pequenas amostras. ** representa significância estatística respectivamente a 5%.

PAINEL A

		Ações ON (8 tickers)	
		Tratamento dado aos dias sem cotação	
Janela		Retorno Uniforme	Retorno "trade to trade"
[-10 ; +10]	CAR	-1,90%	-1,51%
	Teste t	-0,436	-0,867
	Corrado rank test	0,889	-0,539

PAINEL B

		Ações PN (14 tickers)	
		Tratamento dado aos dias sem cotação	
Janela		Retorno Uniforme	Retorno "trade to trade"
[-10 ; +10]	CAR	2,60%	-0,16%
	Teste t	0,407	-0,038**
	Corrado rank test	1,940	0,306

VIII - A estrutura de propriedade e suas modificações após a unificação:

Foram analisadas as participações diretas dos acionistas relevantes, ou seja, aqueles com participações maiores que cinco por cento. Os acionistas foram classificados conforme apresentado na Tabela 9 e foram analisadas as participações. Os tipos de acionistas mais comuns são as famílias e acionistas estrangeiros. O desvio de direitos, calculado como percentual de ações ON dividido por participação total, é maior para as fundações/fundos de pensão, seguido das famílias e estrangeiros. Um ano após a unificação, praticamente todas as participações médias por tipo de acionista diminuem. Só há aumento no *free-float*, o que pode ser reflexo da imposição de *free-float* para as empresas que aderiram ao Novo Mercado. Para isolar este efeito, analisamos no Painel B somente as empresas que não migraram para o Novo Mercado. Neste subconjunto também famílias e estrangeiros são os investidores mais frequentes, entretanto, observamos que as participações médias um ano após aumentam para

quase todos os tipos. O *free-float* antes da unificação é menor neste subgrupo do que na média geral, e o aumento um ano após é pequeno.

Também não podemos afirmar que a presença de investidores qualificados é maior após a unificação (hipótese 10). Se considerarmos como qualificados bancos, Bndespar, estrangeiros, fundação/fundo de pensão e fundos de investimento, podemos ver na Tabela 10 que há, um ano antes, 51 participações deste tipo, e um ano após 41 participações. A participação total média ponderada destes tipos de acionistas também cai, de 19% um ano antes para 14% um ano após a unificação.

Tabela 9

Análise dos percentuais de participação direta dos diferentes tipos de acionistas relevantes, cujas participações no capital total são superiores a cinco por cento, um ano antes e um ano após a operação de unificação.

Painel A:

Tipo	Um ano antes da unificação					Um ano após unificação	
	Qde. Part.	% ON	% PN	% Total	%ON / % Total	Qde. Part.	% ON = % Total
banco	4	23,2%	2,0%	22,4%	1,4	1	10,0%
bndespar	2	11,2%	24,5%	19,8%	0,4	2	17,0%
empregados	ND	ND	ND	ND	ND	1	0,2%
empresa	5	22,3%	25,0%	24,3%	0,5	3	6,2%
estrangeiro	25	29,8%	19,5%	27,0%	1,2	29	15,9%
família	33	20,6%	10,0%	15,9%	1,2	33	12,1%
fundação/fundos de pensão	14	11,3%	4,5%	7,5%	1,6	6	8,3%
fundo de investimento	6	3,9%	5,5%	6,0%	0,5	3	4,9%
governo	ND	ND	ND	ND	ND	2	26,7%
free-float	19	13,8%	36,9%	26,5%	0,6	17	43,8%
tesouraria	7	0,5%	0,6%	0,7%	0,7	8	1,9%

inv. Qualificado

19% (banco, bndespar, estrangeiro, fund/fundos de pensão, fund invest)
51

14%
41

Painel B:

Análise dos percentuais de participação direta dos diferentes tipos de acionistas relevantes um ano antes e um ano após a operação de unificação. Amostra restrita às empresas que não migraram para o Novo Mercado da Bovespa. Para análise dos dados após a unificação consideramos o ano da unificação mais o ano seguinte.

Tipo	Um ano antes da unificação					Ano unificação e ano seguinte	
	Qde. Part.	% ON	% PN	% Total	%ON / % Total	Qde. Part.	% ON = % Total
banco	3	28,4%	2,7%	29,1%	0,9	ND	ND
bndespar	1	20,9%	40,1%	33,2%	0,6	2	28,9%
empresa	4	3,2%	7,1%	5,9%	0,4	3	28,6%
estrangeiro	12	42,9%	23,6%	38,0%	1,0	19	40,5%
família	10	27,2%	14,4%	21,1%	1,4	14	29,5%
fundação/fundos de pensão	2	8,4%	4,9%	6,8%	1,3	ND	ND
fundo de investimento	4	2,6%	8,2%	5,9%	0,3	4	9,4%
tesouraria	3	0,2%	1,1%	0,7%	0,3	5	0,3%
free-float	10	6,7%	25,1%	15,0%	0,6	14	17,0%
governo	ND	ND	ND	ND	ND	1	98,3%

Como a unificação é prejudicial aos controladores na medida em que o poder de voto é diluído, passamos a analisar em maior detalhe as participações dos maiores acionistas. O Painel A da Tabela 10 mostra que o maior acionista tem participação expressiva em ações sem direito a voto, sendo em média de 32% das ações PN. Para os percentuais médios deste

quadro, se supuséssemos conversões à proporção 1:1, em metade dos casos o maior acionista seria ainda o controlador após a unificação. O desvio de direitos é maior quando o maior acionista é família ou estrangeiro. Estes dois grupos são também mais frequentes como segundos maiores acionistas.

Um ano após a unificação, as famílias e os estrangeiros são ainda os maiores e os segundos maiores acionistas mais frequentes, com menores direitos de voto, mas ainda expressivos em torno de 44%.

Tabela 10

Panel A:

Análise da participação direta do maior e segundo maior acionista relevante votante um ano antes da unificação

	Maior					Segundo Maior				
	Qde.	% ON	% PN	% Total	%ON / % Total	Qde.	% ON	% PN	% Total	%ON / % Total
banco	1	81,8%	0,0%	81,8%	1,0					
empresa	1	98,7%	97,0%	97,8%	1,0					
estrangeiro	8	78,6%	42,5%	63,7%	1,4	5	23,0%	23,8%	25,7%	0,8
família	13	53,9%	22,9%	36,7%	1,6	8	12,6%	3,0%	10,6%	1,2
fundação/fundos de pensão	2	20,9%	13,0%	15,7%	1,3	3	9,6%	2,6%	5,4%	1,6
bndespar						2	20,2%	33,8%	29,0%	0,7
governo	1	85,8%	86,1%	85,9%	1,0	1	13,3%	13,4%	13,3%	1,0
Total geral	26	63,0%	32,6%	49,4%	1,5	19	15,7%	12,2%	15,8%	1,1

Panel B:

Análise da participação direta do maior e segundo maior acionista relevante votante um ano após a unificação

	Maior		Segundo Maior	
	Qde.	% ON	Qde.	% ON
banco			1	10,0%
empresa	1	74,9%		
estrangeiro	14	44,6%	9	13,7%
família	12	44,5%	8	13,0%
fundação/fundos de pensão	1	14,1%	2	12,8%
fundo de investimento	1	6,9%	2	10,6%
bndespar	1	24,4%	2	17,8%
governo	2	75,7%		
Total geral	32	44,7%	24	13,3%

Devido a falta de informações para alguns anos em algumas empresas utilizamos os dados de dois anos antes da unificação para as empresas Copasa, Cyrela Realty, Inds Romi, Iochp Maxion, Minupar. Para as empresas Arcelor, Bandeirante Energias, Celg, Cia Hering, Globex, Gradiente, Inds Romi, Iochp-Maxion, MG Poliest, Minupar, usamos os dados do ano da unificação ao invés do ano posterior.

Os dados mostram que a concentração de controle, comum nas empresas brasileiras, é também característica daquelas que unificaram ações. Passamos a analisar, então, especificamente, aquelas que tinham controlador único (com mais de 50% dos votos). A

unificação nestes casos é uma decisão quase exclusiva, a menos da necessidade de aprovação pela assembleia de acionistas preferencialistas. No Painel A da Tabela 11 observamos que em 17 das 33 empresas da amostra havia controle único. Novamente, os tipos família e estrangeiro são os mais comuns. Estes tinham, respectivamente, 29% e 49% das ações PN, em média. Aqui também, supondo conversão na proporção 1:1, observamos que o controle continuaria com os mesmos acionistas, a menos do grupo família por uma pequena diferença. Um ano após a unificação 13 empresas ainda tinham controlador único.

No Painel B da Tabela 11 analisamos com maior detalhe o que aconteceu com cada acionista controlador após a unificação. Com maior frequência o que ocorre é a perda do controle, mas com manutenção de participação na empresa (6 casos). Em três casos o controlador saiu da empresa, sendo que em dois destes o controle passou a ser disperso no mercado. Em quatro casos o controle foi mantido, sendo que em um caso com aumento de participação e em dois com redução. Em três casos houve mudança de controle.

Tabela 11
Análise dos casos em que há um controlador único

Painel A:

Tipo	Um ano antes da unificação					Um ano após unificação	
	Qde.	% ON	% PN	% Total	%ON / % Total	Qde.	% ON
banco	1	81,8%	0,0%	81,8%	1,0		
empresa	1	98,7%	97,0%	97,8%	1,0	1	74,9%
estrangeiro	7	85,8%	48,6%	68,8%	1,5	6	78,5%
família	7	76,3%	28,9%	49,7%	1,7	4	72,6%
governo	1	85,8%	86,1%	85,9%	1,0	2	75,7%
Total geral	17	82,4%	42,7%	64,4%	1,5	13	76,0%

Devido a falta de informações para alguns anos em algumas empresas utilizamos os dados de dois anos antes da unificação para as empresas Copasa, Cyrela Realty, Inds Romi, Iochp Maxion, Minupar. Para as empresas Arcelor, Bandeirante Energias, Celg, Cia Hering, Globex, Gradiente, Inds Romi, Iochp-Maxion, MG Poliest, Minupar, usamos os dados do ano da unificação ao invés do ano posterior.

Painel B:

Nas empresas com controlador único antes da unificação o que ocorreu com as principais participações acionárias

Mudança observada:	# casos
Mudança de controle:	
Controle familiar mudou para controle estrangeiro	1
Controle por banco mudou para controle estrangeiro	1
Controle por estrangeiro mudou para controle por empresa nacional	1
Controlador manteve controle e participação	1
Controlador manteve controle e aumentou participação	1
Controlador manteve controle e reduziu participação	2
Controlador saiu da empresa	3
Perda do controle mas mantendo menor participação	6
Controle passou a ser disperso no mercado	2

O aumento da liquidez das ações, que aparece como motivo mais frequente para as operações de unificação, depende em parte da quantidade de ações em negociação no mercado. Com as características de concentração de controle no mercado brasileiro, em geral o *free-float* é baixo. Com menos ações circulando no mercado o processo de aprovação das operações de unificação é também facilitado. Passamos, então, a observar esta característica nas empresas da amostra antes e após a unificação. A Tabela 12 mostra a análise dessa

variável para o grupo de empresas que migrou para o Novo Mercado e para as demais. O que observamos é que o *free-float* antes da unificação já é maior nas empresas que migram para o Novo Mercado, este percentual aumenta um ano após unificação. As empresas que não migram têm pouca alteração no nível de *free-float*. Em qualquer grupo observamos que mais de 50% das ações PN estavam com acionistas relevantes (participações maiores do que 5%) no momento da aprovação da unificação.

Tabela 12

Análise do free-float das classes de ações antes da unificação e após. Dados médios da amostra e das sub-amostras de empresas que migraram para o Novo Mercado e que não migraram.

Um ano antes da unificação

	Qde.	% ON	% PN	% Total
Média Geral	24	13,0%	38,1%	27,0%
Novo Mercado	13	17,8%	45,8%	34,7%
Não Novo Mercado	11	7,3%	28,9%	17,9%

Um ano após a unificação

	Qde.	% ON
Média Geral	30	36,1%
Novo Mercado	19	47,2%
Não Novo Mercado	11	16,9%

IX - O que determina a probabilidade da empresa unificar suas ações:

Os fatores que determinam a probabilidade de uma empresa unificar ações são estudados através de modelos logit. As variáveis são as mesmas descritas no Apêndice A.

Na primeira abordagem trabalhamos com valores médios das variáveis de análise. O objetivo é responder à pergunta: quais as características médias das empresas que unificaram ações? Dessa forma tentamos identificar a situação das empresas antes de uma potencial unificação. Para as empresas que realizaram unificação foram considerados dados médios dos

três anos anteriores à operação, para as demais as médias são do período 2000 a 2007. A Tabela 13 mostra os resultados dos nove modelos avaliados. A variável DIVYLD tem relação significativa negativa com a probabilidade de unificar, tanto no modelo univariado como no multivariado. Esse resultado comprova a hipótese 6, já que quanto maior o *dividend yield* menor a probabilidade apontada pelo modelo.

A variável GIDESVDIR, que mede a relação entre as ações PN detidas pelo maior acionista com o total de ações do mesmo, tem relação significativamente positiva, conforme sugerido pela hipótese 2. Quanto menor o desvio de direitos, ou maior a relação entre quantidade de ações PN e ações totais, maior a probabilidade de haver unificação, dado que o poder de voto será menos diluído.

A liquidez, avaliada por LIQBOLSA, não é significativa no modelo univariado e o é somente a 10% no multivariado. Entretanto, o sinal está de acordo com a hipótese 9, uma vez que quanto maior a liquidez menor a probabilidade da empresa unificar. Maior liquidez foi também identificada como o motivo mais frequente citado pelas empresas para realizar a unificação.

O percentual de ações sem direito a voto na estrutura da empresa, apesar de significativo estatisticamente somente no modelo univariado, tem o sinal esperado, de acordo com a hipótese 4. Quanto maior o percentual de ações PN menor a chance da unificação ocorrer, dado a maior diluição do poder de voto dos acionistas.

As oportunidades de crescimento foram avaliadas através da variável Q de Tobin, que se mostrou significativo apenas no modelo univariado. O sinal é, conforme esperado, positivo, tendo as oportunidades de crescimento relação positiva com a probabilidade de a empresa unificar as ações.

As variáveis relacionadas ao nível de investimentos, CAPEXATIV e VARIMOB, não se mostraram explicativas. A primeira teve mudanças de sinal do modelo uni para o multivariado e a segunda não é significativa.

Tabela 13

Determinantes da decisão de unificação – valores médios

Os efeitos das variáveis apresentadas no quadro abaixo sobre a probabilidade de uma empresa unificar as ações é estimado através de modelos Logit.

$$Prob(Uni_i = 1) = \alpha + \bar{X}_i,$$

onde Uni_i é uma variável binária que assume o valor 1 se a empresa fez unificação no período de 2000 a 2007 e 0 se permaneceu com duas classes de ações. \bar{X}_i é um vetor de variáveis de acordo com cada modelo descrito abaixo. Todos os modelos consideram uma constante, cujos valores não são reportados. Os valores das variáveis para as empresas que unificaram ações são valores médios dos três anos anteriores à unificação, para as demais empresas as médias são do período 2000 a 2007. Estatísticas z reportadas entre parênteses. Considerados erros padrão robustos à heterocedasticidade de White. As indicações *, **, *** mostram valores significantes respectivamente a 1%, 5% e 10%.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
CAPEXATIV	0,1104 *** (5,38)								-26,2546 *** (-2,74)
DIVYLD		-0,3839 (-2,19) **							-0,3903 *** (-2,92)
GIDESVDIR			1,1188 (2,87) ***						2,0552 ** (2,06)
LIQBOLSA				-2,8515 (-1,64)					-2,7392 * (-1,81)
LNATIV					0,0034 (0,04)				0,5728 * (1,94)
PERCNV						-2,1407 (-2,21) **			-2,4024 (-1,27)
VARIBOM							0,0000 ** (-2,38)		0,0000 (-1,3)
QTOBIN								0,4665 * (1,63)	0,6122 (1,03)
No. obs.	145	120	153	150	155	156	151	147	112
R2 McFadden	0,027	0,204	0,049	0,061	0,000	0,029	0,039	0,036	0,463
Prob > chi2 (Wald)	0,000	0,028	0,004	0,101	0,970	0,027	0,017	0,102	0,000

A seguir foram feitas análises considerando os dados anuais, com resultados reportados na Tabela 14. Consideramos essa abordagem mais restrita uma vez que as empresas analisadas realizam unificação em um ano apenas, no período de análise, sendo retiradas da amostra após isso. Com isso há um número pequeno de observações onde $Unif_{it} = 1$. A abordagem, entretanto, permite tratar o efeito dos anos através de variáveis *dummy*. O resultado mostra significância estatística apenas para o percentual de ações sem direito a voto (PERCNV) e o tamanho avaliado pelo logaritmo do ativo total (LNATIV).

Tabela 14

Determinantes da decisão de unificação – valores anuais

Os efeitos das variáveis apresentadas no quadro abaixo sobre a probabilidade de uma empresa unificar as ações é estimado através de modelos Logit.

$$Pr ob(Uni_{it} = 1) = \alpha + \bar{X}_{it} ,$$

onde Uni_{it} é uma variável binária que assume o valor 1 se a empresa i fez unificação no ano t e 0 se permaneceu com duas classes de ações. \bar{X}_{it} é um vetor de variáveis de acordo com cada modelo descrito abaixo. Todos os modelos consideram uma constante, e variáveis *dummies* para os anos, cujos valores não são reportados. As empresas são retiradas da amostra após a unificação. *P-values* reportados entre parênteses. As indicações *, **, *** mostram valores significantes respectivamente a 1%, 5% e 10%.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
DIVYLD	-0,30219 (0,0045) ***				-0,0539 (0,5035)
PERCNV		-12,4694 (0,0000) ***			-11,2871 (0,0001) ***
VARIMOB			0,0000 (0,8756)		0,0000 (0,2984)
CAPEXATIV					1,9331 (0,6768)
G1DESVDIR					-0,2796 (0,8877)
LNATIV	-0,0129 (0,9102)	0,2206 (0,1182)	0,1323 (0,2012)	0,3462 (0,0140) **	0,7829 (0,0209) **
LIQBOLSA				-1,2623 (0,0815) *	-1,8322 (0,1469)
PARTIBOV					-1,2681 (0,3483)
No. obs.	675	1003	1096	1103	595
R2 McFadden	0,218	0,534	0,122	0,172	0,612
LR Statistic (prob)	0,000	0,000	0,001	0,000	0,000

Possíveis diferenças nos determinantes à unificação entre o grupo de empresas que unificou e migrou para o Novo Mercado e o que unificou apenas, são investigadas com resultados reportados na Tabela 15. Os dois grupos de empresas foram comparados separadamente com o grupo de controle formado por empresa que permaneceram com duas classes de ações no período 2000 a 2007. Na tabela 15 a primeira coluna repete os coeficientes da regressão de no. 9 da tabela 13, onde as empresas são analisadas como um grupo único.

O tamanho (LNATIV) afeta a probabilidade de unificar ações quer a empresa migre para o Novo Mercado ou não. O grupo que não migra é mais sensível a esta variável com coeficiente maior do que o grupo que tem a unificação como parte de um conjunto maior de alterações necessárias à listagem no Novo Mercado.

Comportamento semelhante tem a restrição financeira aproximada pelo menor pagamento de dividendos (DIVYLD). Para os dois grupos quanto menor o pagamento de dividendos maior a chance de a empresa unificar ações, novamente com coeficiente maior para o grupo que não migra para o Novo Mercado.

As diferenças surgem quando analisadas a liquidez, as oportunidades de crescimento e investimentos, e o afastamento do princípio uma ação – um voto.

A liquidez (LIQBOLSA) afeta fortemente a probabilidade de unificar no grupo de empresas que não migra para o Novo Mercado, no que migra o coeficiente nem mesmo é significativo.

Quanto maiores os investimentos (CAPEXATIV, VARIMOB) menor a probabilidade de ocorrer a unificação, entretanto, só há significância estatística para o grupo que migra para o Novo Mercado. As oportunidades de crescimento, aproximadas pelo Q de Tobin, também se mostram significativas apenas no grupo que migra para o Novo Mercado.

O desvio do princípio uma ação – um voto e a diluição do controle resultado da operação de unificação são mais importantes no grupo que migra para o Novo Mercado. O percentual de ações sem direito a voto na estrutura de propriedade da empresa (PERCNV) apesar de não significativo em todos os modelos mostra diferenças entre os dois grupos. No grupo que migra para o Novo Mercado quanto maior o percentual menor a probabilidade de unificar ações, conforme esperado, entretanto, no outro grupo o sinal é contrário.

Quando avaliado o desvio de direitos do maior acionista (G1DESVDIR), calculado como a participação em ações PN dividida pela participação total, era esperada uma relação positiva com a probabilidade de unificar ações, dada a menor diluição do controle deste acionista na

unificação. Isto acontece no grupo que migra para o Novo Mercado, mas não no outro grupo que apresenta inclusive sinal contrário ao esperado.

Apesar das ressalvas que devem ser feitas ao pequeno número de empresas quando divididas as empresas que fizeram unificação em dois grupos, os dados apontam para uma menor relevância da questão diluição do controle no grupo que não migra para o Novo Mercado. Para estas a liquidez e o menor pagamento de dividendos são determinantes mais fortes da probabilidade de unificar ações.

Tabela 15

Determinantes da decisão de unificação – diferenças entre empresas que foram para o Novo Mercado e as que não foram

Os efeitos das variáveis apresentadas no quadro abaixo sobre a probabilidade de uma empresa unificar as ações é estimado através de modelos Logit.

$$Prob(Uni_i = 1) = \alpha + \bar{X}_i,$$

onde Uni_i é uma variável binária que assume o valor 1 se a empresa fez unificação no período de 2000 a 2007 e 0 se permaneceu com duas classes de ações. \bar{X}_i é um vetor de variáveis de acordo com cada modelo descrito abaixo. Todos os modelos consideram uma constante, cujos valores não são reportados. Os valores das variáveis para as empresas que unificaram ações são valores médios dos três anos anteriores à unificação, para as demais empresas as médias são do período 2000 a 2007. Estatísticas z reportadas entre parênteses. Considerados erros padrão robustos à heterocedasticidade de White. As indicações *, **, *** mostram valores significantes respectivamente a 1%, 5% e 10%.

	Unificada x Não Unificada	Unificada e Novo Mercado x Não Unificada	Unificada e não Novo Mercado x Não Unificada
CAPEXATIV	-26,2546 *** (-2,74)	-38,3798 *** (-2,76)	-19,2541 (-1,49)
DIVYLD	-0,3903 *** (-2,92)	-0,2908 ** (-2,10)	-0,6840 *** (-3,28)
G1DESVDIR	2,0552 ** (2,06)	2,3355 ** (2,55)	-1,9896 (-1,32)
LIQBOLSA	-2,7392 * (-1,81)	-2,5391 (-1,61)	-27,4381 ** (-2,03)
LNATIV	0,5728 * (1,94)	0,7502 ** (2,11)	1,2472 *** (2,76)
PERCNV	-2,4024 (-1,27)	-3,4078 (-1,59)	3,9252 (1,61)
VARIBOM	0,0000 (-1,3)	0,0000 * (-1,69)	0,0000 (-0,77)
QTOBIN	0,6122 (1,03)	1,0511 * (1,72)	0,5965 (1,10)
_constante	-10,5672 * (-1,77)	-15,1509 ** (-2,04)	-25,0507 *** (-2,64)
No. obs.	112	102	102
R2 McFadden	0,463	0,438	0,596
Prob > chi2 (Wald)	0,000	0,041	0,005

X – Conclusão

A pesquisa analisou 33 operações de unificação de ações no Brasil entre os anos 2000 e 2008. As operações são, em sua maioria, compulsórias, com razões de conversão 1:1. As empresas relatam como motivações para a operação uma maior liquidez, melhores práticas de governança corporativa e melhores condições de financiamento. As análises mostraram que as empresas que unificam ações são aquelas em que a operação resulta em menor diluição do poder de voto, uma vez que estas têm menos ações PN em sua estrutura e seus maiores acionistas detêm maior participação neste tipo de ação antes da unificação. As empresas que unificaram ações também se diferenciaram das que permaneceram com duas ações através de menor pagamento de dividendos e menor liquidez das ações antes da unificação.

Houve impacto positivo sobre a liquidez, a participação no índice IBOVESPA e algumas variáveis relacionadas a tamanho e valor. A estrutura de controle alterou-se em direção ao menor poder de voto dos acionistas principais, mas ainda mantendo participações relevantes nas empresas. A dispersão do controle só foi observada em duas empresas da amostra.

A liquidez foi avaliada separadamente nas empresas que migraram para o Novo Mercado e nas demais, uma vez que seu aumento poderia ser o efeito não só da unificação, mas das demais adequações ao ingresso no Novo Mercado. Observou-se o aumento na liquidez em ambos os grupos, entretanto, o aumento é maior nas que migraram para o Novo Mercado.

O impacto do anúncio da operação foi avaliado através de estudo de eventos. Com a baixa liquidez a amostra viável para análise foi muito pequena o que impede a generalização dos achados, entretanto, os dados parecem apontar para uma valorização das ações ON, contrariamente ao esperado, dada a diluição do voto. Este resultado pode ser considerado um prêmio pela liquidez que se espera aumentada após a unificação.

A probabilidade da unificação está relacionada negativamente com o pagamento de dividendos e positivamente com a participação em ações sem direito a voto do maior acionista. Quando avaliadas em separado as empresas que migraram para o Novo Mercado e as demais, para o grupo que não migra a diluição do controle é menos relevante. Para este grupo são determinantes mais fortes da unificação a liquidez e o menor pagamento de dividendos.

A relação do pagamento de dividendos com a decisão de unificar pode ser explorada em pesquisas futuras. Em empresas tradicionalmente reconhecidas como boas pagadoras de dividendos, é possível que haja resistência dos acionistas preferencialistas em aceitar a unificação.

Referências:

ADAMS, R.; FERREIRA, D.; One share one vote: the empirical evidence, ECGI – European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No. 177/2007, disponível em: <http://ssrn.com/abstract_id=987488>

ALDRIGHI D.M.; MAZZER NETO R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, v.61, n.2, p.129-152, abr/jul. 2007.

ALLAIRE, Y. Dual-class share structures in Canadá: some modest proposals, 2006, working paper, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=952043>>, Acesso em: 3 mar. 2009

AMOAKO-ADU, B.; Smith, B. F. Dual-class firms: capitalization, ownership structure and recapitalization back into single class, *Journal of Banking & Finance*, n. 25, p. 1083-1111, 2001

BARTHOLDY, J; OLSON, D.; PEARE, P.; Conducting event studies on a small stock exchange, working paper, 2005, Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=710982>, Acesso em: 24/08/2010

BECHT, M. European Corporate Governance: trading off liquidity against control, *European Economic Review*, vol. 43, issue 4-6, p. 1071-1083, 1999

BERLE, A. A., MEANS, G. C. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan, 426 p.

BIGELLI, M. Dual Class Stock Unifications and Shareholders Expropriation, University of Bologna, working paper, 2004, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=506602>>, Acesso em: 11 mar. 2009

BURKART M., LEE S. The one share – one vote debate: a theoretical perspective, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper no. 176/2007, Disponível em: <http://ssrn.com/abstract_id=987486>, Acesso em: 5 mar. 2009.

CORRADO, C. J.; A nonparametric test for abnormal security-price performance in event studies, *Journal of Financial Economics*, , n. 23, p. 385-395, 1989

DA SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Ownership, control, valuation and performance of brazilian corporations, *Corporate Ownership and Control*, vol. 4, issue 1, p. 300-308, fall. 2006.

DA SILVA, A. L. C.; SUBRAHMANYAM, A. Dual-class premium, corporate governance, and the mandatory bid rule: evidence from the brazilian stock market, *Journal of Corporate Finance*, v. 13, p. 1-24, 2007.

DA SILVEIRA, A. M.; DIAS, A. L. What are the Costs of Conflicts between Controlling and Minority Shareholders in a Concentrated Ownership Environment?, working paper, 2008, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1019241>>, Acesso em: 9 mar. 2009

DITTMANN I.; KUBLER D.; MAUG E.; MECHTENBERG L. Why votes have a value, working paper, 2007, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1074803>>, Acesso em: 6 mar. 2009.

DITTMANN I.; ULBRICHT N. Timing and Wealth Effects of German Dual Class Stock Unifications, *European Financial Management*, Vol. 14, No. 1, p. 163-196, 2007.

GROSSMAN, S.; HART, O. One share one vote and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics*, v. 20, n. 1/2, p. 175-202, jan/mar. 1988.

HAUSER, S.; LAUTERBACH, B. The value of voting rights to majority shareholders: evidence from dual class stock unifications, *The Review of Financial Studies*, v. 17, no. 4, p. 1167-1184, 2004.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, v. 3, no. 4, p. 305-360, 1976.

MAYNES, E.; RUMSEY, J.; Conducting event studies with thinly traded stocks, *Journal of Banking and Finance*, n. 17, p. 145-157, 1993

NENOVA, T. The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis, *Journal of Financial Economics*, n. 68, p. 325-351, 2003.

NEUMANN, R. Price differentials between dual-class stocks: voting premium or liquidity discount?, *European Financial Management*, v. 9, no. 3, p. 315-332, 2003.

PAJUSTE, A. Determinants and Consequences of the Unification of Dual-class Shares, European Central Bank, Working Paper Series, no. 465, mar. 2005, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=469821>>, Acesso em: 16 mar. 2009.

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S.; Adesão aos Novos Mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 – Determinantes e Consequências, *Revista Brasileira de Finanças*, v. 7, n. 1, p. 107-136, 2009.

SAITO, R. Determinants of the differential pricing between voting and non-voting shares in Brazil, *Brazilian Review of Econometrics*, Rio de Janeiro, v.23, n. 1, p. 77-109, mai 2003.

SAITO, R.; DA SILVEIRA, A. M. The Importance of Tag Along Rights and Identity of Controlling Shareholders for the Price Spreads Between Dual-Class Shares: The Brazilian Case, working paper, 2008, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1033478>>, Acesso em: 19 mar 2009.

Apêndice A: Descrição das Variáveis

Variável	Descrição
CAPEXATIV	Investimento em capital no ano dividido pelo ativo no final do ano
DIVYLD	Valor do dividendo por ação dividido pelo valor da ação (cotação fim do período)
DUALPREM	Diferença de preços entre ações ON e PN calculada como $(\text{PreçoON} - \text{PreçoPN})/\text{PreçoPN}$. Utilizadas as cotações médias do mês dezembro.
EXIGPL	Valor do exigível total dividido pelo patrimônio líquido, valores no final do ano.
FFLOAT	Percentual de ações detido por “Outros”, ou seja, acionistas com participações inferiores a 5%.
G1DESVDIR	Desvio de direitos do maior acionista, calculado como a participação em ações PN sobre a participação no capital total.
G1NVDIR	Participação do maior acionista em ações sem direito a voto.
G1TOTDIR	Participação do maior acionista no capital total da empresa.
G1VDIR	Participação do maior acionista no capital votante da empresa.
G3DESVDIR	Desvio de direitos dos três maiores acionistas, calculado como a participação em ações PN sobre a participação no capital total
G3NVDIR	Participação dos três maiores acionistas em ações sem direito a voto.
G3TOTDIR	Participação dos três maiores acionistas no capital total da empresa.
G3VDIR	Participação dos três maiores acionistas no capital votante da empresa.
G5DESVDIR	Desvio de direitos dos cinco maiores acionistas, calculado como a participação em ações PN sobre a participação no capital total
G5NVDIR	Participação dos cinco maiores acionistas em ações sem direito a voto.
G5TOTDIR	Participação dos cinco maiores acionistas no capital total da empresa.
G5VDIR	Participação dos cinco maiores acionistas no capital votante da empresa.
KSOC	Capital social .
LIQBOLSA	Liquidez em bolsa calculada pela Economática. Liquidez = $100 * p/P * \sqrt{(n/N * v/V)}$, onde: p = numero de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido P = número total de dias do período escolhido n = número negócios com a ação dentro do período escolhido N = numero de negócios com todas a ações dentro do período escolhido v = volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido V = volume em dinheiro com todas a ações dentro do período escolhido
LNATIVTOT	Logaritmo do ativo total no balanço do final de cada ano.
LNIMOB	Logaritmo do imobilizado no balanço do final de cada ano.
LNKSOC	Logaritmo da capital social no balanço do final de cada ano.
LNPER	Logaritmo do permanente no balanço do final do ano.
LNPL	Logaritmo do patrimônio líquido no final de cada ano.

LNMERC	Logaritmo do valor de mercado no final de cada ano.
PAGDIV	Variável que assume o valor 1 se a empresa pagou dividendo no ano e 0 caso contrário.
PARTIBOV	Variável que assume o valor 1 se a empresa fez parte do índice Ibovespa no ano.
PAYOUT	Percentual do lucro do ano distribuído como dividendos.
PER	Permanente.
PL	Patrimônio Líquido.
PREBOLSA	Presença em bolsa calculada pela Economatica. Presença em bolsa = $100 * p/P$, onde: p = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido P = número total de dias do período escolhido
QTOBIN	$(\text{Valor dos ativos} - \text{valor patrimonial das ações} + \text{valor de mercado das ações}) / (\text{valor dos ativos})$
RLOAT	Retorno calculado como o Lucro Operacional no ano dividido pelo Ativo Total no final do ano.
ROA	Retorno sobre os ativos.
ROE	Retorno sobre o patrimônio líquido.
TAG	Variável dummy que assume valor igual a 1 para a empresa/ano que oferece <i>tag-along</i> para ações ordinárias.
VARIMOB	Varição do Imobilizado. Calculado como o Imobilizado no final do ano menos o Imobilizado no final do ano anterior.
VARPER	Varição do Permanente. Calculado como o Permanente no final do ano menos o Permanente no final do ano anterior.
VMERC	Valor de mercado da empresa no final do ano.
DADR	Variável dummy classificada como 1 se a empresa possuía ADRs negociadas na NYSE durante o ano e 0 caso contrário
DAPOSUNI	Variável dummy igual a 1 no ano da unificação e anos posteriores para as empresas que realizaram unificação
DUNIEXCAPOS	Variável dummy igual a 1 no ano da unificação e anos posteriores para as empresas que realizaram unificação e não foram para o Novo Mercado
DUNINMAPOS	Variável dummy igual a 1 no ano da unificação e anos posteriores para as empresas que realizaram unificação e foram para o Novo Mercado
INDVALORNEG	$(\text{Variação \% do volume negociado no ano}) / (\text{Variação \% de volume negociado no ano anterior})$. As variações de volume são calculadas pela razão entre os volumes financeiros negociados em dezembro do ano t e do ano t-1

Apêndice B: Estatísticas Básicas do Grupo Unificação

Estatísticas Básicas

A amostra é composta pelas empresas que realizaram unificação de ações no período 2000-2007. As médias referem-se ao período 2000 a 2007, exceto as variáveis DUALPRE, G1DESVDIR, G3DESVDIR, G5DESVDIR e PERCNV que no grupo unificação tiveram as médias calculadas com base nos 3 anos anteriores à unificação. A definição das variáveis encontra-se no Apêndice A.

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão	No. Observações
ATIV (milhões)	2.210	1.130	12.500	96	2.920	32
KSOC (milhões)	684	325	4.310	4	974	32
PER (milhões)	909	282	6.160	27	1.440	32
PL (milhões)	898	409	6.470	-37	1.380	32
EXIGPL	732,13	206,31	10.164,75	36,00	1.836,82	32
LNATIVTOT	20,64	20,70	23,18	16,16	1,46	32
LNIMOB	19,40	19,32	22,24	15,75	1,57	32
LNKSOC	19,49	19,56	21,69	14,45	1,37	32
LNPER	19,60	19,42	22,29	16,27	1,45	32
LNPL	19,91	20,00	22,28	17,24	1,23	28
LNVMERC	20,30	20,26	23,25	15,18	1,61	31
VMERC (milhões)	2.180.000	737.000	13.000.000	16.872	2.930.000	31
QTOBIN	1,50	1,38	3,21	0,94	0,52	30
CAPEXATIV	0,08	0,06	0,55	0,00	0,09	32
VARIMOB (milhões)	110.000	17.304	1.320.000	-98.611	299.000	30
VARPER (milhões)	127.000	19.590	1.530.000	-104.000	331.000	30
DIVYLD	2,43	1,25	22,52	0,00	4,15	33
PAGDIV	0,46	0,50	1,00	0,00	0,40	33
PAYOUT	26,90	25,02	97,92	0,00	26,17	33
DUALPREM	-0,02	-0,05	1,03	-1,00	0,49	33
FFLOAT	28,43	28,06	66,10	0,45	16,64	33
LIQBOLSA	0,12	0,02	0,69	0,00	0,20	32
PREBOLSA	85,61	100,00	100,00	0,00	28,32	33
PARTIBOV	0,10	0,00	1,00	0,00	0,23	33
PERCNV	0,43	0,50	0,67	0,00	0,22	31
SEO	0,02	0,00	0,38	0,00	0,07	33
TAG	0,28	0,13	1,00	0,00	0,38	33
G1NVDIR	44,96	40,66	99,99	0,00	33,44	32
G1TOTDIR	52,24	50,49	99,29	14,84	24,66	33
G1VDIR	58,53	58,99	99,60	7,20	27,36	33
G3NVDIR	58,15	60,83	100,00	0,34	31,90	32
G3TOTDIR	66,89	67,89	99,29	32,99	18,74	33
G3VDIR	76,84	77,65	99,60	33,45	16,26	33
G5NVDIR	60,35	63,07	100,00	0,34	31,99	32
G5TOTDIR	71,49	72,67	99,29	39,26	16,87	33
G5VDIR	81,08	81,78	99,60	46,80	13,27	33
G1DESVDIR	0,79	0,82	3,44	0,00	0,62	29
G3DESVDIR	0,81	0,85	2,68	0,02	0,46	29
G5DESVDIR	0,77	0,79	2,00	0,02	0,36	29
RLOAT	0,79	0,79	1,56	0,05	0,42	31
ROA	7,99	6,81	20,14	1,29	4,94	32
ROE	55,60	18,65	472,06	2,02	112,96	32

Apêndice C: Estatísticas Básicas do Grupo Unificação

Estatísticas Básicas

A amostra é composta pelas empresas que mantiveram duas classes de ações no período 2000-2007. A definição das variáveis encontra-se no Apêndice A.

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão	No. Observações
ATIV (milhões)	7.140.000	856.000	150.000.000	9,104	21.900.000	125
KSOC (milhões)	1.250.000	177.000	28.900.000	7,244	3.510.000	125
PER (milhões)	3.620.000	294.000	81.300.000	301	11.100.000	125
PL (milhões)	2.670.000	287.000	70.500.000	2,916	8.740.000	125
IMOB (milhões)	3.260.000	233.000	77.100.000	301	10.400.000	123
VMERC (milhões)	4.510.000	265.000	149.000.000	432	16.400.000	123
QTOBIN	0,31	1,00	6,31	-67,70	6,50	123
LNATIV	20,50	20,56	25,63	15,01	2,18	125
LNIMOB	19,24	19,25	25,07	12,61	2,64	123
LNKSOC	19,11	18,98	23,95	12,88	1,93	125
LNPER	19,46	19,43	25,12	12,61	2,52	125
LNPL	19,62	19,36	24,98	14,30	2,07	125
LNV MERC	19,32	19,10	25,45	12,89	2,63	123
CAPEXATIV	0,08	0,06	1,10	0,00	0,11	121
VARIMOB (milhões)	334.000	3.675	14.600.000	-387.000	1.610.000	124
VARPER (milhões)	377.000	3.103	16.400.000	-381.000	1.870.000	121
DIVYLD	7,50	5,72	50,56	0,02	7,23	95
PAGDIV	0,55	0,63	1,00	0,00	0,41	125
PAYOUT	71,88	43,76	561,54	0,00	93,18	90
DUALPRE	0,32	0,07	7,04	-0,99	1,05	108
FFLOAT	36,05	35,83	79,71	0,31	21,04	125
LIQBOLSA	0,42	0,01	8,12	0,00	1,17	125
PREBOLSA	96,60	100,00	100,00	25,00	12,13	125
PARTIBOV	0,23	0,00	1,00	0,00	0,40	125
PERCNV	0,51	0,57	0,67	0,00	0,18	125
G1NVDIR	25,42	15,18	97,46	0,00	27,55	124
G1TOTDIR	42,43	37,65	98,37	7,06	21,66	125
G1VDIR	58,30	57,32	99,87	0,00	24,40	125
G3NVDIR	40,00	33,50	99,61	0,00	29,80	124
G3TOTDIR	59,23	55,87	99,39	15,58	22,09	125
G3VDIR	81,58	85,83	99,87	20,53	15,22	125
G5NVDIR	42,08	34,49	99,61	0,00	29,99	124
G5TOTDIR	62,55	61,98	99,65	18,77	21,47	125
G5VDIR	85,01	88,70	99,96	23,27	13,16	125
G1DESVDIR	0,50	0,42	2,00	0,00	0,44	124
G3DESVDIR	0,58	0,61	1,10	0,00	0,32	124
G5DESVDIR	0,58	0,58	1,08	0,00	0,31	124
RLOAT	0,75	0,65	3,11	0,00	0,51	120
ROA	22,47	6,49	735,84	0,87	86,43	124
ROE	167,04	16,42	12.409,72	2,21	1.193,55	117

Segundo Ensaio

DETERMINANTES DA ESTRUTURA PIRAMIDAL DE CONTROLE

Resumo:

Esta pesquisa investiga as motivações da adoção de estruturas de propriedade horizontais ou em pirâmide. Cerca de 77% das empresas listadas na Bovespa têm estrutura piramidal. Entre as possíveis motivações para a adoção de estruturas piramidais estão a vantagem de financiamento através do mercado de capitais interno, identificados por empresas maiores e organizadas em pirâmides com mais níveis até o acionista último. A pesquisa inova ao examinar a complexidade das pirâmides com muitos níveis, a probabilidade deste tipo de estrutura aumenta com o tamanho e o desvio de direitos. Estas estruturas também pagam mais dividendos e impostos, o que enfraquece argumentos relacionados aos benefícios privados de controle. O maior pagamento de dividendos também pode ser usado para amenizar o caixa disponível ao livre arbítrio de gestores controladores em estruturas piramidais opacas.

I - Introdução

O objetivo da pesquisa é investigar o que determina a estrutura de controle nas empresas brasileiras listadas na Bovespa, especialmente as diferenças entre estruturas horizontais e pirâmides de controle. A pesquisa segue uma extensa literatura relacionada à estrutura de propriedade, sua relação com desvios de direitos e impactos em valor e performance, e tenta preencher a lacuna quanto à motivação da escolha de uma ou outra estrutura de propriedade.

A relação entre estrutura de controle e desempenho foi explicitada em modelo teórico por Jensen e Meckling (1976), que definem custos de agência e como se apresentam aos diversos tipos de fornecedores de capital dada a separação entre controle e propriedade. Morck, Shleifer e Vishny (1988) analisando a concentração de controle fazem distinção entre os efeitos negativos, e os efeitos positivos sobre os incentivos. A separação entre propriedade e controle gera conflitos de interesse que levam a redução do valor da empresa. A estrutura de propriedade e a separação entre controle e propriedade resultante dos diversos arranjos passam a ser tema de diversos estudos teóricos e empíricos.

As ações ordinárias, ou ações com direito a voto, determinam os direitos de controle sobre uma companhia. O direito sobre o fluxo de caixa gerado pela companhia é determinado pela quantidade total de ações detidas pelo acionista, sejam elas com ou sem direito a voto. Diferenças entre direitos sobre fluxo de caixa e direitos sobre controle são conhecidas como afastamentos do princípio “uma ação, um voto”. Entre os recursos usualmente utilizados para obter esta separação estão (i) estruturas piramidais de propriedade; (ii) emissão de ações sem direito a voto; (iii) posse cruzada de ações e (iv) acordos de votos (Aldrighi e Mazzer Neto, 2007).

Para Lim e Kim (2005) a estrutura piramidal pode ser mais efetiva na apropriação de direitos do que as demais formas de desvio de direitos. Como exemplo, suponha que uma firma A considere investir em uma firma B. Se o controle é obtido com a posse de 20% da empresa e o acionista detém 20% das ações de A, B pode ser estabelecida como uma subsidiária controlada por A, ou seja, a firma A investiria em 20% das ações de B. Dessa forma o acionista de A controla A e B, com direito a 4% apenas do fluxo de caixa de B. Se B fosse estabelecida em uma estrutura horizontal, independente de A, o acionista teria que investir em 20% das ações de B. Para que conseguisse o controle investindo os mesmos 4% dos direitos sobre fluxo de caixa do arranjo piramidal, a firma B precisaria ser estabelecida com 20% de ações com direito a voto e 80% com ações sem direito a voto. Mesmo assim, o

acionista estaria investindo mais, pois além dos 20% de A teria que adquirir 4% de B. Ou seja, do ponto de vista do controlador, a pirâmide é mais eficiente na obtenção do controle com menor investimento. O arranjo piramidal oferece ainda a vantagem, segundo os autores, de reduzir o risco de uma tomada de controle, pois no caso da pirâmide o controle custaria os 20% das ações de B, mas sob o esquema de ações sem direito a voto bastaria obter 20% das ações com direito a voto, ou seja, 4% do total de ações.

O exemplo acima leva a explicação tradicional da utilização de pirâmides de controle como forma de obter o controle com menor investimento, ou seja, com elevados desvios entre direitos sobre fluxo de caixa e controle. Entretanto, há evidências empíricas contrárias a essa visão em diversos países. Leal, Silva, Valadares (2002) analisando as estruturas de controle direto e indireto das empresas brasileiras concluem que a utilização de pirâmides como um mecanismo de manutenção de controle a um custo menor, isto é, com um investimento menor no capital total, não é muito comum. Os acionistas controladores brasileiros investem em média muito mais do que o mínimo necessário para manter o controle nas suas companhias.

Leal e Silva (2006) mostram que estruturas piramidais e ações sem direito a voto continuam sendo largamente utilizadas para concentrar o controle com reduzido investimento na companhia. Os autores encontram que valor e performance são positivamente relacionados com a concentração do fluxo de caixa e negativamente relacionados com a concentração do controle.

Aldrighi e Mazzer Neto (2007) trabalham com uma amostra mais ampla, abrangendo todas as empresas de capital aberto brasileiras e analisam a evolução da estrutura de propriedade no período 1997 a 2002. Acreditam que a utilização de pirâmides pode ser devida a diversas estratégias, tais como criar uma cunha entre direitos de votos e direitos de fluxo de caixa, facilitar o financiamento, ou reduzir tributação.

Estes estudos contestam a visão de que pirâmides existem para separar direitos de controle e de fluxo de caixa. As evidências mostram que no Brasil essa separação não é grande. Também se observam pirâmides sendo utilizadas em níveis de separação entre direitos de controle e caixa que poderiam ser atingidos com emissão de ações sem direito a voto. Segundo Aldrighi e Mazzer Neto (2007) a motivação precisa do uso de pirâmides merece ainda esclarecimentos. No modelo teórico desenvolvido por Wolfenzon e Almeida (2006) a escolha entre estrutura piramidal ou horizontal é baseada em variáveis tais como nível de proteção legal, investimentos e receitas geradas pela empresa a ser implantada, e desvio da receita na nova empresa. Este modelo prevê que é possível sim observar pirâmides

com alto nível de concentração de controle, o que ocorre em ambientes de baixa proteção legal ao investidor e alta demanda de investimento com baixo retorno no novo negócio. As pirâmides oferecem, segundo os autores, uma vantagem de financiamento sobre as estruturas horizontais na medida em que o controlador da firma de origem tem acesso a todo o caixa gerado por esta e que pode ser utilizado na implantação da nova firma. O que os artigos empíricos brasileiros citados e a teoria mostram é que as motivações do uso de pirâmides e ações sem direito a voto merecem ainda maior investigação.

Riyanto e Toolsema (2008), através de modelo teórico, relacionam a existência da propriedade piramidal com os fluxos de caixa entre companhias resultado de transações com partes relacionadas, os autores usam duas definições: *tunneling* e *propping*. O *tunneling* refere-se à transferência de recursos de uma empresa na base da pirâmide para as que estão nos níveis superiores beneficiando os controladores, e o *propping* ocorre no sentido contrário com o objetivo de salvar as empresas na base da pirâmide. Para os autores o *tunneling* só justificaria a existência das pirâmides se os investidores fossem “míopes”, caso contrário antecipariam esse risco e ajustariam o preço que estariam dispostos a pagar pelas ações da empresa. Com o *propping*, entretanto, eles estariam dispostos a aceitar algum nível de expropriação em troca do seguro implícito contra dificuldades financeiras representado pela possibilidade de receber recursos das empresas no topo da pirâmide. No modelo teórico, a pirâmide surge como solução ótima quando a probabilidade de dificuldades financeiras é alta e o investidor racional considera o seguro implícito na transferência de recursos de cima para baixo na pirâmide.

A pesquisa empírica no tema estrutura de propriedade se concentra nas análises em relação a concentração/dispersão do controle, nos desvios de direitos, e na relação destes com o valor das companhias. Estudos sobre o que determina uma ou outra estrutura não são comuns. Attig, Fischer e Gadhoun (2004) analisando 1121 empresas canadenses no período 1994 a 1996, encontram que a probabilidade de filiação a uma estrutura piramidal de controle aumenta com o desvio de direitos entre controle e fluxo de caixa, e com os investimentos. O tamanho e o fato de ter família no controle também afeta positivamente a probabilidade. Os pagamentos de dividendos tendem a satisfazer as preferências do acionista último, tendo relação positiva com a probabilidade de formar pirâmide quando o acionista último é uma família.

Dois trabalhos analisam os mecanismos utilizados para exercer controle e desviar direitos sobre propriedade e controle, relacionando-os ao valor das empresas. Hughes (2005)

analisando empresas britânicas encontra relação negativa com valor somente quando os direitos sobre controle são mais do que o dobro dos direitos sobre propriedade. Não encontra impacto negativo do mecanismo de controle sobre o valor, ou seja, não é a escolha entre pirâmide ou ação sem direito a voto que afeta o valor. A autora associa o pouco impacto destas variáveis ao ambiente legal britânico de proteção aos direitos dos minoritários. Claessens et. al. (2002) trabalharam com 1301 empresas em oito economias do sudeste asiático, e também não encontraram relevância estatística na relação do mecanismo para desviar direitos (pirâmide, posse cruzada de ações, ações sem direito a voto) com o valor das empresas, embora o sinal seja negativo.

Masulis, Pham e Zein (2009) analisam 28.039 empresas em 45 países tentando explicar a motivação por trás da existência de grupos empresariais. Entre os países, grupos familiares são menos frequentes onde não há restrições nos mercados de capitais, onde a regulação do fluxo de capitais entre empresas do grupo é restritiva e onde as regras para fusões e aquisições são mais severas. A proteção ao investidor não surge como uma variável com alto poder explicativo. A análise no nível das firmas também favorece a explicação do financiamento em relação aos benefícios de controle, dentro de cada grupo as firmas mais jovens, de maior risco e intensivas em capital são posicionadas na base da pirâmide onde o grupo controlador pode usufruir de maior alavancagem no seu investimento. Esse posicionamento tem relação positiva com o valor. O impacto negativo no valor que este e outros estudos encontram no fato da firma estar associada a um grupo desaparece nas análises que os autores fazem tratando a endogeneidade através de instrumentos relacionados a características dos países, risco idiossincrático, e se a firma pertence ao setor de mídia, imobiliário ou construção civil.

Esta pesquisa investiga as teorias acima que relacionam pirâmides com vantagens de financiamento e fluxo de caixa entre empresas, assim como testa achados de artigos empíricos internacionais. A pesquisa também utilizou entrevistas com auditores, advogados e conselheiros de administração de empresas, na busca de novas explicações para a escolha da estrutura de propriedade, as entrevistas são comentadas na seção II. O texto apresenta na seção III os métodos utilizados no cálculo da participação indireta e na classificação das diferentes estruturas de propriedade. A seção IV descreve a base de dados, as seções V e VI apresentam as análises das diferenças entre os grupos. Este trabalho apresenta os resultados de investigações iniciais sobre os determinantes da estrutura de propriedade, assim, na seção VII são listadas oportunidades de melhorias na continuidade da pesquisa. A seção VIII conclui.

II – Entrevistas com profissionais do mercado

O objetivo da realização de entrevistas foi o de tentar identificar, a partir da visão de profissionais atuantes no mercado, possíveis motivações para a estrutura de propriedade em pirâmide que ainda não tivessem sido abordados pela literatura acadêmica. Foram entrevistados: (i) dois conselheiros de administração, sendo um deles representante de um importante fundo de pensão, (ii) um auditor fiscal sócio de uma grande empresa de auditoria e (iii) um advogado da área societária, sócio de um escritório que tem assessorado inúmeras empresas em suas colocações de ações no mercado. As entrevistas foram feitas em reuniões presenciais com os entrevistados, aconteceram entre setembro e novembro de 2009 e foram do tipo semi-estruturada. Nesta abordagem o entrevistador faz perguntas, mas também permite que o entrevistado fale livremente sobre o tema. Em algumas questões a visão destes diferentes profissionais se aproxima, em outras as diferenças mostram os enfoques e interesses dos diferentes papéis (advogado, auditor, conselheiro/acionista).

O ponto em comum mais relevante foi a importância da reputação do controlador. Na experiência destes profissionais, uma estrutura complexa em vários níveis pode ser aceita se o mercado entende que quem a controla tem competência na gestão dos negócios. Foram citados exemplos como o grupo GP, banco Pactual, e o empresário Eike Baptista.

Outro ponto em comum é a questão do financiamento, abordado também na literatura acadêmica. Para estes profissionais a organização em pirâmide surge muitas vezes como forma de viabilizar investimentos de maior porte. O conselheiro do fundo de pensão citou como exemplo uma indústria intensiva em capital como a de papel e celulose. Se há oportunidade para uma nova unidade de produção, mas a empresa atual não dispõe de todo o valor a ser investido, uma solução pode ser montar uma subsidiária, atraindo um novo sócio que aporte uma parte do investimento e que não detenha o controle da nova empresa.

Apesar de entender essa vantagem o conselheiro do fundo de pensão citou como inconveniente o fato de que essa linha de ação de uma empresa investida pode levar o fundo de pensão a participar de negócios de forma involuntária. O investimento em uma empresa pode com o tempo significar estar investindo em outras, o que demandaria monitorar mais empresas e negócios do que o objetivo inicial. O fundo de pensão observa a estrutura de propriedade, e a complexidade da mesma pode levar a uma decisão de não investimento pelo fundo. Segundo o conselheiro, os fundos de pensão em outros países têm participações no máximo de 4% nas empresas, e no Brasil a limitação de 20% chegou a ser abandonada à

época das privatizações. Participações elevadas em um mercado com empresas com pouca liquidez podem tornar a saída de um negócio difícil, o que obriga os fundos a serem mais criteriosos na escolha de seus investimentos muitas vezes obrigando-os a tentar influenciar na gestão mesmo que não detenham o controle.

O conselheiro do fundo de pensão faz uma distinção entre pirâmide de controle e holding. A holding é uma companhia que começa a investir em outras, para diluir risco, complementar negócios, explorar parcerias. A holding pode ser pura ou operacional, a pura é a que começa a investir em outras e não tem atividade fabril, a operacional tem atividade fabril. Na pirâmide de controle as participações ao longo da cadeia garantem o controle nas empresas.

Quanto à utilização de pirâmides como forma de diluir o risco através do fluxo de caixa entre as empresas (empréstimos entre companhias, investimentos) o advogado societário não acredita ser esta uma razão importante, na sua experiência em reorganizações societárias antes das ofertas de ações ele observa que o controlador acredita no negócio e se pudesse investiria mais no mesmo. O objetivo da pirâmide não é ter o controle com um capital mínimo, mas sim viabilizar investimentos atraindo novos sócios e se possível sem abrir mão do controle. O auditor fiscal também mencionou clientes seus que jamais conseguiriam conviver com o compartilhamento do controle ao longo de uma cadeia de participações de uma pirâmide. Estas colocações estão coerentes com os dados de concentração de controle desta pesquisa e de artigos acadêmicos citados na seção anterior.

Para o advogado societário a organização em pirâmides nunca é o objetivo, mas sim a consequência. Em reestruturações anteriores à abertura de capital elas podem surgir por razões de natureza fiscal (incorporações para aproveitamento de prejuízos e benefícios fiscais), por natureza de separação de negócios (p. ex. para separar patrimônio imobiliário do operacional), ou para proteger a família de uma tomada de controle. A questão familiar foi citada por todos os entrevistados. Quando a família está na segunda ou terceira geração, a organização das participações em *holdings* ajuda a “blindar” a empresa das questões familiares. A pirâmide também pode proteger o controle quando este está distribuído entre acionistas em uma aliança instável.

No Brasil as alternativas de distribuição de lucros mais frequentemente utilizadas pelas empresas são os dividendos e os juros sobre capital próprio (JSCP) sendo quase a totalidade dos lucros distribuídos através destes (Decourt e Procionoy, 2009). Na entrevista com o auditor tributário essas alternativas foram apresentadas e a desvantagem da distribuição

por JSCP em pirâmides com muitos níveis ficou clara, como mostraremos a seguir. Vamos supor uma empresa A controlada por uma empresa B que tem \$100 em lucro a ser distribuído (ver Fig. 1 abaixo). A empresa A tem capital de \$150 e a taxa de juros de longo prazo (TJLP) é de 10%. No quadro abaixo a distribuição por dividendos representa um recebimento pela empresa B de \$66, este valor é contabilizado em B como resultado de equivalência patrimonial e não é tributado. Se a empresa B repassá-lo ao seu controlador, este receberá integralmente os mesmos \$66 sem que haja redução por qualquer tributação. A distribuição por JSCP permite à empresa que o distribui contabilizar o valor pago como despesa financeira abatendo-o da base de cálculo do imposto de renda (IR), no exemplo abaixo foi distribuído o valor máximo permitido (TJLP x Capital Próprio = 10% x \$150 = \$15). Para o acionista que recebe o JSCP há retenção na fonte de 15%, no exemplo B recebe \$12,75 e não os \$15 integralmente, além disso B receberá o lucro líquido como dividendos, ou seja, um total de \$68,85, maior do que os \$66 da alternativa de recebimento dos dividendos.

Figura 1
Alternativas de distribuição de lucros

Distribuição de lucros - Dividendos ou Juros sobre Capital Próprio
Empresa B é a controladora da Empresa A

Lucro distribuído como dividendos		Lucro distribuído como Juros sobre Capital Próprio (JSCP)			
Empresa A		Empresa A			
Lucro	100	Lucro	100	Capital	150
IR 25%	-25	JSCP	15	TJLP	10%
CSLL 9%	-9	Lucro tribut.	85		
Lucro Líquido	66	IR 25%	-21,25		
		CSLL 9%	-7,65		
		Lucro Líquido	56,1		
Empresa B controla A		Empresa B controla A			
Res. Eq. Patr.	66	recebe	68,85		
(não é tributado)		Dividendos	56,1		
(pode ser repassado ao acionista de B)		JSCP -15%	12,75		

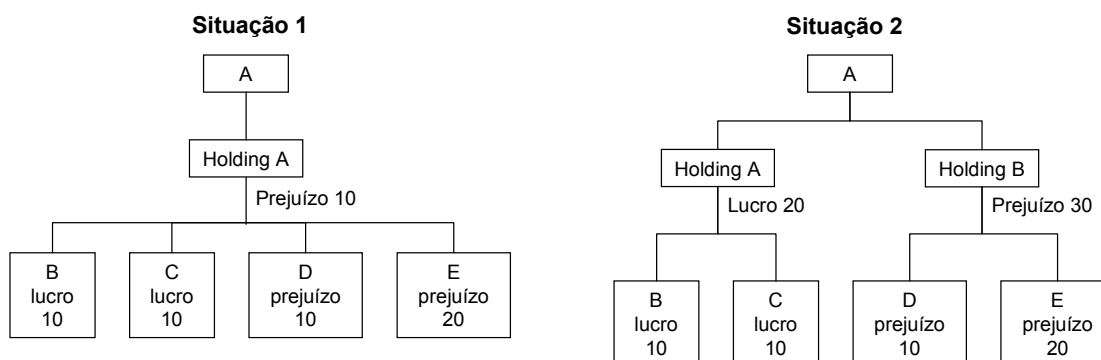
A distribuição por JSCP permita à empresa A pagar menos imposto de renda e remunerar mais o acionista. Entretanto, se o valor recebido pela empresa B tiver que ser repassado através de várias empresas na cadeia de controle de uma pirâmide até o acionista último, esta alternativa apresenta problema. Os JSCP recebidos por uma empresa como receita financeira entram no cálculo do lucro a ser tributado. A empresa que o recebe pode repassar para a anterior (sua acionista) como despesa financeira (JSCP), não gerando lucro. Além disso, o imposto que já foi retido na fonte pela empresa operacional que gerou o lucro também pode ser repassado. Dessa forma o repasse aconteceria integralmente sem nenhum

problema. O problema é o imposto que incide sobre a receita. A receita financeira normalmente não paga PIS e COFINS, mas para os JSCP há dispositivo especial. São a PIS e COFINS, os vilões desse esquema. Os JSCP apesar de serem considerados receita financeira têm um dispositivo expresso para impedir o aproveitamento de PIS e COFINS pagos por outra empresa. PIS e COFINS somam 9,25%, assim se há várias empresas no caminho da distribuição do lucro até o acionista final, o benefício do JSCP pode ser perdido. A vantagem do JSCP está no benefício fiscal de 34% (IR + CSLL) menos 15% (retenção na fonte), ou seja, 19% do valor distribuído (na Figura 1 acima $19\% \times \$15 = \$2,85$ que é exatamente a diferença entre os valores recebidos pelos acionistas nas duas alternativas). A incidência de PIS/COFINS de 9,25% pode eliminar a vantagem dos 19% para o acionista se houver mais do que duas empresas na cadeia de repasse dos JSCP até o acionista último. Sob a ótica dos JSCP a estrutura de propriedade mais simples é a mais eficiente.

A criação de *holdings* pode, entretanto, ser vantajosa para a distribuição de lucros quando em estruturas diversificadas em vários negócios há prejuízos em alguns. Na Figura 2 abaixo, na Situação 1 o acionista A terá que contabilizar o prejuízo de \$10, mas na Situação 2 a criação de mais uma *holding* permite a ele receber o caixa da distribuição do lucro de \$20 através da *holding* A, e em separado contabilizar o prejuízo de \$30 recebido da *holding* B. Quando um novo negócio, intensivo em capital e com período de maturação longo, é iniciado é comum colocá-lo na estrutura sob uma *holding* até que ele comece a dar lucros, quando então pode ser incorporado à estrutura existente eliminando a *holding* criada e um nível da estrutura de propriedade.

Figura 2

Distribuição de resultados em grupos empresariais diversificados



Nas duas figuras anteriores estão situações relacionadas ao fluxo do dinheiro “para cima”, ou seja, o retorno do dinheiro ao acionista. Entretanto, há casos em que no fluxo “para baixo” a criação de estruturas indiretas de controle também pode ser uma solução. Quando um determinado negócio é capital intensivo, como geração de energia por exemplo, o imobilizado é muito alto e os prazos de depreciação são longos. A depreciação leva a uma acumulação de caixa que é difícil de distribuir aos acionistas, é o chamado *trapped cash*. Essa situação gera uma oportunidade de aplicar este caixa através do investimento em novas empresas, podendo ser uma justificativa a formação de novas empresas em pirâmides de controle. Uma outra forma de retornar este caixa ao acionista seria através de redução de capital, entretanto, isto pode significar um sinal ruim ao mercado de que a continuidade da empresa pode ser comprometida ou que a mesma não consegue encontrar boas oportunidades de investimento.

III – Participações indiretas e classificação da estrutura de propriedade

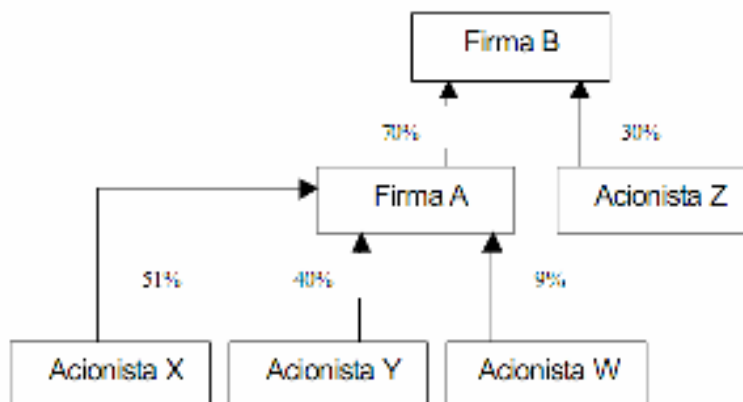
Para análise da estrutura de propriedade foram observadas as participações direta e indireta, e a existência de ações sem direito a voto. A participação indireta ocorre quando uma empresa detém ações de outra empresa, sendo necessário entender também a composição da segunda. A investigação continua até que se encontre o acionista último na cadeia de participações. O acionista último é em geral uma pessoa física, uma sociedade limitada ou empresa internacional, casos em que não se identificam participações posteriores.

Como no Brasil é permitida a emissão de ações com e sem direito a voto foram analisados dois tipos de participação: participação no controle e participação total. A participação total leva em conta a quantidade total de ações de um acionista independente destas serem com ou sem direito a voto, e representa os direitos daquele acionista sobre o fluxo de caixa gerado pela empresa. A participação no controle leva em conta somente a quantidade de ações com direito a voto de cada acionista.

Os cálculos de participações direta e indireta basearam-se na metodologia desenvolvida por Carvalho (2002). O método supera a dificuldade da metodologia internacional que considera para o cálculo do percentual de controle o menor percentual na cadeia entre o acionista último e a empresa que se está observando. Nesta abordagem a soma dos percentuais de controle indireto de mais de um acionista pode ultrapassar 100%. Carvalho (2002) também usa o critério do menor valor na cadeia de direitos de voto, porém, limita o somatório dos menores valores à participação direta na cadeia de direitos de voto. O autor usa como exemplo a situação descrita na Figura 3. As participações na propriedade

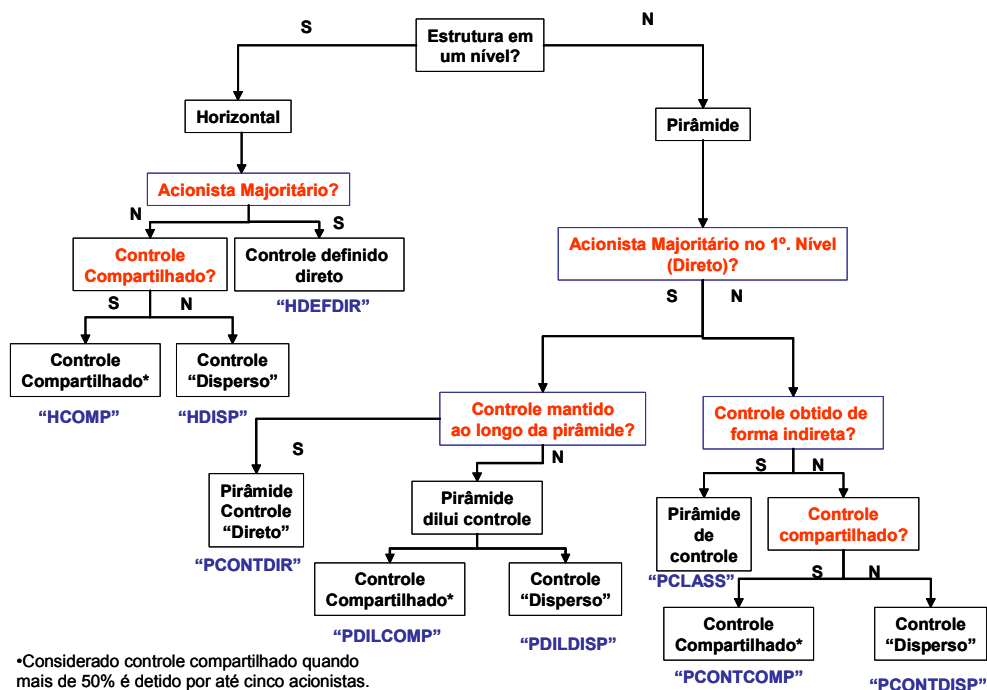
seguem o critério da multiplicação dos percentuais, assim, X tem 35,70% ($51\% \times 70\%$), Y tem 28% ($40\% \times 70\%$), W tem 6,30% ($9\% \times 70\%$) e Z tem 30%. Os percentuais de participação no controle serão: 70% para X pois este tem o controle de A que detém os 70%; Y e W indiretamente ficam com 0% de B, e Z tem direta e indiretamente 30% do controle de B. A soma dos percentuais de controle é de 100%, e não os 130% que se encontraria com o método do menor percentual da cadeia de participações (51% de A + 40% de Y + 9% de W + 30% de Z).

Figura 3:
Exemplo de estrutura acionária indireta



Como o presente trabalho tem como objetivo principal entender o que determina, no caso brasileiro, uma determinada estrutura de propriedade, foi criado um critério inicial de classificação. Os diferentes tipos de organização da estrutura de propriedade foram divididos em grupos de acordo com a lógica descrita na Figura 4. O critério separa as empresas de acordo com o controle (se há acionista majoritário, se o controle é compartilhado por até cinco acionistas ou disperso em mais do que cinco acionistas), com a estrutura (se é piramidal ou horizontal) e se o controle é diluído ou concentrado ao longo da cadeia de participações.

Figura 4
Critério de classificação das estruturas de propriedade



IV - Descrição da amostra

A base de dados objeto da pesquisa é composta de empresas financeiras e não financeiras listadas na BOVESPA em 2004 e 2006. A amostra foi restrita às empresas que tiveram suas ações negociadas pelo menos uma vez ao longo de cada ano. Foram observadas 271 empresas no ano de 2004 e 257 empresas em 2006. Os dados contábeis e financeiros foram obtidos na base de dados Econômica.

As composições acionárias foram obtidas no site Infoinvest. As empresas são obrigadas a informar anualmente à CVM as participações acionárias identificando todos os acionistas que tenham participação direta maior do que 5%. O site Infoinvest, além das participações diretas informadas no relatório anual, organiza as informações da cadeia de participações acionárias até o último acionista.

O último acionista é aquele cuja abertura da participação acionária não é possível ser feita ou não existe, assim, estes foram classificados em: empresa estrangeira, governo, pessoa física, fundo de investimento internacional, fundo de investimento nacional, fundo de pensão, bancos, empresa nacional e fundação.

Como este trabalho tem um caráter exploratório foram analisadas e comparadas entre as classes de estrutura diversas variáveis relacionadas a questões de interesse como investimento, fluxo de caixa entre empresas, disponibilidade de caixa, impostos entre outros. O Apêndice A descreve as variáveis agrupando-as de acordo com sua utilização como *proxy* em cada questão de interesse.

As estatísticas descritivas das variáveis de análise para as amostras de 2004 e 2006 encontram-se no Apêndice B. Observa-se redução na participação do maior acionista tanto direta (de 64,75% em 2004 para 59,03% em 2006) quanto indiretamente (de 49,66% em 2004 para 46,36% em 2006). O desvio de direitos, avaliado como a relação entre os direitos de controle e propriedade, também foi reduzido tanto para o maior (1,81 para 1,67) quanto para os três (1,67 para 1,49) e cinco maiores acionistas (1,62 para 1,43). Estes dados mostram uma melhora em direção a estruturas com menores desvios e menor concentração de controle. Em relação à identidade do maior acionista último observa-se um aumento na presença de fundos de investimento internacionais e empresas nacionais e redução na presença de empresas estrangeiras e fundações.

O modelo de classificação apresentado na Figura 2 foi aplicado às amostras de 2004 e 2006. A Tabela 1 apresenta algumas características dos grupos. A frequência de pirâmides e estruturas horizontais na amostra não se altera muito de 2004 para 2006 sendo a estrutura horizontal cerca de 23% das amostras. As classes em que há um acionista majoritário e essa condição se mantém ao longo da estrutura (HDEFDIR e PCONDIR) tiveram sua representatividade reduzida de 2004 para 2006 (43% para 38% na soma das duas classes em 2004 e 2006 respectivamente).

Em algumas situações a participação direta majoritária não se mantém ao longo da pirâmide e a concentração do controle pode diminuir, neste caso a classificação identifica dois grupos: um em que o controle é compartilhado por até cinco acionistas (PDILCOMP) e aquele em que o controle é disperso entre mais de cinco grandes acionistas (PDILDISP). O critério adotado não leva em consideração os acordos de acionistas, pois se entende que se a maioria dos votos está concentrada em um grupo pequeno de acionistas a possibilidade de votações em acordo ocorre mesmo que não existam acordos formais. Além disso, o acordo de acionistas ocorre no primeiro nível, ou seja, entre os acionistas com participação direta na empresa, e a pesquisa analisa o último acionista que pode estar várias empresas abaixo na pirâmide de participações e não diretamente signatários do acordo de acionistas. A dispersão do controle utilizada na classificação não é o critério usual do mercado em que mais de 50%

dos votos está nas mãos de pequenos acionistas, no critério adotado é considerado controle disperso se mais de 50% dos votos não estão nas mãos dos cinco maiores acionistas. Essas duas classes representavam 29% da amostra em 2004 e 27% em 2006.

Quando não há participação direta de um acionista majoritário o controle pode ser compartilhado ou disperso. Na estrutura horizontal as classes HCOMP e HDISP representavam 8% da amostra em 2004 e 9% em 2006. Nas organizações em pirâmide as classes PCONTCOMP e PCONTDISP tiveram aumento de 19% para 23% das amostras de 2004 e 2006. Estes dados, em conjunto com a redução nas participações do maior acionista (icm e itm) e no desvio de direitos (desvdir), são resultados da tendência em relação a menor concentração do controle ao longo da cadeia de participações.

Os menores desvios de direitos ocorrem na estrutura horizontal com controle disperso, ou seja, onde mais de 50% dos votos não se concentram em até cinco acionistas (1,18 em 2004 e 1,03 em 2006). Em outro extremo está o controle disperso nas pirâmides com acionista majoritário, ou seja, nas situações em que o controle direto é diluído em mais de cinco acionistas até o final da cadeia de participações. Nesta classe (PDILDISP) o desvio de direitos médio em 2004 foi de 2,21 e em 2006 foi 1,99. Embora seja este um grupo de desvio de direitos altos, também se observou uma melhora de 2004 para 2006.

As pirâmides mais extensas, com maior quantidade de níveis até o acionista último, são conforme esperado, aquelas em que ocorre a diluição do controle e consequentemente observam-se maiores desvios de direitos. Nas amostras os grupos PDILCOMP e PDILDISP têm entre 3,7 e 6 níveis em média.

Quanto à identidade do maior acionista último é interessante observar que as empresas estrangeiras são mais frequentes nas estruturas piramidais em que o controle majoritário é mantido ao longo da cadeia (PCONTDIR). Já os fundos de investimento internacionais são mais frequentes nas estruturas horizontais em que o controle é dividido por mais de cinco acionistas (HDISP). O governo é o maior acionista com maior frequência no grupo em que a estrutura é horizontal com controle majoritário (HDEFDIR).

Tabela 1
Estatísticas das classes de estrutura de propriedade em 2004 e 2006

Descrição das classes: HCOMP – estrutura horizontal onde o controle é compartilhado por até cinco acionistas; HDEFDIR – estrutura horizontal com acionista majoritário; HDISP – estrutura horizontal com controle diluído em mais de cinco acionistas; PCLASS – pirâmide em que não há acionista majoritário com participação direta, mas sim indireta, o controle é obtido de forma indireta; PCONTCOMP – não há acionista majoritário direto e o controle via participações indiretas é compartilhado por até 5 acionistas últimos; PCONTDIR – há acionista majoritário direto e acionista último também com mais de 50% do controle; PCONTDISP – não há acionista majoritário direto e o controle via participações indiretas só é obtido por mais de 5 acionistas últimos; PDILCOMP – o controle majoritário direto é diluído ao longo da estrutura em até cinco acionistas últimos; PDILDISP – o controle majoritário direto é diluído ao longo da estrutura em mais de cinco acionistas últimos.

Classe	2004			Maior acionista último		# Níveis da estrutura até o acionista último	Identidade do maior acionista último								
	Freq	%	Part. Indireta no controle	Part. total	Desvio de direitos		Emp. Estrang.	Governo	Pessoa Física	Fundo Inv. Intern.	Fundo Inv. Nac.	Fundo Pensão	Bancos	Empresa Nacional	Fundação
HCOMP	15	6%	30,94	20,41	1,73	1,00	0,07	0,00	0,60	0,00	0,07	0,13	0,00	0,13	0,00
HDEFDIR	44	16%	82,23	63,41	1,48	1,00	0,18	0,36	0,16	0,00	0,00	0,02	0,02	0,20	0,05
HDISP	5	2%	12,30	11,19	1,18	1,00	0,00	0,00	0,80	0,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
PCLASS	5	2%	64,53	44,46	2,58	3,20	0,20	0,00	0,80	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
PCONTCOMP	35	13%	32,64	24,27	1,54	3,11	0,14	0,00	0,63	0,00	0,03	0,03	0,03	0,11	0,03
PCONTDIR	72	27%	76,23	48,46	2,02	2,79	0,39	0,10	0,39	0,03	0,00	0,03	0,00	0,06	0,01
PCONTDISP	17	6%	17,17	11,52	1,70	3,82	0,12	0,06	0,65	0,00	0,00	0,06	0,00	0,06	0,06
PDILCOMP	66	24%	29,34	20,90	1,91	4,11	0,12	0,00	0,52	0,09	0,11	0,02	0,03	0,09	0,02
PDILDISP	12	4%	11,04	7,10	2,21	5,08	0,00	0,00	0,83	0,00	0,00	0,00	0,08	0,00	0,08
Média amostra	271		49,66	34,59	1,81	2,90	0,20	0,09	0,48	0,03	0,03	0,03	0,02	0,10	0,03

Classe	2006			Maior acionista último		# Níveis da estrutura até o acionista último	Identidade do maior acionista último								
	Freq	%	Part. Indireta no controle	Part. total	Desvio de direitos		Emp. Estrang.	Governo	Pessoa Física	Fundo Inv. Intern.	Fundo Inv. Nac.	Fundo Pensão	Bancos	Empresa Nacional	Fundação
HCOMP	18	7%	27,76	22,61	1,35	1,00	0,17	0,00	0,61	0,00	0,00	0,11	0,00	0,11	0,00
HDEFDIR	36	14%	77,15	59,75	1,49	1,00	0,22	0,47	0,14	0,00	0,00	0,03	0,00	0,11	0,03
HDISP	4	2%	10,50	10,22	1,03	1,00	0,00	0,00	0,25	0,50	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00
PCLASS	9	4%	69,48	48,07	1,82	2,89	0,22	0,00	0,67	0,00	0,00	0,00	0,00	0,11	0,00
PCONTCOMP	37	15%	31,19	23,84	1,46	3,14	0,16	0,00	0,62	0,05	0,00	0,00	0,05	0,08	0,03
PCONTDIR	61	24%	77,07	48,39	1,93	3,49	0,30	0,08	0,43	0,02	0,00	0,02	0,00	0,16	0,00
PCONTDISP	21	8%	16,34	13,17	1,29	3,48	0,19	0,05	0,52	0,05	0,00	0,05	0,05	0,05	0,05
PDILCOMP	55	22%	27,89	19,25	1,86	3,71	0,09	0,00	0,55	0,09	0,07	0,04	0,02	0,15	0,00
PDILDISP	14	5%	11,52	10,76	1,99	6,00	0,00	0,00	0,64	0,00	0,00	0,00	0,14	0,21	0,00
Média amostra	255		46,36	32,70	1,67	3,04	0,18	0,09	0,48	0,05	0,02	0,03	0,02	0,12	0,01

V – Comparações das variáveis

A investigação do que determina a estrutura de propriedade é feita nesta etapa da pesquisa através de testes de diferenças de médias. Como alguns grupos na classificação inicial feita tiveram frequência muito pequena na amostra, o que compromete a validade das análises estatísticas, novos agrupamentos foram definidos. As variáveis são analisadas de acordo com o tipo de estrutura (pirâmide ou horizontal), a quantidade de níveis na estrutura, e uma variação do primeiro critério considerando as pirâmides com controlador último majoritário (PCONTDIR) no grupo da estrutura horizontal.

A Tabela 2 apresenta os resultados dos testes de diferenças de médias que apresentaram significância estatística em 2006. As amostras são divididas em dois grupos sob três critérios diferentes (painéis A, B e C). Os resultados completos para todas as variáveis e os anos de 2004 e 2006 encontra-se no Apêndice C.

O desvio de direitos é significativamente maior na estrutura piramidal (Painel A) e também na classificação alternativa apresentada no Painel B. Conforme esperado o desvio é maior nas pirâmides mais extensas, com mais níveis até o acionista último (Painel C). Como o desvio de direitos nas estruturas horizontais brasileiras só pode ser obtido através da emissão de ações sem direito a voto, o que podemos observar é que as pirâmides proporcionam desvios de direitos maiores nas amostras avaliadas.

Estruturas piramidais caracterizam empresas maiores quando avaliado o logaritmo dos ativos totais. Os ativos são mais tangíveis nas pirâmides mais extensas, quando avaliada a relação do imobilizado com o ativo total (Painel C). O investimento, aproximado pelo crescimento da receita líquida nos três anos anteriores é maior nas pirâmides, embora a diferença tenha pouca significância estatística. Estas constatações podem ser consideradas coerentes com a teoria desenvolvida por Wolfenzon e Almeida (2006) que mostra a vantagem de financiamento das estruturas piramidais, o que é relevante para empresas grandes e intensivas em capital. Os argumentos do auditor fiscal entrevistado a respeito do *trapped cash* também são coerentes com estes achados.

O valor de mercado só é diferente quando as amostras são separadas de acordo com a quantidade de níveis. Surpreendentemente o mercado não parece penalizar pirâmides extensas com o logaritmo do valor de mercado sendo significativamente maior para estas tanto na amostra de 2004 quanto na de 2006.

No modelo de Riyanto e Toolsema (2008) os fluxos de caixa entre companhias explicam a existência da propriedade piramidal. Nesta pesquisa tentou-se avaliar a teoria

através de variáveis construídas com base em dados contábeis de investimentos em subsidiárias e valores a pagar e a receber de controladas e coligadas. Foram encontradas diferenças na amostra de 2006, mas pouco significativas (Painel A). A conclusão dos autores sobre o risco financeiro como justificativa a estruturas em pirâmide também não é verdadeira para a amostra da pesquisa, se considerarmos como aproximações o beta e as *proxies* para o nível de endividamento (ver Apêndice C).

Além das questões acima que constam na literatura teórica sobre o tema, outras variáveis foram analisadas. O risco moral pode ser maior em estruturas com desvios de direitos, pois o acionista com direitos sobre controle maiores que sobre o caixa tem o incentivo de dispor dos recursos da empresa em seu benefício em detrimento dos minoritários. A disponibilidade de caixa foi avaliada como *proxy* desta questão, entretanto, nenhuma diferença se mostrou significativa⁴. Nestas estruturas o pagamento de dividendos poderia ser utilizado como forma de diminuir o escopo para o livre arbítrio dos acionistas controladores diminuindo o risco moral. As variáveis de análise do pagamento de dividendos só mostraram diferenças significativas quando a amostra foi dividida pela quantidade de níveis até o acionista último, com as estruturas com mais níveis pagando mais dividendos (Painel C). Este resultado é também coerente com o resultado das entrevistas realizadas e a argumentação a respeito da desvantagem da distribuição de lucro através de JSCP (juros sobre capital próprio) em pirâmides com muitos níveis.

A possibilidade de que estruturas piramidais ofereçam vantagens fiscais foi avaliada observando-se a provisão para pagamento de imposto de renda relacionando-o ao EBIT (sigla em inglês para lucro antes de juros e impostos), entretanto, as diferenças são pouco significativas.

A presença de investidores institucionais ou estrangeiros como maior acionista pode representar menor risco de expropriação de minoritários, ou melhor monitoramento por este acionista. Quando as amostras são separadas em pirâmides e estruturas horizontais (Painel A) não se identifica maior presença destes investidores. Quando as pirâmides com acionista último com mais de 50% dos votos são tratadas como estrutura horizontal (Painel B) as empresas estrangeiras aparecem com maior frequência como maior acionista neste grupo. Os fundos de investimento nacionais e internacionais são mais frequentes nas estruturas mais extensas, com mais níveis até o acionista último (Painel C).

⁴ Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) utilizaram o fluxo de caixa, e também tamanho, investimento em P&D e propaganda, e taxa de investimento, como *proxies* para o escopo disponível ao risco moral em seu trabalho sobre a participação acionária dos gestores e a relação com a propriedade e performance.

Os resultados da análise das diferenças das variáveis entre os grupos mostra ser possível caracterizar as estruturas através de seus dados financeiros. A análise é aprofundada através de regressões e modelos logit cujos resultados são mostrados na seção seguinte.

Tabela 2
Resultados das comparações de médias das variáveis

A tabela mostra os valores das estatísticas t de Student das comparações de médias das variáveis em 2006 em três comparações diferentes descritas como Painel A, B e C. São reportados apenas os resultados com alguma significância em 2006, os resultados completos de 2004 e 2006 encontram-se disponíveis no Apêndice C. As variáveis descritas como médias são sempre a média dos três anos anteriores, ou seja, para 2006 é a média de 2004 a 2006. *, ** e *** indicam significância estatística respectivamente a 10%, 5% e 1%.

Painel A: pirâmide = 1; horizontal = 0

Painel B: pirâmide sem acionista último controlador (com mais de 50% dos votos) = 1; horizontal e pirâmide com acionista último controlador = 0

Painel C: estruturas com até 4 níveis até o acionista último = 1; estruturas com mais de 4 níveis até o acionista último = 0

2006			
Variable	Painel A t (0 - 1)	Painel B t (0 - 1)	Painel C t (0 - 1)
<u>Estrutura de Propriedade</u>			
Desvio de direitos do maior acionista	-2,238 **	0,043	3,170 ***
Desvio de direitos dos 3 maiores acionistas	-2,271 **	-2,528 **	3,824 ***
Desvio de direitos dos 5 maiores acionistas	-2,382 **	-3,072 ***	4,138 ***
<u>Tamanho</u>			
Média do ln do ativo total	-2,166 **	-1,054	1,521
<u>Investimento</u>			
Crescimento da receita líquida nos últimos três anos	-1,728 *	-1,131	-0,113
<u>Fluxo de caixa "inter-companies"</u>			
Média do inv. em subsidiárias sobre o ativo total	-1,714 *	0,128	-1,305
<u>Pagamento de impostos</u>			
Média da provisão para IR sobre o EBIT	-1,813 *	-1,134	0,447
<u>Pagamento de dividendos</u>			
Payout	-1,075	-0,172	2,246 **
Média do payout	-0,356	-1,507	1,879 *
<u>Valor</u>			
Logaritmo do valor de mercado	-1,590	-0,700	2,068 **
<u>Tangibilidade dos ativos</u>			
Média do imobilizado sobre o ativo total	-0,818	0,089	3,559 ***
<u>Monitoramento</u>			
Empresa estrangeira como acionista último	0,208	2,479 **	0,430
Governo como acionista último	6,622 ***	5,171 ***	-1,366
Pessoa física como acionista último	-3,269 ***	-3,574 ***	-2,198 **
Fundo de inv. internacional como acionista último	-0,368	-1,317	1,998 **
Fundo de inv. nacional como acionista último	-0,147	-1,206	3,523 ***
Banco como acionista último	-1,345	-2,334 **	-0,174
Empresa nacional como acionista último	-0,575	0,403	2,293 **

VI – Análise multivariada

Nesta etapa da pesquisa buscou-se entender os determinantes da estrutura de propriedade através da análise de variáveis dependentes métricas e dicotômicas. As regressões lineares através de mínimos quadrados ordinários utilizaram como variáveis dependentes o desvio de direitos e os níveis até o acionista último como caracterizadores das estruturas. Os modelos logit utilizaram como variáveis binárias as classificações utilizadas nos painéis A e C nas análises de diferenças de médias da seção anterior. A Tabela 3 apresenta os resultados das principais regressões realizadas.

A relação positiva e significativa da quantidade de níveis na estrutura até o acionista último com o desvio de direitos é um resultado previsível. Pirâmides extensas permitem uma maior alavancagem dos direitos de voto. Este resultado é coerente com as diferenças encontradas na Tabela 2 nos desvios de direitos entre os grupos com até quatro níveis e com mais de quatro níveis.

Quando a quantidade de níveis é substituída pelas *dummies* que identificam pirâmides (dpir) e pirâmides sem acionista último com mais de 50% dos votos (dpir2), estas mostram relação positiva com coeficientes maiores sobre o desvio de direitos do que a quantidade de níveis. Isso mostra que a estrutura em pirâmide potencializa os desvios de direitos, mesmo considerando que a amostra com estrutura horizontal inclui empresas com ações sem direito a voto que também geram desvios de direitos.

Outras duas variáveis apresentaram relevância estatística de forma consistente entre os diversos modelos avaliados: a provisão para imposto de renda em relação ao EBIT (mepirebit), e o lucro operacional (meloper). A relação é positiva com a provisão de imposto de renda, o que é contrário à visão de que pirâmides poderiam facilitar o planejamento tributário reduzindo o pagamento de impostos. Entretanto, o resultado é coerente com a desvantagem da utilização de JSCP (juros sobre capital próprio) em pirâmides extensas explicado na seção II. O lucro operacional usado como *proxy* para disponibilidade de caixa, tem relação negativa com o desvio de direitos. Entretanto, cabe ressaltar que os coeficientes mostram efeitos pequenos sobre a variável dependente.

As proxies para tamanho (melnativtot), investimento (varimob e cresrecbru), fluxo de caixa entre empresas (merelcontativtot) e pagamento de dividendos (mepayout), embora tenham mostrado diferenças entre os grupos na Tabela 2, não são significativas nas regressões em relação ao desvio de direitos.

Outra característica das estruturas é a extensão da estrutura de propriedade, avaliada pela quantidade de níveis até o acionista último. As regressões de (7) a (11) têm a quantidade de níveis como variável dependente. Nestas o tamanho (*melnativtot*) têm relação forte e positiva com a quantidade de níveis, empresas maiores tendem a se organizar em pirâmides com mais níveis, o que reforça a teoria da vantagem de financiamento destas estruturas.

Novamente surgem as relações com as *proxies* para pagamento de impostos e disponibilidade de caixa. O pagamento de impostos tem efeito pequeno porém significativamente positivo e a disponibilidade de caixa com sinal negativo. Estes resultados surpreendem, pois embora não haja teorias formalizando essas relações, a expectativa seria que uma das vantagens das pirâmides seria a possibilidade de reduzir o pagamento de impostos. O risco de expropriação de minoritários quando há desvios de direitos precisa de caixa para ser efetivo, e a *proxy* utilizada não mostrou relação positiva entre caixa e desvio de direitos ou níveis.

Tabela 3
Regressões - Determinantes dos desvios de direitos e níveis da estrutura de propriedade

As amostras de 2004 e 2006 foram tratadas conjuntamente com o possível efeito do ano sendo tratado por variável *dummy* (dano). A descrição das variáveis encontra-se no Apêndice A. Variáveis binárias representando os setores da base de dados Econômica foram consideradas em algumas regressões com coeficientes não reportados por questões de espaço. As regressões foram calculadas com erros padrão robustos à heterocedasticidade de White. Estatísticas t entre parênteses e ***, ** e * representam significância estatística respectivamente a 1%, 5% e 10%.

	Variável dependente: desvio de direitos					Variável dependente: níveis até o acionista último					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
_cons	1,130 (0,93)	0,809* (1,91)	0,427 (0,34)	1,162*** (2,82)	0,241 (0,19)	0,182 (0,15)	-0,315 (-0,14)	0,143 (0,06)	-0,629 (-0,70)	-0,616 (-0,66)	-0,532 (-0,41)
niveis	0,227* (1,82)	0,108** (2,12)	0,170** (2,22)	0,080** (2,36)							
dpir					0,489*** (2,82)						
dpir2						0,437** (2,07)					
beta04	0,383 (0,92)		0,090 (0,33)		0,037 (0,12)	0,019 (0,06)	-0,500 (-1,01)	-0,469 (-0,96)			
mereicontativtot	-4,638** (-2,37)	-1,512* (-1,83)	0,468 (1,33)	0,185 (0,73)	0,453 (1,16)	0,454 (1,38)	-0,255 (-0,39)	-0,252 (-0,38)	-0,474 (-0,97)	-0,511 (-1,06)	-0,748 (-1,33)
varimob				0,005 (0,07)		-0,016 (-0,19)	0,000 (0,0)	0,000 (0,0)	0,082 (0,83)		
cresrecbru	0,141 (0,38)	-0,107 (-0,36)	0,143 (0,44)		0,031 (0,09)		-0,287 (-0,86)			0,166 (0,43)	0,064 (0,15)
meinativot	-0,012 (-0,12)	0,006 (0,16)	0,048 (0,59)	0,022 (0,77)	0,072 (0,84)	0,085 (1,01)	0,237 (1,49)	0,203 (1,30)	0,256*** (3,87)	0,254*** (3,69)	0,242*** (3,50)
medlpl	-2,04E-04 (-0,39)	-1,91E-05 (-0,52)	1,09E-04 (0,23)	-2,29E-05* (-1,72)	3,17E-05 (0,07)	-4,41E-05 (-0,11)	-3,97E-04 (-0,57)	-4,19E-04 (-0,62)	-4,41E-05*** (-1,18)	-4,46E-05 (-1,17)	-4,85E-05 (-1,13)
ligmaior	0,075 (0,58)	0,087* (1,96)	0,023 (0,39)	0,055 (1,52)	0,042 (0,73)	0,027 (0,45)	0,095 (0,41)	0,105 (0,46)	-0,056*** (-0,43)	-0,055 (-0,43)	-0,052 (-0,35)
mepirebit	0,005 (1,60)	0,004** (2,02)	0,002* (1,71)	0,003*** (5,37)	0,002* (1,87)	0,002** (2,52)	0,008*** (5,54)	0,008*** (5,90)	0,008*** (7,17)	0,008*** (7,12)	0,009*** (5,00)
meeloper			-2,83E-08** (-2,07)	-2,54E-08*** (-2,73)	-3,46E-08* (-1,92)	-3,65E-08** (-2,03)	-1,40E-08 (-0,41)	-1,11E-08 (-0,33)	-6,83E-09*** (-0,32)	-6,98E-09 (-0,33)	-8,47E-10 (-0,03)
mepayout	-7,77E-05 (-1,27)	-2,37E-05 (-0,62)	-6,92E-05 (-1,55)	-2,51E-05 (-0,84)	-4,14E-05 (-1,17)	-5,55E-05 (-1,32)	2,34E-04*** (4,35)	2,31E-04*** (4,34)	2,01E-04*** (3,65)	1,97E-04*** (3,53)	1,57E-04** (2,13)
qtob04	-0,221** (-2,55)	-0,007 (-1,61)									
dano	0,220 (0,75)	0,100 (0,67)	0,280 (1,34)	0,128 (1,14)	0,294 (1,40)	0,378* (1,77)	0,221 (0,58)	0,157 (0,41)	0,195 (0,89)	0,184 (0,85)	
dummies setor	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim
N	80	217	120	350	120	122	120	122	350	345	345
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
R2	0,361	0,143	0,141	0,043	0,086	0,096	0,074	0,0654	0,063	0,063	0,119

A seguir as características das estruturas são avaliadas através de modelos logit, com resultados reportados na Tabela 4. As estruturas foram separadas de acordo com dois critérios: o primeiro separando pirâmides de estruturas horizontais (Painel A) e o segundo separando as estruturas com muitos níveis das com poucos níveis.

Quando observada pirâmide *versus* horizontal observa-se o efeito positivo do desvio de direitos (*desvdir*) sobre a probabilidade de a estrutura ser piramidal. Este resultado era esperado, coerente com as análises anteriores e com o encontrado por Attig, Fischer e Gadhoun (2004) em pesquisa sobre as empresas canadenses. Resultado semelhante também foi encontrado em relação à variável tamanho (*melnativtot*), com relação positiva com a probabilidade de ser pirâmide.

A identidade do acionista último só afeta a probabilidade quando este é governo (*dgov*), sendo a relação negativa. No Brasil, as empresas estatais têm o governo como acionista majoritário em estruturas de controle mais simples, o que explica o resultado encontrado. Apesar de ser o tipo mais frequente na amostra (ver Apêndice B), pessoa física (*dpfis*) como acionista último não afeta a probabilidade, ao contrário do encontrado na amostra canadense por Attig et. al. (2004).

Também surge de forma consistente nos diversos modelos a relação significativa do pagamento de impostos (*mepirebit*) e do pagamento de dividendos (*mepayout*), ambas com sinal positivo em relação à probabilidade de ser pirâmide. Estes resultados, coerentes com as regressões da Tabela 2 com variável dependente igual aos níveis da estrutura, reforçam a conclusão de que de fato maior pagamento de dividendos e maior provisão para imposto de renda são características de estruturas piramidais. Estes achados são coerentes com a discussão na seção II sobre a desvantagem do pagamento de juros sobre capital próprio como benefício fiscal e forma de distribuição de lucros em pirâmides extensas.

É possível observar na amostra pirâmides com até 12 níveis até o acionista último. A caracterização da opção por mais níveis foi feita na pesquisa até aqui dividindo a amostra em um grupo com até 4 níveis na estrutura e outro com mais de 4 níveis. A investigação com modelos logit é apresentada no Painel B da Tabela 4. Quando observada desta forma as características que mais consistentemente diferenciam os grupos são o tamanho (*melnativtot*) e o desvio de direitos (*desvdir*) do maior acionista último. Ambos têm relação forte e negativa com a probabilidade de ter menos de 4 níveis na estrutura. A provisão para impostos (*mepirebit*) e o pagamento de dividendos (*mepayout*) que foram relevantes quando o desvio

de direitos foi analisado em regressões, aqui surgem como pouco significativos, embora os sinais negativos estejam coerentes com as conclusões anteriores.

Tabela 4

Modelos logit - Determinantes dos desvios de direitos e níveis da estrutura de propriedade

Os efeitos das variáveis apresentadas no quadro abaixo sobre a probabilidade de uma empresa ter estrutura de propriedade em pirâmide (Painel A) e desta estrutura ter poucos níveis (Painel B) é estimado através de modelos Logit.

$$Prob(D_{it} = 1) = \alpha + \bar{X}_{it},$$

onde D_{it} é uma variável binária conforme descrito nos Painéis A e B abaixo. \bar{X}_i é um vetor de variáveis de acordo com cada modelo descrito abaixo. As amostras de 2004 e 2006 foram tratadas conjuntamente com o possível efeito do ano sendo tratado por variável *dummy* (dano). A descrição das variáveis encontra-se no Apêndice A. Variáveis binárias representando os setores da base de dados Econômica foram consideradas em algumas regressões com coeficientes não reportados por questões de espaço. Modelos calculados com erros padrão robustos. Estatísticas z entre parênteses e ***, ** e * representam significância estatística respectivamente a 1%, 5% e 10%.

	PAINEL A				PAINEL B		
	Variável binária: = 1 se pirâmide; = 0 se horizontal				Variável binária: = 1 se até quatro níveis; = 0 se mais de quatro níveis		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(6)	(7)	(8)
_cons	-3,538 (-1,08)	-4,489 (-1,16)	-3,510 ** (-2,48)	-4,039 * (-1,89)	6,474 *** (4,37)	8,797 ** (2,32)	4,243 ** (2,15)
desvdir	0,701 ** (2,29)	0,867 ** (2,03)	0,508 ** (2,50)	0,488 ** (2,17)	-0,318 *** (-2,56)	-0,598 *** (-2,60)	-0,223 * (-1,67)
beta04	-0,260 (-0,41)	-0,211 (-0,23)				-0,186 (-0,26)	
merelcontativtot	-0,251 (-0,16)	-0,308 (-0,24)	-0,796 (-0,83)	-2,047 ** (-2,02)	0,444 (0,53)	-0,069 (-0,07)	0,681 (0,73)
varimob	0,419 * (1,67)				0,112 (0,54)		
cresrecbru		1,260 (1,35)	0,829 (1,43)	0,635 (0,94)		-0,284 (-0,47)	-0,277 (-0,45)
melnativtot	0,253 (1,14)	0,285 (1,11)	0,285 *** (2,95)	0,248 ** (2,19)	-0,306 *** (-2,93)	-0,381 (-1,48)	-0,306 *** (-2,67)
medespin	-9,12E-08 (-0,32)	-1,01E-07 (-0,33)	-2,16E-07 (-1,04)	-4,30E-07 * (-1,91)	1,20E-08 (0,06)	-2,09E-07 (-0,70)	-1,99E-07 (-0,85)
liqmaior	-0,108 (-0,52)	0,050 (0,19)	-0,074 (-0,55)	-0,054 (-0,33)	0,054 (0,41)	-0,034 (-0,16)	-0,217 (-1,21)
mepirebit	0,018 *** (2,63)	0,022 *** (3,17)	0,016 *** (2,97)	0,016 *** (2,73)	-0,011 * (-1,73)	-0,022 (-0,79)	-0,048 (-0,41)
meloper		5,53E-07 (0,82)	3,96E-07 (1,08)	6,76E-07 * (1,69)		0,000 (1,39)	0,000 (0,89)
mepayout		4,96E-04 *** (2,66)	2,85E-04 ** (2,09)	2,95E-04 * (1,81)	-0,001 (-1,62)	-0,008 * (-1,93)	-0,001 (-1,21)
dano	0,140 (0,30)	0,100 (0,17)	0,085 (0,28)	0,132 (0,41)	-0,109 (-0,37)	0,130 (0,20)	-0,033 (-0,10)
dpfis		0,886 (0,91)	0,414 (1,04)	0,616 (1,64)		-0,067 (-0,09)	0,001 (0,00)
dgov		-2,857 *** (-3,15)	-2,760 *** (-4,74)	-3,469 *** (-5,53)		1,341 (0,92)	2,642 (1,57)
dfinvest		-0,804 (-0,80)	0,310 (0,35)	0,481 (0,53)		-2,425 ** (-2,45)	-1,469 ** (-2,18)
dfpens		0,205 (0,15)	-1,289 ** (-2,07)	-1,179 (-1,61)			
dempnac		-0,555 (-0,61)	-0,369 (-0,75)				
dfunda		-1,616 (-1,50)	-0,653 (-0,69)				
dummies setor				sim			sim
N	122	120	345	331	351	121	286
Log Likelihood	-59,810	-48,385	-154,520	-138,920	-155,010	-48,423	-130,005
Prob > chi2	0,027	0,007	0,000	0,000	0,000	0,010	0,012
Pseudo R2	0,090	0,258	0,156	0,226	0,086	0,214	0,159

VII – Ressalvas à análise e continuidade da pesquisa

Algumas ressalvas podem ser feitas ao método e às variáveis de análise escolhidas. As técnicas utilizadas na pesquisa demandaram a simplificação dos tipos de estrutura de propriedade. As entrevistas realizadas apontaram explicações para a definição da estrutura de propriedade que não são facilmente materializáveis a partir de variáveis econômico-financeiras. Outras metodologias podem ser mais adequadas como os estudos de casos. A análise dos fluxos financeiros dentro dos grupos empresariais também pode ser elucidativo, tanto de cima para baixo (aportes e investimentos), como de baixo para cima (distribuição de lucros).

O risco avaliado pelo beta não foi significativo em nenhuma análise, o que pode ser devido às poucas observações na base Económica, fruto provável da pouca liquidez das ações. Novas aproximações podem ser feitas utilizando *dummies* para listagens em segmentos diferenciados da Bovespa, ou existência de ADRs.

O monitoramento também é questão relevante que pode ser melhor investigada através de dados sobre a composição do conselho de administração e a frequência de conselheiros externos.

A utilização de variáveis contábeis para aproximar questões de interesse como disponibilidade e fluxo de caixa entre empresas, e pagamento de impostos, pode ser questionada. Demonstrações de fluxos de caixa podem ter informação de melhor qualidade, embora para o período das amostras as empresas não fossem obrigadas a prepará-las, o que só ocorreu a partir de 01/01/2008 por força da Lei 11.638/2007. A tangibilidade dos ativos, aproximada pela relação entre imobilizado e ativo total, tem para pesquisas com bases de dados posteriores a 2008, melhor fonte na conta de intangíveis que passou a ser obrigatória a partir da Deliberação CVM no. 553, de 12 de novembro de 2008.

VIII – Conclusão

A pesquisa analisou os fatores que determinam a escolha entre estrutura piramidal ou horizontal de controle. Foram estudadas 271 empresas em 2004 e 257 em 2006, todas listadas na Bovespa. As estruturas foram classificadas de acordo com um critério desenvolvido na pesquisa, o que mostrou uma tendência em relação a estruturas com menor concentração de controle e menores desvios de direitos de 2004 para 2006.

O tipo de estrutura define sim o desvio de direitos. A organização das participações acionárias em pirâmide tem maiores desvios de direitos do que as estruturas horizontais, sendo esse efeito tanto maior quanto mais níveis houver até o acionista último.

A teoria sobre a vantagem de financiamento das estruturas em pirâmide pôde ser comprovada nas amostras, uma vez que as empresas maiores e intensivas em capital são mais frequentes entre as organizadas em pirâmides com maior quantidade de níveis.

Já a teoria sobre o “seguro” fornecido pela possibilidade de fluxo de caixa entre empresas de uma pirâmide não encontrou forte comprovação nas análises. Entretanto, cabe a ressalva em relação às *proxies* contábeis utilizadas. Semelhante conclusão e ressalva cabem sobre as análises do risco como elemento definidor do tipo de estrutura.

O pagamento de dividendos e impostos tem relação positiva com a probabilidade de ter estrutura piramidal, o que somado à relação negativa entre o lucro operacional (*proxy* para disponibilidade de caixa) e o desvio de direitos, não mostrou como era esperada, uma maior relação entre expropriação de minoritários e estruturas em pirâmide. Uma explicação para a relação entre pagamento de dividendos e estrutura piramidal pode estar na vantagem fiscal desta opção em relação a distribuição de juros sobre capital próprio em estruturas com mais de três níveis. O maior pagamento de dividendos pode ser também para atender às preferências de remuneração dos acionistas últimos, ou uma forma de diminuir o caixa disponível ao livre arbítrio dos controladores.

Os resultados mostram que o aprofundamento e continuidade da pesquisa podem melhorar a caracterização das estruturas de propriedade e assim entender as razões das organizações em um ou outro tipo de estrutura de propriedade.

Referências:

ALDRIGHI D.M.; MAZZER NETO R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, v.61, n.2, p.129-152, abr/jul. 2007.

ALMEIDA, H.; WOLFENZON, D.; A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups, *The Journal of Finance*, v. LXI, no. 6, p. 2637-2680, Dec-2006

ATTIG, N.; FISCHER, K.P.; GADHOUM, Y.; On the Determinants of Pyramidal Ownership: Evidence on Dilution of Minority Interests, EFA 2004 Maastricht Meetings Paper No. 4592, 2004, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=434201>

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P.; Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, *The Journal of Finance*, v. LVII, no. 6, p. 2741-2771, Dec-2002

DA SILVEIRA, A. M.; Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil – Saint Paul Editora - 2006

DA SILVA, A. L. C.; A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras, Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração, 2002

DA SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Ownership, control, valuation and performance of brazilian corporations, *Corporate Ownership and Control*, vol. 4, issue 1, p. 300-308, fall. 2006.

DA SILVA, A. L. C.; SUBRAHMANYAM, A. Dual-class premium, corporate governance, and the mandatory bid rule: evidence from the brazilian stock market, *Journal of Corporate Finance*, v. 13, p. 1-24, 2007.

DA SILVEIRA, A. M.; DIAS, A. L. What are the Costs of Conflicts between Controlling and Minority Shareholders in a Concentrated Ownership Environment?, working paper, 2008, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1019241>>, Acesso em: 9 mar. 2009

DECOURT, R. F.; PROCIANOY, J. L.; O processo decisório de distribuição de lucros das empresas listadas na BOVESPA, 2009, 9º. *Encontro Brasileiro de Finanças*, disponível em <http://virtualbib.fgv.br/ocs/index.php/ebf/9EBF/paper/view/891/166>

DITTMANN I.; KUBLER D.; MAUG E.; MECHTENBERG L. Why votes have a value, working paper, 2007, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1074803>>, Acesso em: 6 mar. 2009.

GROSSMAN, S.; HART, O. One share one vote and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics*, v. 20, n. 1/2, p. 175-202, jan/mar. 1988.

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

HUGHES, J. P.; Ultimate Control and Corporate Value: Evidence from the UK, *Financial Reporting, Regulation and Governance*, v. 4, no. 2, 2005

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, v. 3, no. 4, p. 305-360, 1976.

LEAL, R.P.C.; SILVA, A.L.C.; VALADARES S. M.; Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto, *Revista de Administração Contemporânea*, v.6, n.1, p. 7-18, Jan-Abr/2002

LEAL, R.P.C.; SILVA, A.L.C.; Ownership, Control, Valuation and Performance of Brazilian Corporations, *Corporate Ownership and Control*, v. 4, n. 1, p. 300-308, Fall 2006

LIM, U.; KIM, C.; Determinants of ownership structure: an empirical study of Korean conglomerates, *Pacific-Basin Finance Journal*, no. 13, p. 1-28, 2005

NENOVA, T. The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis, *Journal of Financial Economics*, n. 68, p. 325-351, 2003.

RIYANTO, Y. E.; TOOLSEMA, L. A.; Tunneling and Propping: A justification for pyramidal ownership, *Journal of Banking & Finance*, n. 32, p. 2178-2187, 2008

Apêndice A: Descrição das Variáveis

Obs.: os valores médios foram calculados em períodos de 3 anos anteriores à data da observação assim, para os dados de 2004 a média é de 2002 a 2004 e para os dados de 2006 a média é de 2004 a 2006

Variável

Estrutura de Propriedade

icm	Capital votante indireto do maior acionista
icm3	Capital votante indireto dos três maiores acionistas
icm5	Capital votante indireto dos cinco maiores acionistas
itm	Capital total indireto do maior acionista
itm3	Capital total indireto dos três maiores acionistas
itm5	Capital total indireto dos cinco maiores acionistas
dcm	Capital votante direto do maior acionista
dcm3	Capital votante direto dos três maiores acionistas
dcm5	Capital votante direto dos cinco maiores acionistas
dtm	Capital total direto do maior acionista
dtm3	Capital total direto dos três maiores acionistas
dtm5	Capital total direto dos cinco maiores acionistas
desvdir	Percentuais de desvio entre direitos de controle e fluxo de caixa do maior acionista (calculado com base na participação indireta)
desvdir3	Percentuais de desvio entre direitos de controle e fluxo de caixa dos três maiores acionistas (calculado com base na participação indireta)
desvdir5	Percentuais de desvio entre direitos de controle e fluxo de caixa dos cinco maiores acionistas (calculado com base na participação indireta)
niveis	Quantidade de níveis na pirâmide até chegar ao acionista último

Endividamento

dlpl 04 / 06	Dívida líquida sobre patrimônio líquido
medlpl	Média da dívida líquida sobre patrimônio líquido calculada entre 2002 e 2004 para as observações de 2004 e entre 2004 e 2006 para as observações de 2006
exlp 04 / 06	Exigível de longo prazo
exlpativtot 04 / 06	Exigível de longo prazo sobre ativo total
meexlpativtot	Média do exigível de longo prazo sobre ativo total
despfin 04 / 06	Despesas financeiras constantes no demonstrativo de resultados
medespfin	Média da despesa financeira

Tamanho

recbru 04 / 06	Receita bruta
recliq 04 / 06	Receita líquida

ativtot 04 / 06	Ativo Total
melnavtot	Média do logaritmo do ativo total
<u>Investimento</u>	
resrebr	Crescimento percentual da receita bruta nos três anos anteriores
resrecliq	Crescimento percentual da receita líquida nos três anos anteriores
varimob	Varição percentual no imobilizado nos três anos anteriores
<u>Fluxo de caixa "inter-companies"</u>	
invsb 04 / 06	Investimento em subsidiárias constantes no balanço
meinvsbativtot	Média do investimento em subsidiárias
relcont 04 / 06	Relacionamento com controladas. Calculado como a soma dos valores a pagar e a receber, de curto e longo prazo.
relcontativtot 04 / 06	Relacionamento com controladas sobre o ativo total.
merelcontativtot	Média do relacionamento com controladas sobre o ativo total.
<u>Liquidez dos ativos</u>	
prebolsaon 04 / 06	Presença em bolsa da ação ON, calculada pela Económica.
prebolsapn 04 / 06	Presença em bolsa da ação PN, calculada pela Económica.
liqon 04 / 06	Liquidez em bolsa da ação ON, calculada pela Económica.
liqpn 04 / 06	Liquidez em bolsa da ação PN, calculada pela Económica.
liqmaior	Maior liquidez entre ação ON e PN.
prebolsamaior	Maior presença em bolsa entre ação ON e PN.
<u>Risco</u>	
beta economica	Beta calculado pela Económica.
<u>Disponibilidade de caixa</u>	
ebit 04 / 06	Lucro antes de juros e impostos.
ebitrecliq 04 / 06	Lucro antes de juros e impostos sobre receita líquida.
meebitrecliq	Média do lucro antes de juros e impostos sobre receita líquida
loper 04 / 06	Lucro operacional
meloper	Média do lucro operacional
meloperrecliq	Média do lucro operacional sobre receita líquida
<u>Pagamento de impostos</u>	
pirebit 04 / 06	Provisão para IR sobre lucro antes de juros e impostos
mepirebit	Média da provisão para IR sobre EBIT
<u>Pagamento de dividendos</u>	
payout 04 / 06	Dividendos pagos no ano / lucro líquido do ano anterior
mepayout	Média do payout
<u>Valor</u>	
vmerc 04 / 06	Valor de mercado
lnvmerc 04 / 06	Logaritmo do valor de mercado

qtob 04 / 06 (Valor dos ativos – valor patrimonial das ações + valor de mercado das ações) / (valor dos ativos)

Tangibilidade dos ativos

imob 04 / 06 Imobilizado
 imobativtot 04 / 06 Imobilizado sobre o ativo total
 meimobativtot Média do imobilizado sobre o ativo total
 imobrecliq 04 / 06 Imobilizado sobre a receita líquida
 meimobrecliq Média do imobilizado sobre a receita líquida

Monitoramento

dempst Dummy que identifica quando o maior acionista indireto é uma empresa estrangeira
 dgov Dummy que identifica quando o maior acionista indireto é o governo
 dpfis Dummy que identifica quando o maior acionista indireto é uma pessoa física
 dfinvest Dummy que identifica quando o maior acionista indireto é um fundo de investimento internacional
 dfinvnac Dummy que identifica quando o maior acionista indireto é um fundo de investimento nacional
 dfpens Dummy que identifica quando o maior acionista indireto é um fundo de pensão
 dbancos Dummy que identifica quando o maior acionista indireto é um banco
 dempnac Dummy que identifica quando o maior acionista indireto é uma empresa nacional
 dfunda Dummy que identifica quando o maior acionista indireto é uma fundação

Apêndice B: Estatísticas Descritivas

Os valores médios referem-se ao período de 2003 a 2004 para a amostra de 2004 e 2004 a 2006 para a amostra de 2006. A descrição das variáveis encontra-se no Apêndice A.

Variable	Obs	2004				Obs	2006			
		Média	Desv. Pad.	Min	Max		Média	Desv. Pad.	Min	Max
Estrutura de Propriedade										
icm	271	49,66	29,56	5,55	100,00	257	46,36	29,14	5,39	100,00
icm3	271	70,58	23,85	5,68	100,00	257	66,77	24,56	5,52	100,00
icm5	271	77,40	21,16	5,68	100,00	257	73,87	22,31	5,52	100,00
itm	271	34,59	25,69	2,18	100,00	257	32,70	23,62	1,85	99,40
itm3	271	50,64	25,45	5,05	100,00	257	50,95	23,86	4,24	99,68
itm5	271	55,93	24,48	5,68	100,00	257	57,61	23,13	5,52	99,72
dcm	271	64,75	26,72	5,68	100,00	257	59,03	27,22	5,52	100,00
dcm3	271	82,39	18,78	5,68	100,00	257	77,30	21,52	5,52	100,00
dcm5	271	85,73	16,76	5,68	100,00	257	81,66	19,30	5,52	100,00
dtm	271	48,39	27,09	5,64	100,00	257	44,33	25,00	5,52	100,00
dtm3	271	63,53	24,62	5,68	100,00	257	62,45	22,57	5,52	100,00
dtm5	271	66,49	24,03	5,68	100,00	257	67,63	21,18	5,52	100,00
desvdir	271	1,810	1,142	0,283	9,107	257	1,67	1,03	0,15	9,70
desvdir3	271	1,673	0,920	0,548	9,558	257	1,49	0,84	0,31	9,89
desvdir5	271	1,617	0,782	0,668	6,914	257	1,43	0,70	0,36	7,17
niveis	271	2,904	2,027	1,000	10,000	255	3,04	2,04	1,00	12,00
Endividamento										
medipl	198	274,92	1.929,61	-959,89	19.423,84	192	128,18	1.122,88	-508,79	15.496,76
meexlpativtot	205	0,35	0,50	0,00	5,88	176	0,41	1,42	0,00	18,59
medespfm	253	299.689,90	784.783,40	0,00	8.252.144,00	238	245.277,10	787.006,90	-27.392,00	8.223.488,00
Tamanho										
recbru 04 / 06	196	4.007.371,00	11.800.000,00	0,00	150.000.000,00	182	4.947.480,00	16.400.000,00	0,00	205.000.000,00
ativtot 04 / 06	209	7.861.792,00	26.800.000,00	6.161,00	239.000.000,00	196	10.700.000,00	37.800.000,00	2.738,00	296.000.000,00
melnativtot	205	13,93	1,91	8,85	19,23	176	14,12	1,96	8,84	19,38
Investimento										
cresreclbr	191	0,19	0,25	-0,41	2,35	161	0,11	0,23	-0,49	1,38
cresreclq	191	0,18	0,25	-0,43	2,33	161	0,10	0,22	-0,48	1,40
varimob	205	0,09	0,47	-0,58	5,66	176	0,21	0,84	-0,41	8,68
Fluxo de caixa "inter-companies"										
invsb 04 / 06	209	241.012,00	1.329.822,00	0,00	18.200.000,00	196	293.235,60	1.416.203,00	0,00	18.000.000,00
relcont 04 / 06	190	54.860,68	210.207,60	-61,00	2.194.013,00	184	24.822,39	99.120,03	0,00	1.025.051,00
merelcontativtot	187	0,05	0,17	-0,01	1,48	164	0,03	0,12	0,00	1,19
Liquidez dos ativos										
prebolsaon 04 / 06	271	27,58	36,60	0,00	100,00	257	37,32	39,64	0,00	100,00
prebolsapn 04 / 06	244	53,04	39,66	0,00	100,00	209	53,51	40,21	0,00	100,00
liqon 04 / 06	267	0,04	0,19	0,00	2,09	257	0,10	0,32	0,00	2,07
liqpn 04 / 06	244	0,31	0,95	0,00	8,83	209	0,28	1,03	0,00	11,11
Risco										
beta econômica	74	0,56	0,29	-0,06	1,25	84	0,62	0,39	-0,09	2,61
Disponibilidade de caixa										
ebit 04 / 06	249	514.386,40	2.207.017,00	-3.535.879,00	30.600.000,00	236	563.053,40	3.191.796,00	-10.000.000,00	42.200.000,00
ebitreclq 04 / 06	187	48,63	651,64	-2,35	8.911,81	180	0,16	1,42	-8,32	16,57
meebitreclq	184	0,85	3,72	-1,71	30,74	161	0,32	2,45	-0,56	31,06
loper 04 / 06	268	444.510,90	1.926.702,00	-390.858,00	27.300.000,00	255	577.395,60	2.924.794,00	-545.727,00	40.700.000,00
meloper	269	280.169,40	1.519.400,00	-1.561.626,00	22.400.000,00	255	513.452,90	2.497.906,00	-305.410,30	34.900.000,00
meloperreclq	188	0,40	2,78	-12,09	20,45	161	0,29	2,59	-4,34	31,67
Pagamento de impostos										
pirebit 04 / 06	196	0,06	1,36	-15,46	7,75	182	-0,04	3,09	-40,07	4,30
mepirebit	198	0,18	0,88	-4,80	8,76	215	-1,01	15,50	-226,61	2,80
Pagamento de dividendos										
payout 04 / 06	207	52,06	171,55	-368,92	2.007,85	190	42,61	61,03	-185,60	461,30
mepayout	208	85,18	711,28	-795,77	10.181,14	201	40,71	386,39	-3.443,93	3.937,49
Valor										
vmerc 04 / 06	148	4.601.314,00	13.000.000,00	836,95	112.000.000,00	168	7.254.100,00	22.800.000,00	4.522,00	228.000.000,00
lnvmerc 04 / 06	148	13,24	2,40	6,73	18,54	168	13,94	2,15	8,42	19,25
Tangibilidade dos ativos										
imob 04 / 06	209	2.165.553,00	8.093.810,00	240,00	79.700.000,00	196	2.763.263,00	11.500.000,00	57,00	115.000.000,00
imobativtot 04 / 06	209	0,33	0,20	0,00	0,84	196	0,31	0,23	0,00	0,93
meimobativtot	205	0,34	0,20	0,00	0,81	176	0,33	0,21	0,00	0,91
imobreclq 04 / 06	193	2,93	31,53	0,00	438,58	180.000	1,34	8,11	0,00	106,76
meimobreclq	190	0,75	0,88	0,01	6,33	161	2,05	18,16	0,01	230,84
Monitoramento										
dempest	271,00	0,20	0,40	0,00	1	257	0,18	0,38	0,00	1,00
dgov	271,00	0,09	0,28	0,00	1	257	0,09	0,29	0,00	1,00
dplis	271,00	0,48	0,50	0,00	1	257	0,48	0,50	0,00	1,00
dinvest	271,00	0,03	0,18	0,00	1	257	0,05	0,21	0,00	1,00
dinvnac	271,00	0,03	0,18	0,00	1	257	0,02	0,14	0,00	1,00
dipens	271,00	0,03	0,17	0,00	1	257	0,03	0,16	0,00	1,00
dbancos	271,00	0,02	0,13	0,00	1	257	0,02	0,15	0,00	1,00
dempnac	271,00	0,10	0,30	0,00	1	257	0,12	0,33	0,00	1,00
dfunda	271,00	0,03	0,16	0,00	1	257	0,01	0,11	0,00	1,00

Apêndice C: Testes de diferenças de médias das variáveis descritivas das amostras 2004 e 2006

Os valores médios referem-se ao período de 2003 a 2004 para a amostra de 2004 e 2004 a 2006 para a amostra de 2006. A descrição das variáveis encontra-se no Apêndice A.

2004					2006						
<i>Painel A: pirâmide = 1; horizontal = 0</i>											
Variable	obs.	média (=0)	obs.	média (=1)	t (0 - 1)	Variable	obs.	média (=0)	obs.	média (=1)	t (0 - 1)
Estrutura de Propriedade						Estrutura de Propriedade					
desvdir	64	1,512	207	1,902	-2,412 **	desvdir	58	1,410	197	1,754	-2,238 **
desvdir3	64	1,442	207	1,745	-2,319 **	desvdir3	58	1,277	197	1,560	-2,271 **
desvdir5	64	1,436	207	1,672	-2,121 **	desvdir5	58	1,242	197	1,490	-2,382 **
Endividamento						Endividamento					
meexipativtot	43	0,343	162	0,348	-0,059	meexipativtot	42	0,299	133	0,450	-0,598
medespfjn	57	242.567	196	316.302	-0,624	medespfjn	51	249.192	185	245.808	0,027
Tamanho						Tamanho					
meinativot	43	13,693	162	13,993	-0,915	meinativot	42	13,548	133	14,292	-2,166 **
Investimento						Investimento					
cresrecliq	38	0,135	153	0,191	-1,232	cresrecliq	39	0,047	121	0,117	-1,728 *
varimob	43	0,051	162	0,105	-0,671	varimob	42	0,067	133	0,241	-1,180
Fluxo de caixa "inter-companies"						Fluxo de caixa "inter-companies"					
meinsubativtot	43	0,029	162	0,053	-1,157	meinsubativtot	42	0,020	133	0,056	-1,714 *
relcontativtot 04	38	0,137	152	0,044	1,914 *	relcontativtot 06	42	0,030	140	0,037	-0,206
merelcontativtot	38	0,093	149	0,038	1,799 *	merelcontativtot	39	0,045	124	0,025	0,889
Liquidez dos ativos						Liquidez dos ativos					
prebolsaon 04	64	25,841	207	28,114	-0,434	prebolsaon 06	58	40,097	197	36,408	0,621
prebolsapn 04	58	46,573	186	55,055	-1,425	prebolsapn 06	45	50,723	163	54,604	-0,573
liqon 04	63	0,067	204	0,032	1,263	liqon 06	58	0,135	197	0,094	0,855
liqpn 04	58	0,265	186	0,322	-0,398	liqpn 06	45	0,356	163	0,257	0,565
liqmaior	64	0,252	207	0,297	-0,352	liqmaior	58	0,407	197	0,290	0,807
prebolsamaior	64	52,309	207	56,731	-0,801	prebolsamaior	58	62,153	197	60,747	0,246
Risco						Risco					
beta economática	18	0,574	56	0,560	0,180	beta economática	19	0,597	64	0,630	-0,317
Disponibilidade de caixa						Disponibilidade de caixa					
ebitrecliq 04	38	2,130	149	60,488	-0,492	ebitrecliq 06	41	0,077	137	0,181	-0,408
meebitrecliq	38	1,555	146	0,661	1,321	meebitrecliq	39	0,069	121	0,397	-0,721
meloper	64	197,632	205	305,937	-0,497	meloper	58	137,049	195	626,950	-1,308
meloperrecliq	38	0,628	150	0,342	0,565	meloperrecliq	39	-0,031	121	0,388	-0,876
Pagamento de impostos						Pagamento de impostos					
mepirebit	38	0,380	160	0,129	1,581	mepirebit	46	-4,689	167	-0,012	-1,813 *
Pagamento de dividendos						Pagamento de dividendos					
payout 04	42	28,934	165	57,942	-0,978	payout 06	42	33,310	146	44,786	-1,075
mepayout	42	25,269	166	100,343	-0,610	mepayout	44	22,177	155	45,824	-0,356
Valor						Valor					
invmerc 04	33	13,023	115	13,303	-0,589	invmerc 06	33	13,411	135	14,072	-1,590
qtob 04	23	-4,665	100	-0,120	-1,426	qtob 06	27	1,810	112	1,875	-0,235
Tangibilidade dos ativos						Tangibilidade dos ativos					
meimobativtot	43	0,286	162	0,355	-2,011 **	meimobativtot	42	0,303	133	0,334	-0,818
Monitoramento						Monitoramento					
dempest	64	0,141	207	0,213	-1,267	dempest	58	0,190	197	0,178	0,208
dgov	64	0,250	207	0,039	5,462 ***	dgov	58	0,293	197	0,030	6,622 ***
dpfis	64	0,313	207	0,527	-3,037 ***	dptfis	58	0,293	197	0,533	-3,269 ***
dfinvest	64	0,016	207	0,039	-0,896	dfinvest	58	0,034	197	0,046	-0,368
dfinvnac	64	0,016	207	0,039	-0,896	dfinvnac	58	0,017	197	0,020	-0,147
dfpens	64	0,047	207	0,024	0,937	dfpens	58	0,052	197	0,020	1,286
dbancos	64	0,016	207	0,019	-0,192	dbancos	58	0,000	197	0,030	-1,345
dempnac	64	0,172	207	0,072	2,376 **	dempnac	58	0,103	197	0,132	-0,575
dfunda	64	0,031	207	0,024	0,312	dfunda	58	0,017	197	0,010	0,439

Apêndice C – cont.

2004					2006						
Painel B: pirâmide sem acionista último controlador (com mais de 50% dos votos) = 1; horizontal e pirâmide com acionista último controlador = 0											
Variable	obs.	média (=0)	obs.	média (=1)	t (0 - 1)	Variable	obs.	média (=0)	obs.	média (=1)	t (0 - 1)
Estrutura de Propriedade						Estrutura de Propriedade					
desvdir	136	1,781	135	1,839	-0,416	desvdir	119	1,679	136	1,674	0,043
desvdir3	136	1,516	135	1,831	-2,851 ***	desvdir3	119	1,355	136	1,619	-2,528 **
desvdir5	136	1,472	135	1,763	-3,111 ***	desvdir5	119	1,291	136	1,558	-3,072 ***
Endividamento						Endividamento					
meexipativtot	99	0,399	106	0,299	1,439	meexipativtot	80	0,290	95	0,518	-1,051
medespfin	124	219,286	129	376,977	-1,603	medespfin	110	203,143	126	284,425	-0,788
Tamanho						Tamanho					
meinativot	99	13,689	106	14,155	-1,757 *	meinativot	80	13,943	95	14,256	-1,054
Investimento						Investimento					
cresrecliq	91	0,167	100	0,191	-0,645	cresrecliq	75	0,079	85	0,119	-1,131
varimob	99	0,110	106	0,079	0,462	varimob	80	0,086	95	0,295	-1,655
Fluxo de caixa "inter-companies"						Fluxo de caixa "inter-companies"					
meinvsuativtot	99	0,043	106	0,053	-0,610	meinvsuativtot	80	0,049	95	0,047	0,128
relcontativtot 04	86	0,107	104	0,027	2,070 **	relcontativtot 06	82	0,020	100	0,048	-0,906
merelcontativtot	86	0,072	101	0,030	1,728 *	merelcontativtot	76	0,034	87	0,026	0,421
Liquidez dos ativos						Liquidez dos ativos					
prebolsaon 04	136	30,112	135	25,025	1,145	prebolsaon 06	119	0,120	136	0,089	-0,885
prebolsapn 04	123	52,627	121	53,457	-0,163	prebolsapn 06	99	0,226	109	0,327	-1,165
liqon 04	134	0,045	133	0,036	0,399	liqon 06	119	0,120	136	0,089	0,783
liqpn 04	123	0,223	121	0,395	-1,419	liqpn 06	99	0,226	109	0,327	-0,707
liqmaior	136	0,214	135	0,360	-1,329	liqmaior	119	0,299	136	0,332	-0,273
prebolsamaior	136	57,681	135	53,678	0,853	prebolsamaior	119	59,869	136	62,114	-0,468
Risco						Risco					
beta econômica	44	0,537	30	0,601	-0,928	beta econômica	35	0,606	48	0,635	-0,321
Disponibilidade de caixa						Disponibilidade de caixa					
ebitrecliq 04	86	1,419	101	88,828	-0,914	ebitrecliq 06	81	0,146	97	0,166	-0,092
meebitrecliq	86	1,070	98	0,648	0,766	meebitrecliq	75	0,143	85	0,470	-0,839
meoper	135	164,038	134	397,167	-1,260	meoper	119	252,310	134	747,606	-1,573
meoperrecliq	89	0,340	99	0,454	-0,280	meoperrecliq	75	0,174	85	0,385	-0,511
Pagamento de impostos						Pagamento de impostos					
mepirebit	91	0,180	107	0,174	0,050	mepirebit	93	-2,395	120	0,042	-1,134
Pagamento de dividendos						Pagamento de dividendos					
payout 04	98	45,067	109	58,340	-0,555	payout 06	82	41,349	106	42,898	-0,172
mepayout	98	25,788	110	138,100	-1,138	mepayout	86	-6,810	113	76,674	-1,507
Valor						Valor					
invmerc 04	76	13,065	72	13,426	-0,912	invmerc 06	71	13,806	97	14,041	-0,700
qtob 04	58	-1,208	65	-0,757	-0,180	qtob 06	56	1,739	83	1,946	-0,919
Tangibilidade dos ativos						Tangibilidade dos ativos					
meimobativtot	99	0,319	106	0,361	-1,510	meimobativtot	80	0,328	95	0,325	0,089
Monitoramento						Monitoramento					
dempst	136	0,272	135	0,119	3,236 ***	dempst	119	0,244	136	0,125	2,479 **
dgov	136	0,169	135	0,007	4,869 ***	dgov	119	0,185	136	0,007	5,171 ***
dpfis	136	0,353	135	0,600	-4,187 ***	dpfis	119	0,361	136	0,581	-3,574 ***
dinvest	136	0,022	135	0,044	-1,027	dinvest	119	0,025	136	0,059	-1,317
dfinvnc	136	0,007	135	0,059	-2,401 ***	dfinvnc	119	0,008	136	0,029	-1,206
dfpens	136	0,037	135	0,022	0,705	dfpens	119	0,034	136	0,022	0,562
dbancos	136	0,007	135	0,030	-1,362	dbancos	119	0,000	136	0,044	-2,334 **
dempnac	136	0,110	135	0,081	0,803	dempnac	119	0,134	136	0,118	0,403
dfunda	136	0,022	135	0,030	-0,392	dfunda	119	0,008	136	0,015	-0,464

Apêndice C – cont.

2004					2006						
<i>Painel C: estruturas com até 4 níveis até o acionista último = 1; estruturas com mais de 4 níveis até o acionista último = 0</i>											
Variable	obs.	média (=0)	obs.	média (=1)	t (0 - 1)	Variable	obs.	média (=0)	obs.	média (=1)	t (0 - 1)
<u>Estrutura de Propriedade</u>						<u>Estrutura de Propriedade</u>					
desvdir	46	2,111	225	1,748	1,972 **	desvdir	50	2,083	207	1,575	3,170 ***
desvdir3	46	2,050	225	1,596	3,096 ***	desvdir3	50	1,890	207	1,399	3,824 ***
desvdir5	46	1,957	225	1,547	3,294 ***	desvdir5	50	1,789	207	1,346	4,138 ***
<u>Endividamento</u>						<u>Endividamento</u>					
meexipativtot	38	0,302	167	0,358	-0,613	meexipativtot	30	0,302	146	0,434	-0,461
medespfin	46	566,264	207	240,451	2,575 **	medespfin	48	261,123	190	241,274	0,156
<u>Tamanho</u>						<u>Tamanho</u>					
meinativot	38	14,778	167	13,737	3,098 ***	meinativot	30	14,609	146	14,015	1,521
<u>Investimento</u>						<u>Investimento</u>					
cresrecliq	37	0,232	154	0,167	1,432	cresrecliq	29	0,099	132	0,104	-0,113
varimob	38	0,064	167	0,101	-0,437	varimob	30	0,159	146	0,219	-0,357
<u>Fluxo de caixa "inter-companies"</u>						<u>Fluxo de caixa "inter-companies"</u>					
meinvsubativtot	38	0,041	167	0,049	-0,374	meinvsubativtot	30	0,021	146	0,053	-1,305
relcontativtot 04	37	0,036	153	0,070	-0,686	relcontativtot 06	35	0,016	149	0,040	-0,623
merelcontativtot	37	0,036	150	0,053	-0,517	merelcontativtot	29	0,012	135	0,034	-0,860
<u>Liquidez dos ativos</u>						<u>Liquidez dos ativos</u>					
prebolsaon 04	46	32,757	225	26,519	1,054	prebolsaon 06	50	46,878	207	35,014	1,909 *
prebolsapn 04	38	62,904	206	51,218	1,675 *	prebolsapn 06	37	61,646	172	51,756	1,360
liqon 04	46	0,041	221	0,040	0,034	liqon 06	50	0,128	207	0,098	0,594
liqpn 04	38	0,658	206	0,243	2,499 **	liqpn 06	37	0,351	172	0,262	0,478
liqmaior	46	0,547	225	0,233	2,156 **	liqmaior	50	0,377	207	0,300	0,506
prebolsamaior	46	61,358	225	54,527	1,094	prebolsamaior	50	67,732	207	59,320	1,404
<u>Risco</u>						<u>Risco</u>					
beta economática	15	0,562	59	0,563	-0,019	beta economática	14	0,624	70	0,624	0,005
<u>Disponibilidade de caixa</u>						<u>Disponibilidade de caixa</u>					
ebitrecliq 04	37	0,121	150	60,595	-0,505	ebitrecliq 06	34	-0,137	146	0,226	-1,342
meebitrecliq	37	0,166	147	1,017	-1,245	meebitrecliq	29	0,154	132	0,351	-0,391
meoper	46	311,042	223	273,801	0,151	meoper	49	375,817	206	546,192	-0,428
meloperrecliq	37	0,200	151	0,449	-0,487	meloperrecliq	29	0,102	132	0,326	-0,420
<u>Pagamento de impostos</u>						<u>Pagamento de impostos</u>					
mepirebit	37	0,114	161	0,191	-0,479	mepirebit	42	-0,050	173	-1,244	0,447
<u>Pagamento de dividendos</u>						<u>Pagamento de dividendos</u>					
payout 04	38	93,432	169	42,753	1,652 *	payout 06	35	63,317	155	37,934	2,246 **
mepayout	38	329,732	170	30,520	2,370 **	mepayout	38	146,085	163	16,141	1,879 *
<u>Valor</u>						<u>Valor</u>					
invmerc 04	23	14,504	125	13,008	2,805 ***	invmerc 06	31	14,656	137	13,780	2,068 **
qtob 04	22	1,001	101	-1,399	0,735	qtob 06	25	1,832	114	1,869	-0,131
<u>Tangibilidade dos ativos</u>						<u>Tangibilidade dos ativos</u>					
meimobativtot	38	0,433	167	0,320	3,169 ***	meimobativtot	30	0,448	146	0,301	3,559 ***
<u>Monitoramento</u>						<u>Monitoramento</u>					
dempest	46	0,109	225	0,213	-1,632	dempest	50	0,200	207	0,174	0,430
dgov	46	0,043	225	0,098	-1,180	dgov	50	0,040	207	0,101	-1,366
dpfis	46	0,413	225	0,489	-0,937	dpfis	50	0,340	207	0,512	-2,198 **
dinvest	46	0,087	225	0,022	2,245 **	dinvest	50	0,100	207	0,034	1,998 **
dfinvnc	46	0,152	225	0,009	5,162 ***	dfinvnc	50	0,080	207	0,005	3,523 ***
dfpens	46	0,000	225	0,036	-1,297	dfpens	50	0,000	207	0,034	-1,318
dbancos	46	0,043	225	0,013	1,384	dbancos	50	0,020	207	0,024	-0,174
dempnac	46	0,130	225	0,089	0,870	dempnac	50	0,220	207	0,101	2,293 **
dfunda	46	0,022	225	0,027	-0,191	dfunda	50	0,000	207	0,014	-0,854

CONCLUSÃO

Esta pesquisa buscou investigar fenômenos relacionados à estrutura de propriedade presentes em empresas brasileiras negociadas na BOVESPA. No Brasil há intensa utilização de dois mecanismos que resultam em desvios do princípio “uma ação – um voto”: ações sem direito a voto e pirâmides de controle. O trabalho foi dividido em dois ensaios, o primeiro abordou as ações sem direito a voto e o segundo as pirâmides de controle. A análise dos dois mecanismos aponta para uma melhora na estrutura de propriedade das empresas brasileiras em direção a melhores padrões de governança corporativa com menores desvios de direitos.

Isto pôde ser comprovado no primeiro ensaio através da análise de 33 operações de unificação de ações ocorridas entre os anos de 2000 e 2008. Em 19 destas operações as empresas migraram para o Novo Mercado. A metodologia utilizada abrangeu além das estatísticas descritivas e testes de diferenças de médias, regressões em painéis, modelos logit e estudo de eventos.

As empresas relatam como maior motivação para a unificação o aumento na liquidez e melhores práticas de governança, as análises quantitativas, entretanto, mostram que as operações ocorrem onde a diluição do poder de voto é menor, ou seja, onde o maior acionista detém maior participação em ações sem direito a voto e nas empresas com menos ações PN em sua estrutura. As empresas que unificam pagam menos dividendos e têm menor liquidez do que as que permaneceram com duas classes de ações. Empresas que pagam muitos dividendos podem enfrentar maior resistência de seus acionistas preferencialistas à unificação das ações. Houve impacto positivo sobre a liquidez, a participação no índice IBOVESPA e algumas variáveis relacionadas a tamanho e valor. A liquidez aumenta mais no grupo de empresas que migra para o Novo Mercado.

A probabilidade da unificação está relacionada negativamente com o pagamento de dividendos e positivamente com a participação em ações sem direito a voto do maior acionista. Para o grupo de empresas que não migra para o Novo Mercado a diluição do controle é menos relevante. Para este grupo são determinantes mais fortes da unificação a liquidez e o menor pagamento de dividendos.

A segunda parte da pesquisa analisou a estrutura de propriedade até o último acionista de 271 empresas em 2004 e 257 em 2006. As estruturas foram classificadas de acordo com um critério desenvolvido na pesquisa, o que mostrou uma tendência em relação a estruturas com menor concentração de controle e menores desvios de direitos de 2004 para 2006. A metodologia, além dos métodos quantitativos, empregou também entrevistas semi-

estruturadas com profissionais de mercado (advogados, conselheiros e auditores) o que permitiu identificar novas explicações a utilização das diferentes estruturas, embora tais motivações não sejam facilmente materializáveis em variáveis quantitativas.

Pirâmides com mais níveis têm maiores desvios de direitos e são mais presentes em empresas maiores, o que comprova a teoria da vantagem de financiamento. O pagamento de dividendos e impostos tem relação positiva com a probabilidade de ter estrutura piramidal, o que somado à relação negativa entre o lucro operacional (*proxy* para disponibilidade de caixa) e o desvio de direitos, não mostrou como era esperada, uma maior relação entre expropriação de minoritários e estruturas em pirâmide. Uma explicação para a relação entre pagamento de dividendos e estrutura piramidal pode estar na vantagem fiscal desta opção em relação a distribuição de juros sobre capital próprio em estruturas com mais de três níveis.

A teoria sobre o “seguro” fornecido pela possibilidade de fluxo de caixa entre empresas de uma pirâmide não encontrou forte comprovação nas análises. Entretanto, cabe a ressalva em relação às *proxies* contábeis utilizadas. Semelhante conclusão e ressalva cabem sobre as análises do risco como elemento definidor do tipo de estrutura. Aqui vale ressaltar as limitações das técnicas quantitativas utilizadas. Para análise desta questão seria mais adequado o emprego de estudos de caso que avaliassem a distribuição de resultados e caixa dentro de grupos empresariais de forma longitudinal ao longo de vários anos, o que é uma sugestão de extensão dessa pesquisa.

A resposta à questão de por que as empresas adotam pirâmides de controle ou ações sem direito a voto encontrou algumas respostas nesta pesquisa, entretanto, a experiência com as entrevistas realizadas sugere que métodos de pesquisa qualitativa podem trazer importantes respostas, mesmo que com restrições quanto à materialização e generalização dos achados. Os entrevistados nesta pesquisa mencionaram, por exemplo, a importância da reputação do principal acionista das estruturas de propriedade. Segundo eles, mesmo que exista a pirâmide e o desvio de direitos se o controlador é reconhecido como bom empreendedor e gestor isso transmite a confiança necessária ao investimento. As motivações para as estruturas de propriedade podem estar relacionadas com a história da formação do grupo empresarial, e as alternativas de crescimento e financiamento que se desenvolveram ao longo da mesma. A análise de variáveis financeiras ao longo dos anos talvez não capte com a mesma profundidade motivações que poderiam ser exploradas em entrevistas com pessoas chave nas organizações.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)