

UM ESTUDO SOBRE A RELAÇÃO ENTRE AÇÕES PREFERENCIAIS E VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**A STUDY ON THE RELATIONSHIP BETWEEN PREFERRED SHARES AND MARKET VALUE OF BRAZILIAN COMPANIES**

Bruna Reis de Arantes* E-mail: arantes.bruna@gmail.com

Álvaro Vieira Lima* E-mail: alvarolima@attglobal.net

Frederico Antônio Azevedo de Carvalho** E-mail: decarvalhofred@hotmail.com

*Universidade do Estado do Rio de Janeiro

**Universidade Federal do Rio de Janeiro

Resumo : O mercado de ações brasileiro é caracterizado por empresas com grande concentração de poder nas mãos de poucos acionistas controladores. A existência de ações preferenciais sem direito a voto reforça o chamado conflito de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários, ensejando estruturas de propriedade nas quais o controle pode ser exercido com uma participação relativamente pequena sobre o total de ações emitidas pelas companhias. A concentração de propriedade permitiria a possibilidade de expropriação dos direitos dos minoritários. Diversos estudos empíricos vêm sendo realizados ao longo dos últimos anos com o objetivo de avaliar a influência da estrutura de propriedade das ações sobre o valor de mercado das companhias. Nesse contexto, o presente trabalho pretende trazer novas contribuições, com ênfase na participação de ações preferenciais na estrutura de propriedade. Neste trabalho, usando uma amostra de 121 empresas negociadas na BM&FBOVESPA, a partir de teste de diferença de médias, rejeita-se a hipótese de igualdade de valor de mercado entre empresas que só possuem ações ON em sua estrutura de propriedade, em relação às que possuem ambos os tipos, ON e PN. Em continuidade, usando modelos de regressão linear, encontra-se relação negativa, estatisticamente significativa, entre valor de mercado das empresas e as variáveis utilizadas para caracterizar a estrutura de propriedade, em especial, para a diferença entre o percentual de participação dos acionistas não controladores no total de ações PN e o percentual de participação dos acionistas controladores no total de ações PN.

Palavras-chave: Valor de mercado. Governança corporativa. Conflito de agência.

Abstract: The Brazilian stock market is characterized by companies with large concentration of power in the hands of a few controlling shareholders. The existence of preferred shares without voting rights reinforces called agency conflict among controlling shareholders and minority shareholders, entailing ownership structures in which control can be exercised with a relatively small share of the total shares issued by companies. The concentration of ownership would allow the possibility of expropriation of minority shareholders' rights. Several empirical studies have been conducted over the past few years with the objective of evaluating the influence of the structure of ownership of shares on the market value of companies. In this context, the present work aims to bring new contributions, with emphasis on the participation of preferred shares in the ownership structure. In this study, using a sample of 121 companies traded on the Brazilian Stock Exchange, BM&FBOVESPA, from test mean difference, rejects the hypothesis of equal market value among companies that have only common shares in its ownership structure, in relation to that have both types, common and preferred shares. Continuing, using linear regression models, there is a negative relationship was statistically significant between the market value of companies and the variables used to characterize the structure of ownership, in particular to the difference between the percentage of participation of non-controlling shareholders total preferred shares and percentage ownership of controlling shareholders in total shares.

Keywords: Market value. Corporate governance. Agency conflict.

1 INTRODUÇÃO

O mercado de ações brasileiro é caracterizado por empresas com alto grau de concentração de propriedade de ações, resultando em grande acúmulo de poder nas mãos de poucos acionistas. Nessas condições, a gestão das empresas no Brasil é marcada por conflitos de agência diferentes dos que podem ser observados nos países anglo-saxões. Nos Estados Unidos e alguns países da Europa, a dispersão do capital permite que executivos tenham muito poder em suas mãos e os acionistas, isolados, ficam com pouca margem de ação, fazendo com que ocorram problemas principalmente entre acionistas e executivos.

Os instrumentos institucionais que regem as relações de acionistas e administradores ganharam importância no cenário internacional, assim como no Brasil. Sob a denominação genérica de Governança Corporativa, tais instrumentos buscam dar mais transparência às decisões e aos processos de transmissão de informações ao mercado. Buscam ainda, através de normas reguladoras, diminuir ou mesmo eliminar situações que permitam a expropriação de direitos dos acionistas.

No Brasil, esse conceito começou a ser desenvolvido com a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e do 1º Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa, em 1999. Posteriormente, a BM&FBOVESPA lançou, no final de 2000, o Novo Mercado, um segmento especial de listagem desenvolvido com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Admite-se que a concentração de propriedade e a existência de acionistas controladores estejam associadas a custos e benefícios que influenciam o valor de mercado das empresas. Diversos estudos empíricos vêm sendo realizados ao longo dos últimos anos com o objetivo de esclarecer a influência da estrutura de propriedade sobre o valor de mercado das empresas.

Nesse contexto, o presente trabalho busca aprofundar esses estudos e trazer novas contribuições, focando a análise na participação de acionistas controladores e minoritários em ações preferenciais.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Coelho (2004, p. 64) diz que a sociedade anônima, normalmente abreviada por S.A., SA ou S/A, é uma forma de constituição de empresas na qual o capital social não se encontra atribuído a um nome em específico, mas está dividido em ações que podem ser transacionadas livremente, sem necessidade de escritura pública ou outro ato notarial. Por ser uma sociedade de capital, prevê a obtenção de lucros a serem distribuídos aos acionistas, sendo essa distribuição um direito essencial, não podendo nem mesmo o estatuto nem a Assembléia Geral privá-los da participação nos lucros (Lei 6.404/76, art 109).

Dependendo dos direitos e vantagens que configuram, as ações podem ser classificadas em ordinárias, preferenciais ou de fruição, sendo essa última classe a de ações que já foram amortizadas, ou seja, as que a companhia antecipou ao acionista a quantia a que ele teria direito no caso de liquidação da mesma.

A principal característica da ação ordinária é a de conferir direito de voto aos seus titulares. Coelho (2004, p. 69) corrobora esse pensamento ao comentar que apenas as ações ordinárias conferem direito de voto a seu titular nas deliberações das assembleias de acionistas, além da participação nos lucros da sociedade.

As ações preferenciais não possuem parte dos direitos conferidos às ações ordinárias, especialmente o de voto, ou de conferi-lo com restrições. Por outro lado, possuem vantagens e preferências em relação às ações ordinárias, protegendo seus titulares contra decisões tomadas nas assembleias de acionistas. Para Coelho (2004, p. 69), essas preferências consistem em prioridade na distribuição de dividendos, no reembolso de capital no caso de dissolução da empresa e na acumulação destas vantagens.

A ação preferencial consiste em um título preferencial porque dá primazia, na ordem econômica, em relação à ação ordinária: enquanto as ações preferenciais são privilegiadas no âmbito econômico, as ações ordinárias, ditas também ações comuns, “passaram a ser verdadeiras ações privilegiadas em relação aos direitos políticos.” (RETTO, 2004, p.122)

2.1 Estrutura de controle e propriedade e a governança corporativa

A discussão em torno da estrutura de propriedade surgiu, inicialmente, com o debate sobre separação entre propriedade e controle das empresas modernas. Segundo Jensen e Meckling (1976, p. 308), os administradores e proprietários possuem interesses e objetivos distintos: os acionistas e proprietários almejam a maximização do valor da empresa, enquanto que os gestores visam estratégias que atendam suas preferências pessoais.

Jensen e Meckling (1976, p. 308), definem um relacionamento de agência como "um contrato onde uma ou mais pessoas, o principal, engajam outra pessoa, o agente, para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente". Segundo os autores, se ambas as partes agem tendo em vista a maximização das suas utilidades pessoais, existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal.

Por conta disso, os gestores podem desistir do objetivo geral de maximização do valor de mercado da empresa, tendendo a decidir com base em seus próprios interesses, em detrimento dos credores e acionistas. Não havendo mecanismos e incentivos que monitorem os administradores, esses podem exercer seu livre arbítrio em detrimento dos proprietários. (JENSEN E MECKLING, p. 308, 1976).

Segundo Lodi (2000, p. 9), a Governança Corporativa surgiu para superar o chamado conflito de agência, decorrente da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. Um dos principais pilares de sustento da Governança Corporativa é criar um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, a fim de assegurar que o comportamento dos executivos esteja sempre alinhado com o interesse dos acionistas.

No Brasil, a gestão dos negócios é marcada por conflitos de agência diferentes do que é proposto por Jensen e Meckling (1976, p. 308) que basearam sua teoria na observação dos mercados dos países anglo-saxões. Conforme anteriormente referido, nos Estados Unidos e alguns países da Europa, a dispersão do capital permite que executivos tenham mais poder em suas mãos, enquanto que os acionistas ficam isolados, com pouca margem de ação.

O problema de agência no Brasil possui suas próprias peculiaridades,

diferentes das descritas anteriormente. Silveira et al. (2007, p. 3) entendem que na gestão de negócios no Brasil os principais problemas de governança corporativa ocorrem entre acionistas majoritários (controladores) e acionistas minoritários (não controladores). Nesse aspecto, os conflitos de agência no Brasil tenderiam a girar em torno de eventuais expropriações econômicas por parte dos controladores, os quais orientariam suas decisões tendo em vista seus interesses pessoais.

Leal, Da Silva e Valadares (2002, p. 8) reiteram que a disputa pela compra de ações com controle acionário sugere evidências de que o controle é valorizado no ambiente empresarial e decorreria do fácil acesso a benefícios especiais. Por esta razão, investidores estariam inclinados ao pagamento de prêmio extra pelo bloco de ações com controle acionário, o que resultaria em poder de decisão na empresa. Teoricamente, se os benefícios fossem os mesmos para todos, ou seja, para os acionistas majoritários e minoritários, esse pagamento de prêmio extra não se justificaria.

Silveira (2002, p. 60) afirma que a concentração das ações com direito a voto é característica fundamental do modelo de governança das companhias abertas brasileiras, com uma ausência quase total de empresas com estruturas de propriedade pulverizadas.

Um ponto importante do modelo de governança das companhias abertas brasileiras que deve ser destacado e foi observado por Silveira (2002, p. 44) é o fato de as ações sem direito a voto, as preferenciais, serem emitidas em elevados índices. Leal, Da Silva e Valadares (2002, p. 9) argumentam que a emissão de ações preferenciais atua como o principal mecanismo de separação entre a propriedade e controle nas companhias, permitindo aos acionistas majoritários manterem o controle com uma participação menor no capital da empresa e, conseqüentemente, aumentando o incentivo para expropriação dos pequenos investidores.

Procianoy e Schnorrenberger (2004, p. 127) observaram que alguns estudos que buscam examinar a relação da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital exploram o fato de as ações ordinárias terem direito a voto, enquanto que a dívida não o tem. Sendo assim, algumas decisões sobre estrutura de capital podem ser implementadas com o objetivo de manter o controle acionário por parte dos atuais proprietários.

Leal, Da Silva e Valadares (2002, p. 9) consideram importante compreender a estrutura de controle de uma empresa, já que ela influencia diretamente a eficiência do mercado por controle corporativo. A estrutura de controle apresenta o grau de diversificação de risco dos acionistas.

Demsetz e Lehn (1995, p. 1157) afirmam que das possíveis forças gerais que afetam a estrutura da propriedade, três parecem suficientemente importantes e merecem investigação.

A primeira força seria o valor de maximização da firma, que, segundo os autores, não é surpreendente. Demsetz e Lehn (1995, p. 1157) dizem que o tamanho da firma exerce forte influência sobre o grau de concentração da propriedade devido ao fato de que a elevação do valor de uma dada fração da firma seria compatível com uma desconcentração da propriedade. Quanto maior é o tamanho viável do competidor, *coeteris paribus*, maiores são os recursos de capital da empresa e, geralmente, melhor é o valor de mercado de uma dada fração da propriedade. O aumento do preço de uma dada fração da empresa deve, por si só, reduzir o grau em que a propriedade está concentrada.

A segunda, mais sutil e difícil de medir, é o lucro potencial decorrente de um controle mais eficaz, ao qual atribuímos o nome de controle potencial. Demsetz e Lehn (1995, p. 1158) procuraram descobrir elementos do ambiente de uma empresa que são persistentes nos seus efeitos sobre o potencial de controle. A instabilidade da empresa é um desses fatores. As empresas que transacionam em mercados caracterizados por preços estáveis, tecnologia estável, quotas de mercado estáveis, e assim por diante são as empresas em que o desempenho gerencial pode ser monitorado por um custo relativamente baixo. Siqueira (1998, p. 6) reitera o que é dito por Demsetz e Lehn (1995, p. 1155) e diz que a instabilidade da rentabilidade exerceria influência sobre a concentração da propriedade em função do conflito de interesses entre administradores e proprietários.

A terceira é a regulação sistemática que restringe as opções disponíveis para os proprietários, reduzindo assim o potencial de controle.

2.2 Efeito da estrutura de controle sobre o valor da firma

Os estudos feitos por autores como Morck, Shleifer e Vishny (1988) e Leal e

da Silva (2008, p. 298) indicam que para menores níveis de concentração de controle, o aumento da concentração pode ser visto como positivo, já que pode se observar que os interesses dos gestores seriam melhores alinhados com os interesses da massa de acionistas. Porém, a partir de um determinado grau de concentração de controle, o sinal da relação se inverteria, passando a prevalecer o receio de que haveria muitas oportunidades de expropriação da massa de acionistas por parte dos gestores, quando estes tiverem poder de voto elevado.

Leal e da Silva (2008, p. 300) reiteram que ter estruturas indiretas de controle pode permitir que os gestores ou controladores aumentem seu poder de voto, sem que seu aumento em investimento na firma seja na mesma proporção. Em princípio, quanto maior a diferença entre os direitos de voto e os direitos sobre o fluxo de caixa, representado pelo capital total, maior seriam as oportunidades para expropriar os acionistas em geral e menor deve ser o valor de mercado da firma.

Para Siffert Filho (1998 p. 5), uma nova forma de controle societário das corporações, o controle compartilhado, tem despontado como modelo em parcela significativa das grandes empresas, tendo como acionistas principalmente investidores institucionais, tanto nacionais como estrangeiros. A natureza da propriedade e a identidade dos controladores têm efeitos sobre a performance das empresas, uma vez que os posicionamentos estratégicos dependem da convergência de interesses entre as partes contratantes.

Siffert Filho (1998, p. 6) fez um estudo entre os anos de 1990 e 1997 onde procurou classificar as 100 maiores empresas não-financeiras da economia brasileira, de acordo com o critério da receita operacional líquida e de acordo com os tipos de controle societários estabelecidos por Thomsen e Pedersen (1997, p. 10) e percebeu transformações na estrutura de controle societário, tais como: diminuição de empresas estatais devido a um processo de privatização; crescimento significativo da forma de controle representado pela propriedade minoritária dominante; empresas privatizadas em sua grande maioria, com controle compartilhado, onde se fazem presentes fundos de pensão, empresas nacionais e investidores estrangeiros. O autor percebeu também que durante o período estudado houve um avanço significativo da presença de empresas estrangeiras.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

A pesquisa desenvolvida é quantitativa e com base em procedimentos estatísticos, objetivando produzir inferências para a população objeto a partir das amostras consideradas. Considerando uma das classificações apresentadas por Martins (1994) e em relação ao enfoque epistemológico, a pesquisa é do tipo empírico-analítica com natureza descritiva. Especificamente, a pesquisa utiliza a regressão múltipla com dados em corte transversal (*cross sectional*) aliada à diferença de médias entre amostras, quando a regressão não era a técnica indicada. Parte das seguintes das hipóteses:

- a) não há diferença no valor de mercado entre empresas que possuem e empresas que não possuem ações preferenciais em sua estrutura de propriedade;
- b) a diferença de participação entre acionistas controladores e minoritários nas ações preferenciais não tem influência no seu valor de mercado.

3.1 Universo, amostra e coleta de dados

Para a realização do presente estudo, utilizou-se uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto com registro ativo na CVM. Do total de 642 companhias brasileiras com registro ativo na CVM, o conjunto de empresas estudadas é composto por todas as companhias negociadas em abril de 2010, constantes do relatório Listagem das Negociações, Lote-Padrão da BM&FBOVESPA. A amostra resultou em 332 companhias. As companhias listadas foram classificadas em ordem decrescente de liquidez e divididas em quatro (4) quartis com 83 empresas em cada quartil. A tabela abaixo apresenta um resumo desta abordagem incluindo a informação sobre o nível de governança corporativa das empresas classificadas em cada quartil.

Tabela 1 – Divisão da amostra em quartis de liquidez

	% Liq acum	N0**		Nível 1		Nível 2		NM*		Tot
1° Quartil	95,7928%	15	18,07%	20	24,10%	6	7,23%	42	50,60%	83
2° Quartil	99,6734%	21	25,30%	7	8,43%	11	13,25%	44	53,01%	83
3° Quartil	99,9879%	53	63,86%	6	7,23%	2	2,41%	22	26,51%	83
4° Quartil	100,0000%	82	98,80%	1	1,20%	0	0,00%	0	0,00%	83
		171		34		19		108		332
		51,51%		10,24%		5,72%		32,53%		

* Novo Mercado
 ** Sem Governança
 Fonte: Elaboração própria

Para realçar o contraste observado entre liquidez e adoção de governança foram utilizadas apenas as empresas incluídas no primeiro quartil (Q1) e no terceiro quartil (Q3), totalizando 166 empresas. A tabela a seguir sintetiza a amostra.

Tabela 2– Definição da amostra

	% Liq	N0**		N1		N2		NM*		Tot
1° Quartil	95,7928%	15	18,07%	20	24,10%	6	7,23%	42	50,60%	83
3° Quartil	0,3145%	53	63,86%	6	7,23%	2	2,41%	22	26,51%	83
		68		26		8		64		166

* Novo Mercado
 ** Sem Governança
 Fonte: Elaboração própria

Decidiu-se excluir as companhias financeiras, devido às particularidades de análise do setor, o que acarreta a adoção de formato diverso para divulgação de demonstrações financeiras pelo Economática restando, portanto, 158 empresas. Do total de 158 empresas restantes, foram excluídas aquelas que não possuíam na base de dados do Economática demonstrações financeiras referentes à data de 31 de dezembro de 2009, as empresas que não tinham divulgação do acionista controlador no sistema de informações Divulgação Externa (DIVEXT) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e as que tinham dados incompletos relativos às variáveis de interesse no trabalho. Após serem excluídas as empresas com falta de dados restaram 121 empresas, sendo 62 empresas do quartil 1 e 59 empresas do quartil 3.

As informações financeiras e qualitativas necessárias para a elaboração das variáveis foram colhidas dos sistemas de informações Economática e Divulgação Externa ITR/DFP/IAN (DIVEXT) da Comissão de Valores Mobiliários.

3.2 Variáveis independentes

Assim como Silveira et al. (2004) definiram em seu estudo, adotou-se a diferença entre os direitos de controle detidos pelo acionista controlador e os direitos sobre o fluxo de caixa, assim definida:

DIF 1: diferença entre o percentual de participação dos acionistas controladores no total de ações ON da empresa (%CO) e o percentual de participação dos acionistas controladores no total de ações da companhia (%CT).

O objetivo dessa variável é verificar se as empresas com maior diferença entre direitos de voto e direitos de fluxo de caixa apresentam pior avaliação pelo mercado no período a ser analisado.

$$\text{DIF 1} = \%CO - \%CT \quad (1)$$

O presente estudo inclui duas novas variáveis de mesma natureza, porém, com ênfase sobre os percentuais detidos sobre ações preferenciais.

DIF 2: diferença entre o percentual de participação dos acionistas não controladores no total de ações PN da empresa (%NP) e o percentual de participação dos acionistas controladores no total de ações PN da companhia (%CP). A exemplo da DIF 1 espera-se que quanto maior for a essa diferença, menor será o valor de mercado atribuído à empresa.

$$\text{DIF 2} = \%NP - \%CP \quad (2)$$

DIF 3: diferença entre o percentual de participação de ações PN dos acionistas não controladores em relação ao total de ações (%NPT) e o percentual de participação de ações PN dos acionistas controladores em relação ao total de ações (%CPT). A exemplo das DIFs 1 e 2 espera-se que quanto maior for esta diferença menor será o valor de mercado atribuído a empresa.

$$\text{DIF 3} = \%NPT - \%CPT \quad (3)$$

A tabela a seguir apresenta o grau de correlação entre a variável normalmente utilizada (DIF1) e as duas variáveis propostas no presente estudo (DIF2 e DIF3). O quadro apresenta ainda a correlação entre as duas novas variáveis propostas.

Tabela 3 – Correlações entre as variáveis independentes

Correlações	
Entre DIF1 e DIF2	0,7059
Entre DIF1 e DIF3	0,8537
Entre DIF2 e DIF3	0,8726

Fonte: Elaboração Própria

3.3 Variável dependente

Em todos os modelos empíricos serão utilizadas 2 (duas) variáveis para estimar o valor de mercado das companhias, quais sejam o Q de Tobin, nos termos a seguir descritos e o *Price Book Value* (PBV), também adaptado.

De acordo com a literatura, o cálculo do Q de Tobin, um dos mais utilizados para representar o valor de mercado das companhias, em termos práticos é de difícil aplicação, já que o valor de mercado das dívidas e o valor de reposição dos ativos, ou não são divulgados ou são de difícil apuração. Nesse trabalho foi utilizado, assim como proposto por Chung e Pruitt (1994), uma aproximação do modelo. Este indicador foi escolhido por ter sido utilizado em vários estudos com testes empíricos sobre governança corporativa, como os observados em Barnhart e Rosenstein (1998), Bhagat e Black (2002).

Com o objetivo de oferecer uma nova operacionalização à variável, o Q de Tobin receberá tratamento diferenciado, aplicando-se os conceitos do Modelo Dinâmico proposto por Fleuriet (2003) no seu cálculo.

O Modelo Dinâmico, resumidamente, é assim caracterizado:

$$T = CDG - NCG$$

Onde:

T é o chamado saldo de Tesouraria

CDG é o capital de giro, obtido através da diferença entre passivos não circulantes e ativos não circulantes.

NCG é a necessidade de capital de giro, obtido através da diferença entre ativos circulantes cíclicos e passivos circulantes cíclicos.

Assim, o Q de Tobin será chamado para os efeitos deste estudo de 'Tobin' e será dado por:

$$Q \text{ de Tobin}' = \frac{\text{Valor de Mercado das Ações} + \text{Valor de Mercado das Dívidas}'}{\text{Ativo Total}'} \quad (4)$$

Onde:

Valor de mercado das Dívidas' (DIVT'): Nos termos do Modelo Dinâmico, se o saldo de tesouraria (T) > 0, o valor de mercado das dívidas será a conta Exigível a LP. Se (T) < 0, o valor de mercado das dívidas será a conta [Exigível a LP + (T x -1)].

Ativo Total' (AT'): Nos termos do Modelo Dinâmico, se o (T) > 0, o AT' será o somatório da (T) + (NCG) + Ativo não Circulante. Caso o (T) seja negativo será considerado no AT' apenas a (NCG) + Ativo não Circulante.

Valor de Mercado sobre o Patrimônio Líquido (PBV'): O PBV é utilizado como uma alternativa ao Q de Tobin.

Damodaran (1997) ressalta que mesmo empresas com lucros negativos, que não podem ser avaliadas usando o índice Preço/Lucro, podem ser avaliadas utilizando o PBV. No trabalho também optamos por dar um tratamento diferenciado ao PBV. O PBV', como será chamado, é dado pela exclusão do valor de mercado de uma empresa, das ações preferenciais que não estão em poder dos controladores. O objetivo do PBV' é caracterizar, como títulos de dívida, as ações preferenciais não pertencentes aos controladores.

$$PBV' = \frac{\text{Price}'}{\text{Book Value}'} \quad (5)$$

Onde:

Price' = valor de mercado da empresa (cotação das ações ON x total de ações ON + cotação das ações PN x total de ações PN dos acionistas controladores).

Book Value' = patrimônio líquido proporcional ao total de ações consideradas, ao serem excluídas as ações preferenciais dos não-controladores.

3.4 Variáveis de controle

As variáveis de controle são importantes para uma melhor especificação do modelo, pois sua omissão pode levar a inferências equivocadas.

- Tamanho da empresa: conforme sugerido por estudos anteriores, o tamanho da empresa é definido como o logaritmo natural do valor do ativo total da empresa (Log AT). No trabalho usaremos Log AT' nos termos do Modelo Dinâmico proposto por Fleuriet (2003).
- Estrutura de Financiamento: É dada pela razão entre as dívidas financeiras totais da empresa e o ativo total. Os dados foram calculados nos termos do Modelo Dinâmico proposto por Fleuriet (2003).
- Retorno sobre ativos (ROE): é dado pela razão entre o Lucro Líquido e o Patrimônio Líquido.
- Quartil de Liquidez: as 62 empresas que fazem parte do 1º quartil (Q1)

receberão o número 1 (um) para a variável de controle Quartil. As outras 59 empresas que fazem parte do 3º quartil (Q3) receberão o número 3 (três) para a variável de controle Quartil.

- Setor de atuação: É uma variável binária que adota o critério de classificação da base de dados do Economática e classifica as empresas em 21 categorias distintas.
- Natureza de Controle: É uma variável binária definida pela identificação da natureza do controle da empresa, de acordo com a classificação disponível no sítio de Comissão de Valores Mobiliários (CVM). São três (3) os tipos de natureza de controle: (P) Privado nacional, (E) Estatal e (F) Estrangeiro.

A fim de tratar as variáveis dependentes, independentes e de controle utilizou-se o seguinte modelo empírico:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 DIF_i + \sum_j \delta_{ji} VC_{ji} + e_i \quad (6)$$

Onde:

Y = medidas de valor de mercado da companhia i: Q de Tobin' ou PBV'.

DIFi = DIF 1, DIF 2 e DIF 3: Estrutura de controle.

VCji = variável de controle j, de um total de k variáveis, medida para a companhia i.

ei = termo de erro que capta o componente não-sistemático, a parcela de Vi não explicada pelo modelo.

O modelo de pesquisa foi estimado pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). A avaliação das especificações alternativas foi feita com base nos critérios estatísticos usuais, incluindo a apreciação dos níveis de significância estatística dos regressores e da qualidade do ajuste obtido.

Em todas as regressões processadas a variável de controle incluída para indicar a Natureza de Controle Estatal foi abandonada por apresentar multicolinearidade, problema comum em regressões, quando variáveis possuem relações lineares exatas ou aproximadamente exatas com outras variáveis.

4 RESULTADOS

Após os cálculos das variáveis dependentes (Q de Tobin' e PBV'), foi observado que algumas empresas apresentaram valores negativos ou incongruentes com o exposto na literatura, sendo também excluídas da pesquisa. Após os cálculos das variáveis independentes (DIF 1, DIF 2 e DIF 3), foi observado que, por definição, as empresas que possuem apenas ações do tipo ON tiveram todas as 3 (três) DIFs zeradas. De modo a não prejudicar os resultados das regressões, essas empresas foram excluídas das análises de regressão. Optou-se por realizar um teste de diferença de médias para os valores das variáveis dependentes Q de Tobin' e PBV' entre as empresas que só possuem ações do tipo ON e as empresas que possuem ambos os tipos, ON e PN.

Em todos os testes de normalidade propostos por Shapiro-Wilk, Anderson-Darling, Lilliefors e Jarque-Bera a hipótese nula de que as amostras seguem uma distribuição normal foi rejeitada. Além disso, ambas as variáveis utilizadas para operacionalizar o valor de mercado das empresas são medidas aproximadas, ou seja, sujeitas a erro, ensejando assim a abordagem não-paramétrica.

Segundo Siegel (1975), o teste de Mann-Whitney é o teste não-paramétrico adequado para comparar as funções de distribuição de uma variável pelo menos ordinal medida em duas amostras independentes. Este teste pode também ser utilizado como alternativa ao teste t-Student para amostras independentes. Os resultados do teste são apresentados a seguir.

Tabela 4 - Teste de Mann-Whitney para o Q de Tobin'

Variável	Observações	Obs. com dados faltantes	Obs. sem dados faltantes	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
Q-Tobin' ON e PN	66	0	66	0,413	19,559	2,355	3,287
Q-Tobin' ON	52	0	52	0,135	16,622	2,636	3,156

Teste de Mann-Whitney / Teste bilateral:

U	1489,000
Esperança	1716,000
Variância (U)	34034,000
p-valor (bilateral)	0,220
Alfa	0,05

Uma aproximação foi utilizada para calcular o p-valor.

H₀: A diferença da posição entre as amostras é igual a 0.

H_a: A diferença da posição entre as amostras é diferente de 0.

Como o p-valor calculado a variável dependente Q de Tobin' é maior que o nível de significância alfa = 0,05, não se rejeita a hipótese nula H0.

Tabela 5 - Teste de Mann-Whitney para o PBV'

Variável	Observações	Obs. com dados faltantes	Obs. sem dados faltantes	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
PBV' ON e PN	55	0	55	0,285	69,367	3,498	9,637
PBV' ON	51	0	51	0,047	26,854	4,296	5,709
Teste de Mann-Whitney / Teste bilateral:							
U		1046,000					
Esperança		1402,500					
Variância (U)		25011,250					
p-valor (bilateral)		0,024					
alfa		0,05					

Uma aproximação foi utilizada para calcular o p-valor.

H0: A diferença da posição entre as amostras é igual a 0.

Ha: A diferença da posição entre as amostras é diferente de 0.

Como o p-valor calculado a variável dependente Q de Tobin' é menor que o nível de significância alfa = 0,05, rejeita-se a hipótese nula H0.

Os resultados dos testes permitem rejeitar a hipótese de igualdade dos valores das médias das amostras quando se usa a variável PBV', muito embora esta rejeição não possa ser feita entre as médias dos referidos valores, quando o cálculo se baseia do Q de Tobin'. É provável que o PBV' ao computar apenas os valores referentes às ações consideradas em relação ao seu respectivo *Book Value*, enseje melhor diferenciação entre as empresas, permitindo inferir que, em média, as companhias que só possuem ações do tipo ON em sua estrutura de propriedade valem mais, se comparadas às companhias que possuem ambos os tipos de ações.

A seguir, encontram-se os resultados obtidos para as regressões processadas entre os valores de mercado obtidos para as empresas que possuem ações ON e PN e suas respectivas variáveis independentes e de controle. As regressões foram feitas com 55 observações para o PBV' e 66 observações para o Q de Tobin' após a retirada das empresas com DIFs iguais a zero (apenas com ações ON em sua estrutura de propriedade).

A tabela a seguir apresenta os resultados das seis regressões processadas que combinam as duas variáveis utilizadas para estimar o valor de mercado das empresas com as três variáveis independentes usadas para estimar a influência da

estrutura de propriedade sobre o controle e sobre o fluxo de caixa dos acionistas.

A tabela apresenta ainda os valores das estatísticas das principais variáveis de controle utilizadas nos modelos. Optou-se por não incluir neste quadro os resultados obtidos para as variáveis *dummy* setor econômico e natureza do controle por não terem apresentado resultados estatisticamente significativos.

Tabela 6 - Resultado Resumido das Regressões

Fonte PBV'	Valor	Erro padrão	t	Pr > t 	Fonte TOBIN'	Valor	Erro padrão	t	Pr > t
Intercepto	-44,65	54,62	-0,82	0,42	Intercepto	19,71	19,90	0,99	0,33
DIF 1	-0,14	0,06	-2,27	0,03	DIF 1	-0,03	0,01	-2,37	0,02
LOG TA'	-0,24	0,09	-2,51	0,02	LOG TA'	-1,90	0,36	-5,35	< 0,0001
TD'/TA'	0,17	0,06	2,95	0,01	TD'/TA'	0,83	0,11	7,83	< 0,0001
LL/PL	-0,77	0,06	-13,13	< 0,0001	LL/PL	0,12	0,10	1,16	0,25
Quartil	-0,23	0,09	-2,55	0,02	Quartil	-2,57	0,76	-3,38	0,00
		R ² ajustado		0,885			R ² ajustado		0,714
		F	20,712	< 0,0001			F	8,729	< 0,0001
PBV'					TOBIN'				
Intercepto	-63,45	52,86	-1,20	0,24	Intercepto	12,53	18,67	0,67	0,51
DIF 2	-0,04	0,01	-2,87	0,01	DIF 2	-0,02	0,00	-3,43	0,00
LOG TA'	-2,60	1,00	-2,60	0,01	LOG TA'	-1,87	0,34	-5,58	< 0,0001
TD'/TA'	8,11	2,31	3,51	0,00	TD'/TA'	0,85	0,10	8,47	< 0,0001
LL/PL	-2,63	0,20	-13,31	< 0,0001	LL/PL	0,13	0,10	1,36	0,18
Quartil	-4,59	1,67	-2,74	0,01	Quartil	-2,74	0,72	-3,82	0,00
		R ² ajustado		0,893			R ² ajustado		0,745
		F	22,509	< 0,0001			F	10,065	< 0,0001
PBV'					TOBIN'				
Intercepto	-49,03	54,79	-0,89	0,38	Intercepto	19,20	19,44	0,99	0,33
DIF 3	-0,05	0,02	-2,22	0,03	DIF 3	-0,02	0,01	-2,78	0,01
LOG TA'	-2,72	1,07	-2,55	0,02	LOG TA'	-1,91	0,35	-5,49	< 0,0001
TD'/TA'	7,72	2,40	3,21	0,00	TD'/TA'	0,85	0,10	8,13	< 0,0001
LL/PL	-2,66	0,21	-12,85	< 0,0001	LL/PL	0,13	0,10	1,26	0,21
Quartil	-4,71	1,76	-2,68	0,01	Quartil	-2,76	0,75	-3,70	0,00
		R ² ajustado		0,884			R ² ajustado		0,726
		F	20,576	< 0,0001			F	9,190	< 0,0001

Fonte: Elaboração própria

Os resultados obtidos confirmam aqueles obtidos em estudos similares anteriormente referidos que reportam uma relação negativa entre o valor de mercado das empresas e a estrutura de propriedade sobre o controle e sobre o fluxo de caixa das companhias. Entretanto, nos estudos anteriormente referidos, esta relação não tinha significância estatística, diferentemente dos resultados deste estudo, cujos resultados são estatisticamente significativos. Os resultados permitem rejeitar, ao nível de pelo menos 3%, a hipótese nula de que não existe relação entre as referidas variáveis.

A comparação entre os resultados dos modelos nos leva a eleger a regressão

entre Q de Tobin' e DIF2 como o modelo que apresenta os melhores resultados, permitindo a rejeição da hipótese nula ao nível de 0,1%. Vale ressaltar que este modelo também é o que apresenta os melhores resultados para as variáveis de controle.

Percebe-se que as novas variáveis propostas neste estudo, que dão ênfase à construção das variáveis independentes a partir das ações preferenciais, apresentam melhores resultados que a definição convencional DIF1, em especial a nova variável DIF2 que mede apenas a diferença entre o percentual de participação dos acionistas não controladores no total de ações PN e o percentual de participação dos acionistas controladores no total de ações PN.

A variável de controle para o Total do Ativo (LOG TA') também apresenta coeficiente negativo, estatisticamente significativo, em todas as regressões. A variável de controle para o Endividamento Total (TD'/TA'), por sua vez, apresenta coeficiente positivo, estatisticamente significativo, em todas as regressões.

A variável de controle para o Lucro Líquido (LL/PL) só tem significância estatística quando relacionada ao PBV'. Esta relação significativa com sinal inverso em relação à variável independente causa estranheza. Vale lembrar que estudos similares defrontam-se com o mesmo problema. Os referidos modelos foram testados eliminando-se as observações com valores negativos para as variáveis (empresas com prejuízos no exercício), obtendo-se para todas as regressões resultados não significativos para os coeficientes da variável, sendo que as demais variáveis apresentaram resultados compatíveis com os anteriores.

5 CONCLUSÕES

O objetivo deste trabalho foi verificar se a estrutura de propriedade e controle tem influência no valor de mercado das companhias. Nos trabalhos analisados na revisão da literatura, este objetivo é avaliado analisando-se a diferença entre direitos de controle (direito de voto) e direitos sobre o fluxo de caixa (direitos sobre dividendos) detidos pelos acionistas controladores, tendo por base a hipótese de que, *coeteris paribus*, quanto maior a diferença entre o direito de voto do acionista controlador (direito de controle) e seu direito sobre o fluxo de caixa, maior o potencial de expropriação dos minoritários e, conseqüentemente, pior a avaliação da

empresa pelo mercado, resultando em menor valor corporativo. Os resultados encontrados na literatura encontram o sinal esperado na relação, porém, via de regra, não apresentam resultados estatisticamente significativos.

Neste trabalho a definição das variáveis independentes redirecionou o foco da definição das variáveis para os percentuais de participação sobre as ações preferenciais. A variável que obteve melhores resultados foi a chamada DIF2, especificamente, a diferença entre o percentual de participação dos acionistas não controladores no total de ações PN e o percentual de participação dos acionistas controladores no total de ações PN. Esta variável, regredida com ambas as medidas utilizadas para aferir o valor de mercado das companhias, apresenta, como encontrado nas demais pesquisas, coeficiente negativo e, adicionalmente, permite a rejeição da hipótese nula ao nível de 0,1%. Vale lembrar que os resultados encontrados para a variável DIF1 também são significativos. É possível que este resultado decorra da forma de operacionalizar as variáveis dependente e independente, assim como as variáveis de controle, em decorrência da utilização do Modelo Dinâmico e do tratamento dado às ações preferenciais dos minoritários, tratadas como títulos de dívida.

Cabe lembrar ainda que o presente estudo analisou a diferença de médias entre o valor de mercado das empresas que só possuem ações ON e as que possuem ON e PN. O resultado do teste não-paramétrico de Mann-Whitney permite rejeitar, ao nível de 2,4%, a hipótese de igualdade dos valores das médias das amostras quando se usa a variável PBV'. Em outras palavras, o resultado sugere que, em média, as companhias que só possuem ações do tipo ON em sua estrutura de propriedade valem mais que as companhias que possuem ambos os tipos de ações.

O presente trabalho pretende contribuir para as discussões qualitativas e quantitativas sobre estrutura de propriedade e valor de mercado das empresas no Brasil. O tema, apesar de sua importância, ainda possui literatura escassa e poucos testes empíricos publicados no País. O trabalho pretende suscitar interesse nessa linha de pesquisa e seus resultados, assim como os de outros já realizados ou que venham a ser desenvolvidos, podem auxiliar na formulação de diretrizes que favoreçam o desenvolvimento de companhias com menor potencial de expropriação dos investidores, contribuindo, em última instância, para o desenvolvimento do

mercado de capitais brasileiro.

Aprovado em: Congresso ANPCONT – 2011.

REFERÊNCIAS

BRASIL. **Lei n. 6.404/73, de 15 de dezembro de 1976**, que dispõe sobre as Sociedades por Ações.

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

COELHO, Fábio Ulhôa. **Manual de direito comercial**. 15. Ed. São Paulo: Saraiva, 2004.

DAMODARAN, A. **Corporate finance: theory and practice**. New York, NY: John Wiley & Sons Inc, 1997.

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

FLEURIET, Michael; KEHDY, Ricardo; BLANC, Georges. **A dinâmica financeira das empresas brasileiras: um método de análise, orçamento e planejamento financeiro**. Belo Horizonte: Campus, 2003.

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

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; DA SILVA, André Luiz Carvalhal; VALADARES, Silvia Mourthé. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 6, n. 1, Jan./Abr. 2002.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; DA SILVA, André Luiz Carvalhal. Controle compartilhado e o valor das empresas brasileiras. **RAC-Eletrônica**, Curitiba, v.2, n.2, art.8, p.296-310, maio/ago. 2008. Disponível em <<http://www.anpad.org.br/rac-e>>. Acesso em: 5 jan. 2011.

LODI, João Bosco. **Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração**. 3. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1994. 116 p.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1/2, p. 293-315. 1988.

PROCIANOY, J. L.; SCHNORREBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias abertas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 58, n. 1, p. 121-146. 2004.

RETTO, Marcel Gomes Bragança. Evolução legislativa das ações preferenciais no Brasil e os institutos a ela relacionados. **Revista de Direito Mercantil, Industrial e Econômico**, São Paulo, v. 43, n. 133, p.121-142, 31 mar. 2004. Trimestral.

SIEGL, S. **Estatística não-paramétrica para as ciências do comportamento**. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1975.

SIFFERT FILHO, Nelson. governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, n.10, 1998.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; DIAS JUNIOR, Armando, Lopes; MATAZO, Antoninno Rean; SASSO, de Campos, Rafael. A Antigovernança: Como Conflitos de Agência Entre Acionistas Podem Influenciar no Preço das Ações. In: I SEMINÁRIO UFPE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS, 2007, Pernambuco. **Anais...Pernambuco**, 2007.

SIQUEIRA, De Villarim, Tagore. Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto. **Revista do BNDES**, [s.n], [1998].

THOMSEN, S., PEDERSEN, T. Empirical determinants of corporate ownership structure. In: INAUGURAL CONFERENCE FOR NEW INSTITUTIONAL ECONOMICS. St. Louis, Missouri: Washington University, Sept. 19-21, 1997.

XLSTAT. Addinsoft. **Versão Registrada**. Versão 20.10.506.



Artigo recebido em 01/07/2011 e aceito para publicação em 15/04/2012