
Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras

Alexandre Di Miceli da Silveira
Ana Paula Lanzana
Lucas Ayres B. de C. Barros
Rubens Famá

RESUMO

O principal conflito de agência nas companhias abertas brasileiras ocorre entre acionistas controladores e minoritários como decorrência da presença de uma estrutura de propriedade concentrada nas empresas. Esse conflito é reforçado pela separação entre os direitos de controle e os direitos sobre o fluxo de caixa por meio da emissão de duas classes de ações — com e sem direito a voto. Neste artigo, investiga-se se a diferença entre o direito de controle (direito de voto) e o direito sobre o fluxo de caixa (participação no capital total) dos acionistas controladores possui relação com o valor de mercado das companhias. Utilizou-se o método dos Mínimos Quadrados Ordinário e os procedimentos de Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos para um painel de empresas de 1999 a 2002. Foi constatada, em linhas gerais, uma relação negativa não significativa estatisticamente entre a diferença do direito de controle e do direito sobre o fluxo de caixa em posse dos acionistas controladores e o valor de mercado das companhias, sugerindo que as empresas com maior disparidade entre poder para tomada de decisão e participação no capital total tendem a apresentar menor valor de mercado. Os resultados, apesar de não conclusivos, apontam no sentido de que a adoção da regra de uma ação-um voto pode contribuir para a maximização do valor da empresa.

Palavras-chave: estrutura de propriedade, governança corporativa, conflito de agência, expropriação dos minoritários, teste empírico.

1. INTRODUÇÃO

A maior parte da literatura sobre governança corporativa foi desenvolvida para o contexto anglo-saxão, no qual o principal conflito de agência ocorre entre acionistas e gestores, em decorrência da estrutura de propriedade pulverizada presente na maioria das grandes companhias abertas. Entretanto, conforme observaram La Porta *et al.* (2002), a concentração da estrutura de propriedade é bem maior no restante do mundo, onde é comum a presença de um

Recebido em 17/março/2004
Aprovado em 04/novembro/2004

Alexandre Di Miceli da Silveira é Mestre em Administração e Doutorando em Administração (ênfase em finanças) na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (CEP 05508-010 — São Paulo/SP, Brasil).

E-mail: alexfea@usp.br

Endereço:

Rua Afonso de Freitas, 320 — Apto. 71

Paraíso

04006-051 — São Paulo — SP

Ana Paula Lanzana é Mestranda em Administração (ênfase em finanças) na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (CEP 05508-010 — São Paulo/SP, Brasil).

E-mail: analanzana@terra.com.br

Lucas Ayres B. de C. Barros é Mestre em Administração e Doutorando em Administração (ênfase em finanças) na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (CEP 05508-010 — São Paulo/SP, Brasil).

E-mail: lucasayres2002@yahoo.com.br

Rubens Famá é Professor Doutor do Departamento de Administração (ênfase em finanças) da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (CEP 05508-010 — São Paulo/SP, Brasil).

E-mail: rfama@usp.br

grande acionista controlador ou bloco de grandes acionistas. O Brasil insere-se nesse modelo de governança corporativa: apresenta maior concentração da propriedade e o principal conflito de agência ocorre entre acionistas controladores e minoritários.

A presença de grandes acionistas controladores possui efeitos positivos e negativos esperados para as companhias. O principal efeito positivo esperado dos acionistas controladores é o chamado efeito-incentivo, descrito por Claessens *et al.* (2002, p.2741), já que, por terem muitos recursos investidos na companhia, os grandes acionistas possuem maior incentivo para coletar informações e monitorar os gestores. Esse efeito está associado ao direito sobre o fluxo de caixa da companhia e baseia-se na hipótese de que, *ceteris paribus*, quanto maior a participação do acionista controlador no capital total da empresa, maior o interesse pela maximização do valor corporativo⁽¹⁾. Segundo Shleifer e Vishny (1997, p.754), os grandes acionistas podem, em tese, contornar o problema de agência, pois possuem tanto o interesse na maximização do valor quanto o poder suficiente para terem seus interesses respeitados. Shleifer e Vishny (1986, p.465) desenvolvem um modelo no qual a presença de grandes acionistas fornece uma solução parcial para os problemas de monitoramento dos gestores, possibilitando um aumento do valor da empresa por meio da mudança da política corporativa.

Entretanto, a concentração das ações em grandes acionistas também apresenta efeitos negativos esperados, acarretando custos para as empresas. O principal efeito negativo esperado é o chamado efeito-entrenchamento, que ocorre quando, a partir de uma certa concentração da propriedade, os grandes acionistas passam a perseguir benefícios privados do controle à custa dos demais investidores⁽²⁾. Segundo Bebchuk (1999, p.30), os benefícios privados do controle consistem na utilização, pelos acionistas controladores, do direito de controle (direito de voto) para perseguirem objetivos que os beneficiem ao invés de beneficiarem a todos os acionistas, gerando aos controladores um ganho extra além do que seria justo pela sua fatia da propriedade. O efeito-entrenchamento, portanto, baseia-se na hipótese de que, *ceteris paribus*, quanto maior o direito de controle (direito de voto) do acionista controlador, maior a probabilidade de expropriação da riqueza dos outros acionistas. Outro custo importante dos grandes acionistas, descrito por Demsetz e Lehn (1985, *apud* SHLEIFER e VISNHY, 1997, p.758), é que os grandes acionistas não são diversificados, carregando, portanto, um risco excessivo. Sob essa ótica, como possui grande parte da sua carteira investida na empresa, o acionista tende a minimizar seu risco por meio da diversificação excessiva da empresa ou pelo excesso de conservadorismo nos projetos empreendidos. De forma geral, os custos potenciais de haver grandes acionistas são a expropriação direta sobre os outros investidores e a expropriação pela ineficiência resultante da busca de objetivos pessoais não-maximizadores de valor.

A forte 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, conforme demonstrado por Leal *et al.* (2002, p.16). Segundo Monaco (2000, p.133), os acionistas controladores detêm, em média, 88% das ações emitidas com direito a voto. Leal e Valadares (2002, p.9) constatam que o maior acionista possui, em média, 58% das ações ordinárias, enquanto os três maiores acionistas juntos possuem 78% delas. Já Silveira (2002, p. 96) afirma que os acionistas controladores possuem, em média, 77,4% das ações ordinárias nas companhias abertas brasileiras. Essa concentração de controle nas empresas brasileiras é em parte explicada, segundo Claessens, Klingebiel e Lubrano (2000), por incentivos dados no passado para a abertura de capital das companhias, que trouxe ao mercado de ações empresas que, na ausência de tais incentivos, provavelmente teriam sido mantidas privadas e controladas por poucos indivíduos.

Outra característica importante do modelo de governança das companhias abertas brasileiras é o alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais). Segundo Leal e Valadares (2002, p. 10), apenas 11% das companhias abertas não lançam mão desse artifício, que compreende, em média, 46% do capital total das companhias abertas. Como resultado, os autores 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 participação no capital da empresa menor do que seria necessário se todas as ações possuíssem igual poder de controle e, conseqüentemente, aumentando o incentivo para expropriação da riqueza dos pequenos investidores. De fato, Leal *et al.* (2002, p.17) concluem que há diferença significativa entre a participação no capital votante e no capital total por parte dos grandes acionistas das empresas brasileiras.

Dessa forma, os benefícios de haver um grande acionista controlador — principalmente como monitor mais eficaz dos gestores da companhia por ter grande parte dos seus recursos nela alocados — são reduzidos em grande parte no Brasil. Isso ocorre porque, apesar da grande concentração das ações ordinárias, a emissão de elevado percentual de ações sem direito a voto (ações preferenciais) e a utilização de esquemas piramidais (*holdings* que controlam *holdings* que controlam empresas) fazem com que muitos controladores sejam, de fato, acionistas minoritários das empresas controladas, por não deterem a maioria do capital social da empresa. Essa situação gera uma combinação de muito poder com baixa alocação de recursos próprios na companhia, diminuindo os benefícios de se ter um acionista controlador e aumentando o potencial de expropriação dos acionistas minoritários.

La Porta, Shleifer e Lopez-de-Silanes (1999, p.482) afirmam que, como a concentração da propriedade parece ser um mecanismo importante para assegurar o retorno dos investi-

mentos nos países com menor proteção legal, nesses ambientes os empreendedores lançam mão de diversos mecanismos para aumentar o capital próprio da empresa mantendo seu direito de controle sobre ela, entre os quais:

- a venda de ações com direito de voto limitado (ou mesmo sem direito de voto) e a posse de ações com direito de voto superior;
- a utilização de estruturas piramidais, na qual uma *holding* controlada pelo empreendedor vende ações de subsidiárias controladas, podendo existir diversos níveis entre a empresa e seu efetivo controlador;
- a manutenção de um grupo de empresas com estrutura de propriedade cruzada entre elas, tornando difícil, para externos, a obtenção do controle de uma empresa sem a compra das outras.

No caso brasileiro, conforme observado, a manutenção da concentração do controle por parte dos grandes acionistas (mesmo após a venda de ações) ocorre principalmente pela emissão de duas classes de ações, com e sem direito a voto, que resulta em uma fuga da relação **uma ação-um voto**. Dessa forma, a emissão de ações preferenciais constitui o principal mecanismo para separação entre direito de controle (poder para tomada de decisões) e direito sobre o fluxo de caixa (participação no capital total da companhia) no Brasil. Com base nessa premissa, no presente estudo parte-se da hipótese de que, 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. Especificamente, busca-se analisar se a diferença entre a posse de ações ordinárias (direito de controle) e a posse do total de ações (direito sobre o fluxo de caixa) por parte dos acionistas controladores possui relação estatística significativa com o valor de mercado das companhias abertas brasileiras.

O trabalho visa avaliar a percepção do mercado em relação ao potencial de expropriação dos acionistas controladores sob diferentes estruturas de propriedade, com o objetivo maior de contribuir para a formulação de diretrizes públicas que favoreçam o desenvolvimento de companhias com menor potencial de expropriação dos investidores, fomentando, em última instância, o desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

O estudo baseia-se em diversas pesquisas recentes que visam a estabelecer uma ligação entre concentração da propriedade, proteção ao investidor e valor da empresa. Claessens *et al.* (2002) investigam a relação entre valor de mercado de companhias abertas no Leste Asiático e suas estruturas de propriedade, visando a captar o efeito-incentivo e o efeito-entrenchamento associado aos grandes acionistas. Com base em uma amostra de 1.301 empresas, os autores encontram evidências de uma relação negativa entre o valor da empresa e a diferença entre direitos de controle e direitos de fluxo de caixa do

acionista controlador, corroborando as hipóteses subjacentes ao efeito-incentivo e ao efeito-entrenchamento. FÜRST e KANG (2000, p.2) realizam um teste interessante no intuito de avaliar se a presença de grandes acionistas promove tanto uma maior criação de riqueza, indicada por um melhor desempenho, quanto sua distribuição, indicada pelo preço das ações. De acordo com o resultado do teste de FÜRST e KANG (2000, p.22), os grandes acionistas possuem um impacto positivo no desempenho da empresa, mas possuem um efeito adverso nos preços das ações. GROSSMAN e HART (1988) e BEBCHUK, KRAAKMAN e TRIANTIS (2000) também mostram que a separação entre direitos de propriedade e de controle parece ter efeito negativo para a riqueza do acionista, pois cria custos de agência maiores do que se não houvesse tal separação. Os resultados corroboram a tese de que a concentração excessiva de propriedade leva à expropriação da riqueza dos pequenos acionistas.

No intuito de avaliar a relação entre valor da empresa e estrutura de propriedade no contexto brasileiro, Leal *et al.* (2002), aplicando uma análise por diferença de médias entre grupos, mostram evidências de uma relação negativa não-significativa estatisticamente entre concentração de direito de voto e valor das empresas para dados de 1996 a 1998.

Este artigo está estruturado da seguinte forma: na seção 2 apresenta-se a metodologia do estudo empírico, incluindo a descrição das variáveis utilizadas, do modelo de pesquisa, do método estatístico e da amostra. Na seção seguinte apresentam-se e discutem-se os principais resultados obtidos. Na seção 4 apresentam-se as considerações finais do trabalho.

2. METODOLOGIA DA PESQUISA EMPÍRICA

2.1. Definição operacional das variáveis

Neste estudo, investiga-se se a diferença entre o direito de controle (direito de voto) e o direito sobre o fluxo de caixa (participação no capital total) detido pelos acionistas controladores relaciona-se significativamente com o valor da empresa. A diferença entre os direitos atua como variável independente, enquanto o valor da empresa atua como variável dependente. São utilizadas variáveis de controle a fim de isolar sua influência sobre o relacionamento entre as variáveis de interesse do estudo. A escolha das variáveis (independentes, dependentes e de controle) e a metodologia desenvolvida têm por base os estudos que analisam a relação entre estrutura de propriedade, governança corporativa e valor da empresa, especialmente o trabalho de Claessens *et al.* (2002).

2.1.1. Variável independente

A diferença entre os direitos sobre o fluxo de caixa e os direitos de controle detidos pelo acionista controlador é definida, nesta pesquisa, pela utilização da seguinte variável independente:

- **DIF** — diferença entre percentual de participação do(s) acionista(s) controlador(es) no total de ações ordinárias da empresa (%AO) e percentual de participação do(s) acionista(s) controlador(es) no total de ações da companhia (%AT).

$$DIF = \%AO - \%AT \quad [1]$$

Visa-se verificar hipótese de que as empresas com maior diferença entre direitos de voto e direitos de fluxo de caixa (variável DIF) apresentam pior avaliação pelo mercado, *ceteris paribus*, no período analisado.

2.1.2. Variáveis dependentes de valor de mercado da empresa

Existem várias definições possíveis para o conceito de valor de mercado da empresa, ou de avaliação de mercado. No estudo serão utilizados dois indicadores, a seguir:

- **Q de Tobin** — esse indicador foi escolhido por ter sido utilizado em vários estudos com testes empíricos sobre governança corporativa, como os de Barnhart e Rosenstein (1998), Bhagat e Black (2002) e Yermack (1996). Tobin (1958) definiu o Q de Tobin como:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\left(\text{Valor de Mercado das Ações} + \text{Valor de Mercado das Dívidas} \right)}{\text{Valor de Reposição dos Ativos}} \quad [2]$$

O cálculo do Q de Tobin é, na prática, bastante difícil. Com exceção do valor de mercado das ações, diretamente observável pela cotação na Bolsa de Valores, em geral os outros componentes da fórmula, o valor de mercado das dívidas e o valor de reposição dos ativos da empresa, não são observáveis diretamente. Na ausência da disponibilidade de medidas diretas, apenas medidas indiretas podem ser estimadas. No estudo, o Q de Tobin é estimado pela aproximação simplificada proposta por Chung e Pruitt (1994, p.72), que o definem como:

$$Q \text{ de Tobin} \cong \frac{VMAO + VMP + DIVT}{AT} \quad [3]$$

em que:

VMAO = valor de mercado das ações ordinárias;

VMP = valor de mercado das ações preferenciais;

DIVT = valor contábil das dívidas de curto e longo prazo (passivo circulante + exigível em longo prazo) menos o ativo circulante (após a exclusão do valor dos estoques);

AT = ativo total da companhia.

- **Valor de Mercado sobre Patrimônio Líquido (PBV)** — esse indicador procura ser uma alternativa ao Q de Tobin, sendo calculado pela equação:

$$PBV = \frac{Price}{BookValue} \quad [4]$$

em que:

Price = valor de mercado da empresa, ou seja: Cotação Ações Preferenciais*Total de Ações Preferenciais + Cotação Ações Ordinárias*Total de Ações Ordinárias;

Book Value = patrimônio líquido.

2.1.3. Variáveis de controle

As variáveis de controle foram selecionadas com base na possível influência que exercem sobre as variáveis dependentes de valor da empresa (Q de Tobin e PBV) e independente de estrutura de controle e propriedade (DIF). Caso as variáveis de controle (que são variáveis independentes) possuam forte correlação com algumas dessas variáveis e sejam omitidas do modelo, a relação entre as variáveis de interesse pode não ser evidenciada de forma correta. As seguintes variáveis de controle foram utilizadas:

- **setor de atuação** — variável binária (*dummy*) com base no critério de classificação do *Standard Industrial Code* (SIC) norte-americano do tipo *Division*: variável SET;
- **liquidez da ação** — calculada pelo sistema de informações Econômica® para períodos de doze meses: variável LIQ;
- **tamanho da empresa** — medido pelo logaritmo do seu ativo total: variável LOGAT;
- **estrutura de financiamentos** — dada pela razão entre as dívidas financeiras totais e o ativo total das empresas: variável DIVITSAT;
- **variáveis de desempenho da empresa** — dadas por:
 - geração bruta de caixa da companhia (EBITDA) sobre o ativo total (AT): variável EBITSAT;
 - lucro líquido (LL) sobre patrimônio líquido (PL): variável ROE;
- **natureza do controle** — variável binária definida pela identificação do controle da empresa junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Pode ser de três tipos: privado nacional (P), estatal (E) ou estrangeiro (F): variável TIPO.

2.2. Modelo empírico

Como forma de investigar a suposta existência de um relacionamento significativo entre as variáveis de diferença entre o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa (DIF) e as variáveis de valor da empresa (Q e PBV) e avaliar se as empresas que possuem acionistas controladores com maior disparidade entre direitos são as que apresentaram menor valor corporativo, foi estimado o seguinte modelo empírico (modelo 1):

$$V_{it} = \alpha + \beta * DIF_{it} + \sum_{j=1}^k \delta_j * VC_{jit} + \varepsilon_{it} \quad [5]$$

em que:

V_{it} = medidas de valor de mercado da companhia i no ano t :
Q de Tobin e PBV (Valor de Mercado / Patrimônio Líquido);

DIF_{it} = diferença porcentual entre a participação do(s) acionista(s) controlador(es) no total de ações ordinárias da empresa (%AO) (direito de controle) e a participação do(s) acionista(s) controlador(es) no total de ações da companhia (%AT) (direito sobre o fluxo de caixa) da companhia i no ano t ;

VC_{jit} = variável de controle j , de um total de k variáveis, medida para a companhia i no ano t ;

ε_{it} = termo de erro que capta o componente não-sistemático, a parcela de V_{it} não explicada pelo modelo.

Partindo da hipótese de que quanto maior a diferença entre o direito de controle (direito de voto) e o direito sobre o fluxo de caixa detido pelos acionistas controladores, menor o valor de mercado da empresa, espera-se que o coeficiente estimado β seja negativo e significativo estatisticamente.

O modelo de pesquisa foi estimado pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e pelos procedimentos de Efeitos Aleatórios (EA) e Efeitos Fixos (EF). 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. Além das variáveis de controle mencionadas, também foram construídas *dummies* para cada ano da amostra (a *dummy* de 1998, por exemplo, assume valor 1 em 1998 e 0 nos demais anos para cada empresa) com o intuito de isolar quaisquer efeitos macroeconômicos que tenham afetado as empresas como um todo.

2.3. População, amostragem e coleta de dados

Os dados utilizados compõem um painel de companhias abertas não-financeiras listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa) nos anos de 1999, 2000, 2001 e 2002 que apresentaram liquidez acima de um nível mínimo definido pelo pesquisador para os anos da pesquisa. A escolha de uma faixa de corte para a construção das amostras, em vez da coleta de dados de todas as companhias abertas, deve-se à hipótese de que as empresas com liquidez muito baixa possuem probabilidade menor de terem suas cotações adequadas a seu verdadeiro valor de mercado. Entretanto, convém ressaltar que o nível de liquidez mínimo, estipulado em 0,1% do índice da empresa com maior liquidez, é essencialmente arbitrário, visto não haver padrão algum amplamente aceito na literatura para a determinação do grau de liquidez satisfatório em termos absolutos ou relativos. Após a aplicação do critério de liquidez mínima, restaram 153 empresas.

Foram coletados dados secundários referentes às variáveis de estrutura de propriedade, às variáveis de valor e às demais variáveis de controle junto aos sistemas de informações Divul-

gação Externa (DIVEXT®) da CVM, Economática® e Bloomberg®. Para a coleta dos dados relativos à estrutura de propriedade, utilizou-se a classificação fornecida pelas próprias empresas à CVM para identificação dos acionistas controladores. Dessa forma, com base no(s) acionista(s) controlador(es) identificados por uma determinada empresa para um determinado ano⁽³⁾, foram somados os percentuais de ações ordinárias, de ações preferenciais e do total de ações dos controladores. Após a coleta dos dados, para cada ano, das 153 empresas que apresentaram liquidez significativa, foram descartadas as que apresentaram dados incompletos relativos às variáveis de interesse do estudo. Após a exclusão daquelas com falta de dados, restaram 138 empresas com as quais foram realizados os testes.

Cabe destacar o fato de que, na presente pesquisa, ao observar em cada empresa o acionista controlador final, não se considerou a estrutura de propriedade indireta decorrente da utilização das chamadas estruturas piramidais.

Cabe destacar o fato de que, na presente pesquisa, ao observar em cada empresa o acionista controlador final, não se considerou a estrutura de propriedade indireta decorrente da utilização das chamadas estruturas piramidais. O motivo parte de dois pressupostos:

- em primeiro lugar, na hipótese de o acionista controlador ser uma empresa ou bloco controlador com muitos acionistas, dentre esses um majoritário, espera-se que o interesse de todos os acionistas da empresa ou bloco controlador, embora conflitante em diversas situações, seja o mesmo no sentido de extrair o máximo possível da empresa que controlam conjuntamente em detrimento dos minoritários;
- em segundo lugar, conforme observado por Leal e Valadares (2002, p. 2), a utilização de estruturas piramidais, embora bastante comum, não parece ser utilizada com o intuito de separar propriedade e controle no Brasil.

3. RESULTADOS

Para um tratamento preliminar dos dados a fim de verificar evidências gráficas da relação entre o valor da empresa e a diferença entre os direitos de controle e os direitos sobre o

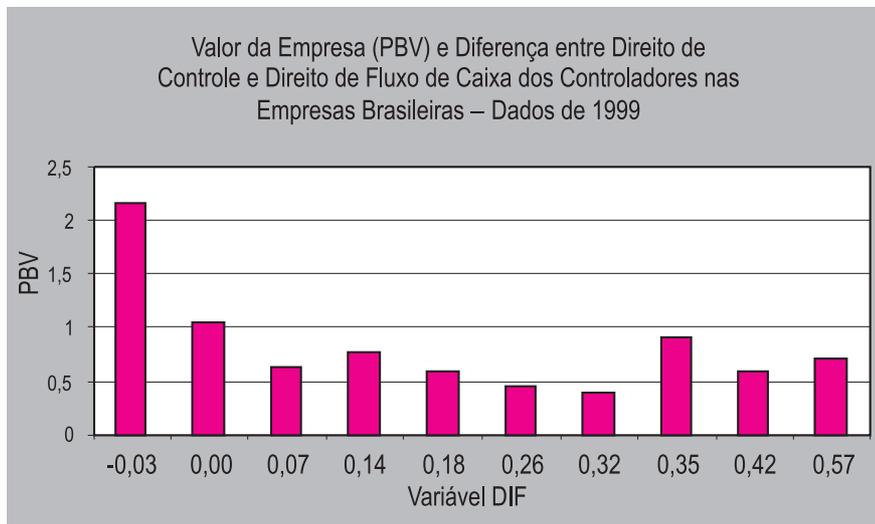


Gráfico 1: Análise Gráfica Preliminar entre DIF e Valor da Empresa — PBV

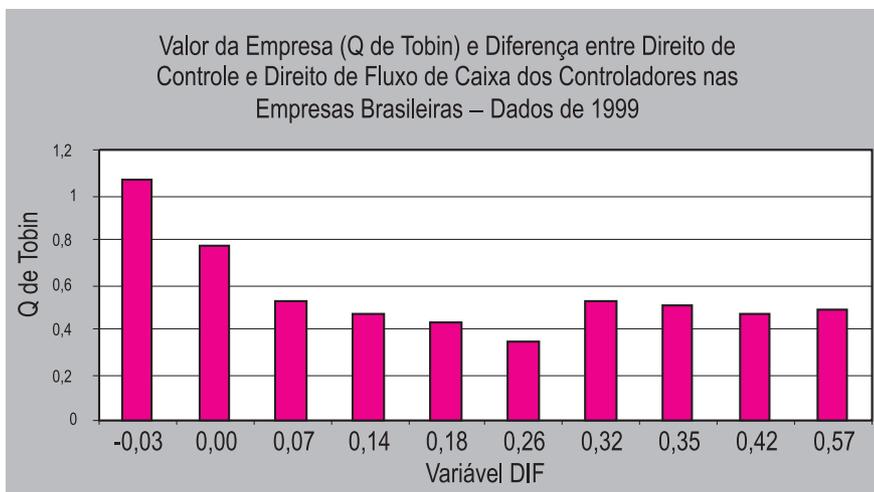


Gráfico 2: Análise Gráfica Preliminar entre DIF e Valor da Empresa — Q de Tobin

fluxo de caixa do acionista controlador, são apresentados nos gráficos 1 e 2, como exemplo, os dados das variáveis Q (Q de Tobin) e PBV (Valor de Mercado sobre Patrimônio Líquido) em relação à variável DIF (diferença entre o percentual de ações ordinárias e o de ações totais detidas pelos controladores) para o ano de 1999, mostrando que, à primeira vista, parece existir uma relação negativa entre essas variáveis, o que sugeriria maior potencial de expropriação dos acionistas minoritários nas empresas com maior disparidade entre poder para tomada de decisão e participação no total de recursos alocados na companhia pelo acionista controlador.

Para uma análise estatística mais criteriosa, foi aplicado o método dos MQO com base no modelo de pesquisa (modelo 1) para o painel de empresas de 1999 a 2002. Os principais resultados utilizando o MQO são apresentados na tabela 1⁽⁴⁾.

Em todas as especificações do modelo empírico estimadas, utilizando o método do MQO, o coeficiente β revelou-se negativo, mas não apresentou significância estatística nas especificações testadas, não confirmando a hipótese da pesquisa. Esse resultado manteve-se quando foram calculados erros padrões robustos das estimativas a qualquer forma de heterocedasticidade e autocorrelação dos resíduos no tempo (para uma discussão dos procedimentos estatísticos adequados à análise de dados em painel, incluindo inferências robustas a heterocedasticidade e autocorrelação, ver Wooldridge, 2002).

O problema do modelo que utiliza o MQO, apresentado na tabela 1, é a desconsideração de fatores não-observáveis que podem prejudicar a correta identificação do relacionamento entre diferença do direito de controle e direito sobre fluxo de caixa e valor das empresas. Esses fatores incluem quaisquer características que diferenciam uma empresa de outra e não variaram ao longo dos anos da pesquisa, como idiossincrasias do setor de atividade (não necessariamente bem capturadas pelas *dummies* de setor utilizadas acima), qualidade da gestão, oportunidades de crescimento intrínsecas ao negócio, dentre muitas outras. Se algumas dessas **variáveis omitidas** forem correlacionadas com os regressores efetivamente incluídos, os coeficientes estimados na tabela 1 serão inconsistentes, refletindo um relacionamento espúrio entre estrutura de propriedade e valor.

Portanto, é conveniente trabalhar com o modelo mais geral (modelo 2) apresentado a seguir:

$$V_{it} = \alpha + \beta * DIF_{it} + \sum_{j=1}^k \delta_j * VC_{jit} + \mu_i + v_{it} \quad [6]$$

em que μ_i corresponde aos efeitos específicos, possivelmente não-observáveis, da empresa i . Nesse caso, α pode ser interpretado como o efeito específico médio do conjunto das empresas. As variáveis de controle, agora, estão restritas àquelas que apresentam variação no tempo (caso contrário, elas seriam perfeitamente colineares com μ_i); v_{it} , por sua vez, corresponde ao termo de erro do modelo. Em comparação com o modelo básico da pesquisa (modelo 1), isso equivale a $\varepsilon_{it} = \mu_i + v_{it}$. Se v_{it} for não-correlacionado com os regressores, incluindo μ_i , os coeficientes estimados serão consistentes. O modelo 2 pode

Tabela 1
Regressões por MQO para Dados em Painel

Variáveis Independentes	Variável Dependente: <i>Q</i>			Variável Dependente: <i>PBV</i>		
	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	P> t	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	P> t
DIF	-0,17262	0,17008	0,311	-0,25273	0,37063	0,496
LIQ	0,07390	0,03887	0,058	0,38987	0,29265	0,183
DIVTSAT	0,63182	0,14654	0,000	1,07724	0,90086	0,232
LOGAT	-0,01937	0,03086	0,531	-0,11884	0,12729	0,351
EBITSAT	-0,71481	1,11884	0,523	0,87115	1,37771	0,527
ROE	-0,00247	0,00223	0,269	-0,55956	0,03177	0,000
DSETOR 1	0,09435	0,14404	0,513	0,69167	0,62477	0,269
DSETOR 2	-0,12336	0,15067	0,413	0,35763	0,60734	0,556
DSETOR 3	-0,11328	0,20057	0,572	0,58264	0,61515	0,344
DSETOR 4	-0,08753	0,13641	0,521	0,41102	0,63683	0,519
DSETOR 5	-0,16615	0,16649	0,319	0,99001	0,65801	0,133
DSETOR 6	0,01068	0,16333	0,948	0,92229	0,59867	0,124
DSETOR 7	-0,20314	0,15971	0,204	0,31818	0,56142	0,571
DSETOR 8	-0,08104	0,16835	0,630	0,50055	0,56412	0,375
DSETOR 9	-0,13620	0,16877	0,420	0,93078	0,58064	0,110
DSETOR 10	-0,17459	0,15042	0,246	0,37853	0,56266	0,501
DSETOR 11	-0,21925	0,14034	0,119	0,14247	0,56852	0,802
DSETOR 12	-0,29293	0,17614	0,097	0,47224	0,59937	0,431
DSETOR 13	-0,23507	0,15363	0,127	0,43898	0,56877	0,441
DSETOR 14	(Dropped)			(Dropped)		
DSETOR 15	-0,50970	0,18113	0,005	-0,00218	0,57663	0,997
DSETOR 16	-0,30130	0,16477	0,068	0,37713	0,60945	0,536
DSETOR 17	0,14934	0,22513	0,507	1,75880	0,79738	0,028
DTIPO1 — E	-0,24673	0,08097	0,002	-0,55121	0,34296	0,109
DTIPO2 — F	(Dropped)			(Dropped)		
DTIPO3 — P	-0,15726	0,07016	0,025	-0,17323	0,36709	0,637
D1999	-0,01838	0,04241	0,665	0,01211	0,12636	0,924
D2000	0,11919	0,05503	0,031	0,39932	0,20213	0,049
D2001	0,02912	0,03732	0,435	0,01099	0,14092	0,938
D2002	(Dropped)			(Dropped)		
CONSTANTE	1,02957	0,57184	0,072	1,69444	1,62865	0,299
	R-quadrado	0,2255		R-quadrado	0,7059	
	Raiz EQM	0,4358		Raiz EQM	1,4953	

Notas: • DSETOR x é uma variável *dummy* correspondente ao setor de atividade x, de um total de 17 setores.
• *Dano* (por exemplo D2000) é uma *dummy* relativa ao referido ano.
• P>|t| corresponde ao valor de probabilidade associado à estatística *t* de cada coeficiente estimado.
• EQM é o Erro Quadrado Médio do modelo.

ser estimado de formas alternativas, como por meio dos procedimentos de EA e EF. O modelo de EA é um procedimento do tipo mínimos quadrados generalizados (MQG)⁽⁵⁾ que leva em

conta a autocorrelação introduzida em ε_{it} pela presença de μ_i . Os principais resultados utilizando o procedimento de EA são apresentados na tabela 2.

Tabela 2
Procedimento de Efeitos Aleatórios

Variáveis Independentes	Variável Dependente: <i>Q</i>			Variável Dependente: <i>PBV</i>		
	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	P> z	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	P> z
DIF	-0,16266	0,15516	0,294	-0,39508	0,50818	0,437
LIQ	0,06693	0,02263	0,003	0,45042	0,07754	0,000
DIVTSAT	0,52008	0,14313	0,000	0,90440	0,48708	0,063
LOGAT	-0,00854	0,02184	0,696	-0,15686	0,07160	0,028
EBITSAT	-0,81984	0,28610	0,004	0,18787	0,98615	0,849
ROE	-0,00155	0,00413	0,708	-0,55109	0,01505	0,000
D1999	-0,00409	0,04161	0,922	-0,01469	0,15241	0,923
D2000	0,12188	0,04072	0,003	0,38595	0,14951	0,010
D2001	0,03781	0,04030	0,348	0,00739	0,14818	0,960
D2002	(Dropped)			(Dropped)		
CONSTANTE	0,65762	0,30839	0,033	2,74478	1,00820	0,006
	R-quadrado			R-quadrado		
	Intra	0,0397		Intra	0,7547	
	Entre	0,1955		Entre	0,5531	

Notas: • *Dano* (por exemplo D2000) é uma *dummy* relativa ao referido ano.
• P>|z| corresponde ao valor de probabilidade associado à estatística Z de cada coeficiente estimado.
• O R-quadrado é subdividido em intra empresa e entre empresas.

Em todas as especificações construídas para o procedimento de EA, os resultados são consistentes com aqueles encontrados pela estimação com o método dos MQO. Novamente, em todos os casos, o sinal do coeficiente β revelou-se negativo, não apresentando, porém, significância estatística e, conseqüentemente, não confirmando a hipótese da pesquisa. Embora mais eficiente do que o estimador de MQO para dados em painel, o estimador de EA também depende da hipótese de que os efeitos específicos das empresas são não correlacionados com os regressores para assegurar sua consistência. Como essa suposição pode ser demasiado restritiva no contexto desta pesquisa, é aconselhável a estimação do modelo empírico apresentado nesta seção pelo procedimento mais robusto de EF, cuja consistência independe da referida hipótese de identificação. Os principais resultados utilizando o procedimento de EF são apresentados na tabela 3.

Os resultados obtidos com as estimações por EF apresentaram resultados difusos, com o sinal do coeficiente β revelando-se positivo nas regressões contra *Q* e negativo nas regressões contra *PBV*. É importante ressaltar, entretanto, que em todos os casos os coeficientes apresentaram uma magnitude muito pequena e uma ausência de significância estatística, não confirmando a hipótese da pesquisa. As constantes mostradas na tabela podem ser interpretadas como o valor médio dos efeitos específicos das empresas da amostra.

As estimativas obtidas por EF são consistentes se v_{it} é não correlacionado com os regressores. Já a consistência do mode-

lo de EA depende dessa primeira hipótese e também da não correlação de μ_{it} com os regressores. Mantida a primeira hipótese, a menos restritiva das duas, é possível testar a segunda através do procedimento de Hausman. O teste consiste na comparação dos dois conjuntos de estimativas. Se as diferenças entre os coeficientes não são significativas estatisticamente, isto é, se a hipótese nula do teste não for rejeitada, tem-se uma evidência em favor da consistência do estimador EA. Caso contrário, se a hipótese nula do teste for rejeitada, o estimador EF deve ser preferido, por ser o único consistente, independentemente da rejeição ou não da hipótese nula de que não há diferença entre as estimativas. Após aplicar o teste de Hausman levando-se em conta as diferentes especificações, os resultados apontaram para a não rejeição da hipótese nula, obtendo-se, portanto, uma evidência em favor da consistência do estimador EA que indicou coeficientes negativos para a variável DIF. Os resultados dos testes de Hausman, entretanto, devem ser interpretados com cautela, pois são sensíveis a desvios em relação às suposições de homocedasticidade e não-autocorrelação dos termos de erro.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal da pesquisa foi verificar, estatisticamente, se existe uma relação significativa entre a diferença de direitos de controle (direito de voto) e direitos sobre o fluxo de caixa (participação no capital total) detidos pelos acionistas

Tabela 3
Procedimento de Efeitos Fixos

Variáveis Independentes	Variável Dependente: Q			Variável Dependente: PBV		
	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	P> t	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	P> t
DIF	0,07101	0,37047	0,848	-0,74398	1,37513	0,589
LIQ	0,01675	0,03164	0,597	0,57058	0,11744	0,000
DIVTSAT	0,32227	0,21283	0,131	-1,12916	0,78999	0,154
LOGAT	0,02908	0,08757	0,740	0,51592	0,32504	0,113
EBITSAT	-0,72155	0,38482	0,062	-1,12395	1,42839	0,432
ROE	-0,00110	0,00421	0,794	-0,54772	0,01563	0,000
D1999	0,00033	0,04948	0,995	0,16761	0,18366	0,362
D2000	0,12057	0,04372	0,006	0,46446	0,16230	0,004
D2001	0,03839	0,04107	0,351	0,06685	0,15245	0,661
D2002	(Dropped)			(Dropped)		
CONSTANTE	0,13470	1,24375	0,914	-6,192803	4,616578	0,181
	R-quadrado			R-quadrado		
	Intra	0,0452		Intra	0,7609	
	Entre	0,1126		Entre	0,2689	

Notas: • *Dano* (por exemplo D2000) é uma *dummy* relativa ao referido ano.
• P>|t| corresponde ao valor de probabilidade associado à estatística *t* de cada coeficiente estimado.
• O R-quadrado é subdividido em intra empresa e entre empresas.

controladores e o valor de mercado das companhias abertas brasileiras, conforme as definições operacionais adotadas. O estudo tem por base a hipótese de que, *ceteris 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. A variável de estrutura de propriedade testada (DIF) contra as variáveis de valor corporativo (Q de Tobin e PBV) foi a diferença entre o percentual de ações ordinárias (%AO) e o percentual total de ações (%AT) em posse do(s) acionista(s) controlador(es).

Os resultados iniciais obtidos utilizando o método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) demonstraram, para todas as especificações, uma relação negativa entre a diferença de direito de controle e de direito sobre o fluxo de caixa dos acionistas controladores (DIF) e o valor de mercado das companhias (medido pelas variáveis Q e PBV alternadamente), no sentido proposto pela hipótese do trabalho de que quanto maior a disparidade entre poder para a tomada de decisão e alocação de recursos na companhia, menor o valor da empresa. Entretanto, como o coeficiente da variável DIF não apresentou significância estatística em todas as especificações testadas e os modelos não apresentaram qualidade estatística razoável, não foi confirmada a hipótese da pesquisa.

Conforme discutido na seção 3, a estimação por MQO desconsidera todas as características não-observáveis das empresas, o que pode introduzir um viés de variáveis omitidas. Nesse caso, os coeficientes estimados seriam inconsistentes. Uma especificação mais geral, contemplando as características não-observáveis, além das variáveis de controle utilizadas, foi estimada pelos procedimentos de Efeitos Aleatórios (EA) e de Efeitos Fixos (EF), mais robustos estatisticamente. Ao serem aplicados esses procedimentos, os resultados, principalmente pelo procedimento EA, mostraram-se consistentes com os resultados obtidos pelo método MQO, com o coeficiente da variável DIF negativo na maioria das especificações. Entretanto, como os coeficientes novamente não apresentaram significância estatística, a utilização dos procedimentos de EA e EF também não confirmou a hipótese da pesquisa.

Em resumo, ao serem utilizados o método MQO e os procedimentos de EA e EF, constatou-se, em linhas gerais, uma relação negativa não significativa estatisticamente entre a disparidade do direito de controle e do direito sobre o fluxo de caixa dos acionistas controladores e o valor de mercado das companhias, sugerindo que as empresas com maior diferença entre direito de voto e direito sobre o fluxo de caixa em posse do acionista controlador tendem a apresentar menor valor de mercado depois de isoladas as diferenças observáveis e não-observáveis entre as empresas.

Além disso, as variáveis de controle que apresentaram maior relevância para o aprimoramento da qualidade estatística dos modelos e merecem ser destacadas para possível utilização em estudos posteriores foram a liquidez, a estrutura de financiamento e o tamanho da corporação.

Com o presente trabalho pretende-se contribuir para as discussões qualitativas e quantitativas sobre estrutura de propriedade e governança corporativa no Brasil. O tema, apesar de sua importância e crescente discussão, ainda possui literatura

teórica muito escassa e poucos testes empíricos publicados no País. O trabalho pretende suscitar interesse nessa linha de pesquisa, e a corroboração (ou contestação) dos resultados obtidos nesta pesquisa por outros trabalhos pode aprimorar as recomendações para a formulação de diretrizes públicas 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. ◆

NOTAS

- (1) No caso extremo de o acionista deter 100% do total de ações da companhia, descrito por Jensen e Meckling (1976, p.313), o custo de agência seria nulo e o acionista tomaria decisões para maximizar sua utilidade pessoal (incluindo benefícios pecuniários e não-pecuniários).
- (2) O efeito-entrenchamento foi originalmente formulado por Stulz (1988), que elaborou um modelo para avaliar a relação entre propriedade dos executivos e valor corporativo.
- (3) Localizado no “grupo 03 — distribuição do capital / pasta 02 — posição acionária / item 14 — controlador da empresa” do programa DIVEXT®.
- (4) Como a maior parte dos modelos apresentou problemas de heterocedasticidade (observado pela aplicação do teste de Breusch-Pagan ou de Cook-Weisberg), foram realizadas regressões com erros padrões robustos para minimizar esse problema de adequação aos pressupostos de um modelo de regressão linear (MRL).
- (5) Tradução livre do termo *Generalized Least Squares* (GLS).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BARNHART, Scott; ROSENSTEIN, Stuart. Board composition, managerial ownership and firm performance: an empirical analysis. *The Financial Review*, Iowa, v.33, p.1-16, Nov. 1998.
- BEBCHUK, Lucian. *A rent protection theory of corporate ownership and control*. NBER Working Paper, n.W7203, Cambridge, MA: Harvard Law School, July 1999.
- BEBCHUK, Lucian; KRAAKMAN, Reinier; TRIANTIS, George. Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the creation and agency costs of separating control from cash flow rights. In: MORCK, Randall K. (Ed.). *Concentrated corporate ownership*. Chicago, IL: University of Chicago Press, 2000.
- BHAGAT, Sanjai; BLACK, Bernard. Board independence and long term firm performance. *Journal of Corporation Law*, Iowa, v.27, n.2, 2002.
- CHUNG, Kee; PRUITT, Stephen. A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, v.23, n.3, p.70-74, Autumn 1994.
- CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; FAN, Joseph P.H.; LANG, Larry H.P. Disentangling the incentive and entrenchment effect of large shareholdings. *The Journal of Finance*, v.LVII, n.6, p.2741-2771, Dec. 2002.
- CLAESSENS, Stijn; KLINGEBIEL, Daniela; LUBRANO, Mike. *Corporate governance reform issues in the brazilian equity markets*. World Bank Working Paper, 2000. Disponível em: <http://rru.worldbank.org/Documents/PapersLinks/brazil_equity_market_and_corporate_governance.doc>.
- Acesso em: 10 abr. 2003.
- FÜERST, Oren; KANG, Sok-Hyon. Corporate governance, expected operating performance, and pricing. *Working in Progress*, New Haven, CT, Yale School of Management, v.2.2, 2000.
- GROSSMAN, Hart; HART, Oliver. One-share, one-vote, and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, v.20, n.1, p.175-202, Mar. 1988.
- JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v.3, n.1, p.305-360, Oct. 1976.
- LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, v.54, n. 2, p.471-517, Apr. 1999.
- LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, v.57, n.3, p.1147-1170, June 2002.
- LEAL, Ricardo; FERREIRA, Vicente; SILVA, André Carvalho; VALADARES, Sílvia. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, Curitiba, v.6, n.1, p.07-18, jan./abr. 2002.
- LEAL, Ricardo; VALADARES, Sílvia. *Ownership and control structure of brazilian companies*. Unpublished Working Paper.

Disponível em: <<http://www.coppead.ufrj.br/ricardoleal/publications.html>>. Acesso em: 18 jul. 2002.

MONACO, Douglas Cláudio. *Estudo da composição dos conselhos de administração e instrumentos de controle das sociedades por ações no Brasil*. 2000. 177p. Dissertação (Mestrado) — Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, Brasil. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 10 fev. 2003.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, v.94, n.3, p.461-488, June 1986.

_____. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, local, v.52, n.2, p.737-783, June 1997.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. 2002. 152p.

Dissertação (Mestrado) — Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, Brasil. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 15 mar. 2003.

STULZ, R.M. Managerial control of voting rights: financing policies and market of corporate control. *Journal of Financial Economics*, v.20, n.1, p.25-54, Mar. 1988.

TOBIN, James. Liquidity preferences as behavior towards risk. *Review of Economic Studies*, n.67, p.65-86, Feb. 1958.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. *Econometric analysis of cross-section and panel data*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 2002.

YERMACK, David. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, v.40, n.3, p.185-213, Feb. 1996.

Effect of controlling shareholder on market value of Brazilian listed companies

The main agency conflict on Brazilian listed companies occurs between controlling and minority shareholders, driven by a context of concentrated ownership structure. The conflict is enhanced by the separation of control rights and cash flow rights held by the controlling shareholders through the issue of two share classes — voting and non-voting shares. This paper investigates whether the difference between control rights (voting rights) and cash flow rights (stake in the total capital) held by the controlling shareholders of Brazilian companies is related with the market value of those companies. The paper applies the Ordinary Least Square method and the procedures of Random Effects and Fixed Effects for a panel of Brazilian listed companies from 1999 to 2002. On a general basis, the research indicated a negative relationship (but not statically significant) between the difference on control and cash flow rights of controlling shareholders and the firms' market value, suggesting that companies with greater disparity between controlling shareholder's power and its stake in total capital tend to have lower market value, indicating that adoption of one share - one vote rule can contribute to value maximization.

Uniterms: ownership structure, corporate governance, agency conflict, minority shareholders' expropriation, empirical test.

Efecto de los accionistas controladores en el valor de las compañías abiertas brasileñas

El principal conflicto de agencia en las compañías abiertas ocurre entre los accionistas controladores y los minoritarios como resultado de la presencia de una estructura de propiedad concentrada en las empresas. Ese conflicto queda reforzado por la separación entre los derechos de control y los derechos sobre el flujo de caja por medio de la emisión de dos clases de acciones — con y sin derecho a voto. En este artículo, se investiga si la diferencia entre el derecho de control (derecho de voto) y el derecho sobre el flujo de caja (participación en el capital total) de los accionistas controladores tiene relación con el valor de mercado de las compañías. Se empleó el método de los Mínimos Cuadrados Ordinarios y los procedimientos de Efectos Aleatorios y Efectos Fijos para un conjunto de empresas de 1999 a 2002. Se constató, en términos generales, una relación negativa no significativa estadísticamente entre la diferencia del derecho de control y del derecho sobre el flujo de caja de los accionistas controladores y el valor de mercado de las compañías, lo que sugiere que las empresas con mayor disparidad entre poder para toma de decisión y participación en el capital total tienden a presentar menor valor de mercado. Los resultado, a pesar de no conclusivos, apuntan en el sentido de que la adopción de la regla de "una acción - un voto" puede contribuir a la maximización del valor de la empresa.

Palabras clave: estructura de propiedad, gobierno corporativo, conflicto de agencia, expropiación de accionistas minoritarios, test empírico.