RELATÓRIOS COPPEAD

387

Novembro 2009

EVOLUÇÃO DA ESTRUTURA DE CONTROLE DAS EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA ENTRE 2004 E 2006

Thiago Costa Canellas
Ricardo P. C. Leal

Relatórios COPPEAD é uma publicação do Instituto COPPEAD de Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Coordenador
Prof. Mauricio Mittelman

Editoração
Lucilia Silva

Ficha Catalográfica
Ana Rita Mendonça de Moura

Canellas, Thiago Costa.
Evolução da estrutura de controle das empresas listadas na Bovespa entre 2004 e 2006 / Thiago Costa Canellas e Ricardo Pereira Câmara Leal. – Rio de Janeiro: UFRJ /COPPEAD, 2009.
20 p.; 27cm. – (Relatórios COPPEAD; 387)

ISBN 978-85-7508-072-6
ISSN 1518-3335

1. Finanças. I. Leal, Ricardo Pereira Câmara. II. Título. III. Série.

CDD – 332

Pedidos para Biblioteca:
Caixa Postal 68514 – Ilha do Fundão
21941-972 – Rio de Janeiro – RJ
Telefone: 21-2598-9837
Telefax: 21-2598-9835
e-mail: biblioteca@coppead.ufrj.br
Site: www.coppead.ufrj.br

EVOLUÇÃO DA ESTRUTURA DE CONTROLE DAS EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA ENTRE 2004 E 2006

Thiago Costa Canellas
Ricardo P. C. Leal

RESUMO

Neste estudo verifica-se a evolução da concentração de controle e de propriedade direta e indireta dos cinco maiores acionistas de empresas, com ações negociadas em bolsa no Brasil. Os resultados apontam para um aumento na dispersão, principalmente no que diz respeito ao controle direto. O estudo de diferentes agrupamentos das empresas listadas permite concluir que as empresas que aderiram ao Novo Mercado apresentam maior dispersão de controle e propriedade. As empresas que abriram seu capital depois de 2001 também apresentam maior dispersão de seu controle direto. A análise dos grupos de empresas formados, segundo seu tamanho e setor de atuação, não foi conclusivo. Em relação à identidade do acionista controlador, houve redução dos percentuais de controle para todos os grupos, sendo que somente houve significância estatística para as empresas controladas por estrangeiros. Pode-se concluir que vem ocorrendo maior dispersão do controle das empresas com ações negociadas em bolsa, mas que os percentuais médios de participação do maior acionista no capital votante, tanto direta como indiretamente, continuam acima de 50%.

Gorga (2009) e Leal e Bortolon (2009) observam que a média da concentração de controle nas empresas brasileiras, com ações negociadas em bolsa, diminuiu. Este trabalho pretende apresentar um estudo descritivo para tentar identificar características das empresas em que a mudança foi mais acentuada. A evolução da estrutura de controle de empresas brasileiras é analisada e, quando possível, comparada com resultados anteriores. A amostra abrange o universo das companhias de capital aberto, incluindo empresas financeiras e não-financeiras, e são estudadas as estruturas de controle e propriedade nos anos de 2004 e 2006, que são comparadas com os resultados obtidos por Carvalhal da Silva (2002) para o ano de 2000 e Leal e Carvalhal

da Silva (2007) para os anos de 1998, 2000 e 2002. O trabalho, portanto, não tem por objetivo responder se essa evolução na estrutura de controle impactou o valor de mercado, o custo de capital ou a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas, nem tem como objetivo discutir os determinantes da concentração de controle, já apresentados por Silveira (2004) e Silveira, Barros e Famá (2008).

Na maior parte dos países o controle das empresas é concentrado, muitas vezes em um único acionista, família ou instituição, conforme La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999). Nesse cenário, os conflitos entre acionistas majoritários e minoritários são preponderantes frente ao conflito entre os acionistas em geral e a diretoria formada por executivos profissionais, mais comum nos EUA, onde as empresas apresentam capital mais pulverizado.

Além da dispersão, ou concentração de controle, existem casos onde há diferenças entre o percentual de participação no capital total da empresa (direitos de propriedade ou ao fluxo de caixa) e o percentual de controle ou direito de controle. Nesses casos, quanto maior a concentração de controle e quanto mais ela desviar do percentual do capital total que os controladores tiverem, maiores serão as possibilidades dos controladores obterem benefícios privados da companhia, em prejuízo dos acionistas minoritários que, sem poder de controle, dependem unicamente do desempenho da empresa para ter benefícios. Nos casos onde essa separação inexiste, por exemplo onde não há estruturas indiretas de controle ou ações com direitos inferiores de voto, os acionistas majoritários tendem a ter seus interesses mais alinhados com os interesses dos acionistas minoritários, uma vez que os ganhos privados do controle poderão ser menores que as perdas infligidas à empresa como um todo e, consequentemente, ao patrimônio dos controladores (Jensen e Meckling, 1976).

Shleifer e Vishny (1997) apontam a estrutura de controle e propriedade e a proteção legal como determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa. No Brasil, Silveira, Leal, Barros e Carvalhal da Silva (2009) e Leal e Bortolon (2009) indicam que as práticas de governança corporativa são piores nas empresas com controle concentrado e nas mãos de famílias. Contudo, quando o controle é compartilhado por meio de acordos de acionistas, este efeito é mitigado. No caso da existência de um acionista majoritário que detenha o controle da companhia, é preciso um sistema legal que proteja os acionistas minoritários da expropriação e, no caso de uma empresa com capital pulverizado, são necessárias regras que garantam que os executivos da companhia trabalhem pela maximização do valor para os acionistas.

1 – ASPECTOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Para uma recente revisão da literatura recente no Brasil, veja Leal (2004). O Brasil pode ser considerado um mercado peculiar em termos de governança corporativa, devido ao proeminente uso de espécies de ações com direitos de voto diferentes. As ações preferenciais possuem maiores direitos sobre o fluxo de caixa da empresa, mas não possuem direito ao controle. Segundo Valadares e Leal (2000), 89% das companhias brasileiras listadas na então Bolsa de Valores de São Paulo apresentavam ações sem direito a voto em 1996. Além disso, em média, apenas 54% das ações de uma empresa listada tinham direito a voto. Este quadro vem se alterando rapidamente, segundo Leal e Bortolon (2009) e Gorga (2009) que notam que o controle compartilhado e a presença de empresas com mais dispersão do controle vem se ampliando.

Silveira (2002), baseando-se em estudos conduzidos pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa em 2001 e pela McKinsey & Company e Korn /Ferry International também em 2001, apresentou características das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa listadas a seguir:

- Estrutura de propriedade com forte concentração das ações com direito a voto (ordinárias) e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais).
- Empresas com controle familiar ou compartilhado por alguns poucos investidores alinhados por meio de acordo de acionistas para resolução das questões relevantes.
- Presença de acionistas minoritários pouco ativos.
- Alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros do conselho representando os interesses dos acionistas controladores.
- Pouca clareza na divisão dos papeis entre conselho e diretoria, principalmente nas empresas familiares.
- Escassez de conselheiros profissionais no Conselho de Administração.
- Remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante.
- Estrutura informal do Conselho de Administração, com ausência de comitês para tratamento de questões específicas, como auditoria ou sucessão.

Este quadro certamente vem mudando. Silveira et alli (2009) constatam que há uma melhora lenta nas práticas de governança corporativa das empresas com ações negociadas em bolsa, que são lideradas pelas empresas que abriram capital e passaram a negociar suas ações diretamente no Novo Mercado. Além da criação dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo, hoje Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa), a Nova Lei das S.A. (Lei 10.303/01), o aprimoramento da regulamentação pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) e outras autoridades reguladoras e iniciativas privadas como a atuação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), da Associação Brasileira de Companhias Abertas (ABRASCA), da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) e outras entidades vêm exigindo e criando incentivos para a introdução de melhores práticas do governança corporativa no País.

No caso dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, as empresas podem aderir voluntariamente, desde que se submetam a determinadas regras que podem ser vistas no sítio da bolsa na Internet. Carvalho e Pennacchi (2007), estudando a migração das empresas brasileiras para o Novo Mercado ou um dos outros dois níveis diferenciados de governança da bolsa, concluíram que a mudança gera retornos positivos das ações, diminuição do prêmio de controle e aumento da liquidez, inclusive para ações previamente listadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE), e, principalmente, para as ações preferenciais. Silveira et alli (2009) também concluem que as empresas que aderiram a estes níveis diferenciados são aquelas que apresentaram a melhor evolução de suas práticas de governança corporativa, mesmo depois da adesão.

2 – ESTRUTURA DE CONTROLE E SEUS DETERMINANTES

Segundo Demsetz e Lehn (1985), a estrutura de controle das empresas forma-se de modo a maximizar seu valor. Os autores apontam como fatores determinantes para a estrutura de controle de uma empresa:

- Seu tamanho, influenciando diretamente a dispersão de controle, ou seja, empresas maiores tendem a ter o capital mais disperso;
- O potencial de interferência do controlador sobre os resultados da empresa, medido pela instabilidade do ambiente onde a firma opera, uma vez que os autores consideram que, quanto maior a instabilidade do ambiente, maior o

número de mudanças de rumo necessárias e, portanto, maiores serão as consequências das ações dos controladores que afetam inversamente a dispersão do controle da empresa;

- A regulação que afeta diretamente a dispersão de controle já que oferece garantias para os acionistas minoritários.

Além destes fatores, ainda é levado em consideração o valor não material advindo do controle da firma; nesse caso, os autores argumentam que empresas de mídia e esportes, por exemplo, trazem outros benefícios para seus controladores como o status social e a gratificação emocional e, por isso, favorecem a concentração de controle.

Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) argumentam que parte da estrutura de controle pode ser explicada por fatores não observáveis que eles chamam de heterogeneidade das empresas. Eles sustentam que as ligações entre a concentração de controle e o desempenho da firma são, na verdade, fruto de variáveis não observáveis que influenciam os dois indicadores, no caso, a heterogeneidade entre as companhias, ou seja, ao contrário do que alguns autores supõem em seus estudos, não se podem considerar apenas fatores externos como determinantes da estrutura de controle. Os autores incluem, em seu modelo, variáveis que eles chamam de discricionárias, ou seja, fatores que indicam a liberdade que os gestores têm para definir os rumos da empresa. Esses fatores são: tamanho, intensidade em capital, fluxo de caixa, intensidade em Pesquisa e Desenvolvimento, intensidade em propaganda e taxa de investimento bruta.

Enquanto Demsetz e Lehn (1985) e Himmelberg et alli (1999) apontam, principalmente, fatores idiossincráticos às empresas como determinantes de sua estrutura de controle, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998), alinhados com o que sugerem Shleifer e Vishny (1997), concluem que a concentração de controle das empresas ocorre pela falta de proteção legal aos acionistas minoritários. Eles argumentam que, diante de um ambiente com pior proteção legal, os investidores procuram proteger seu patrimônio por meio da concentração do controle. O fenômeno da dispersão de controle é observado principalmente nos EUA e no Reino Unido. Becht e Mayer (2001) mostram que mais de 50% das companhias da Europa continental tinham um bloco de acionistas que controlava a companhia, já nos EUA e no Reino Unido esse percentual não passava de 3% das empresas com ações negociadas em bolsa. Os autores associaram estas constatações à origem do sistema legal dos países. Segundo eles, a *Common Law* (Direito Consuetudinário) favoreceria a proteção dos acionistas minoritários, ao contrário da *Civil Law* (Direito Civil).

Já Frank, Mayer e Rossi (2003), examinando a estrutura de controle das empresas inglesas ao longo do século XX, descobriram que não houve um aumento na dispersão de capital entre 1900 e 1960, sendo que, em 1900, não existia proteção legal para os minoritários e, em 1960, o Reino Unido era um dos países que mais protegia os investidores minoritários. Os autores argumentam que a mudança fundamental, nesse caso, foi a limitação das responsabilidades dos sócios quando as companhias passaram a ser consideradas "pessoas" pela lei do país. No entanto, é preciso ressaltar que o mercado evoluiu no tocante à liquidez e, também, que os investidores institucionais cresceram, o que pode indicar, de fato, uma maior dispersão do capital das empresas, já que esses investidores institucionais representam vários investidores individuais.

La Porta, Lopez-de Silanes e Shleifer (1999) realizaram um estudo com grandes corporações de 27 países e encontraram uma baixa dispersão dos direitos de controle dessas corporações, que permaneciam, em grande parte, nas mãos de famílias e governos. Outra observação importante foi uma separação entre direitos de controle e de fluxo de caixa por meio de pirâmides.

As chamadas estruturas em pirâmide consistem de uma empresa que possui participação no controle de outras empresas, que podem ou não possuir ações de outras empresas e assim sucessivamente. No caso dessas estruturas, os controladores de uma determinada empresa também exerceriam, ainda que indiretamente, o controle de todas as outras companhias, por ela controladas.

La Porta, Lopez-de Silanes e Shleifer (1999) supõem que o principal interesse na formação de pirâmides para exercer o controle indireto de empresas é a separação entre o direito de controle e o direito de propriedade. Um acionista controlador de uma empresa A, por exemplo, que possua 51% de suas ações, pode também passar a controlar uma segunda empresa B, que é controlada por A. Nesse caso, supondo que A possui também 51% de B, o acionista em questão possuirá o controle de ambas as empresas, no entanto será proprietário de 51% de A e de apenas 26% de B. Bebchuk (1999) chama a atenção para o fato de que as estruturas de pirâmide podem ser usadas para diluir o capital das empresas, mas, ao mesmo tempo, proteger os acionistas de uma possível tomada hostil do controle da companhia.

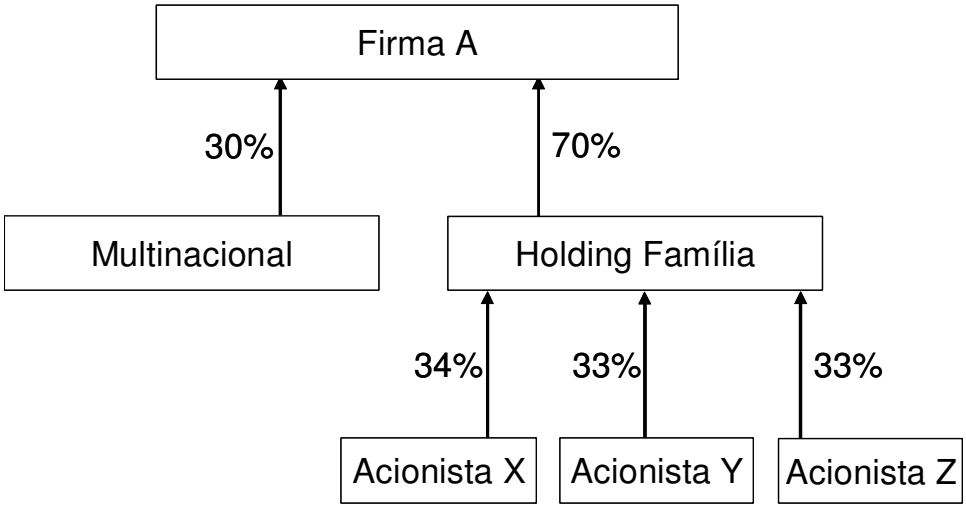
Almeida e Wolfenzon (2006) apresentam novas explicações para a formação de estruturas em pirâmide, alegando que existem evidências de que a teoria de que as pirâmides são utilizadas para separar controle e propriedade, não explica completamente o comportamento dos acionistas. Eles apresentam evidências de que as estruturas em pirâmide são usadas pelas famílias devido à maior facilidade de financiar novos projetos.

Segundo os autores, as novas firmas constituídas necessitam de altos investimentos e não possuem um retorno esperado à altura, por isso, os controladores utilizariam os fundos da empresa existente no topo da pirâmide para financiar novos projetos em empresas nos níveis inferiores da pirâmide.

3 – ESTRUTURA DE CONTROLE NO BRASIL

Os trabalhos sobre estrutura de controle realizados no Brasil mostram que, em termos de controle e propriedade, o mercado brasileiro aproxima-se mais dos mercados do Japão e da Europa Continental, do que dos mercados dos EUA e do Reino Unido. Segundo Valadares e Leal (2000), em 1996, 62% das companhias não estatais listadas na Bolsa de Valores de São Paulo possuíam um acionista majoritário, ou seja, que possuía mais de 50% do capital votante da empresa. Além disso, os autores também estudaram a composição indireta do controle das companhias e chegaram à conclusão de que as pirâmides, no caso das companhias brasileiras que possuem um acionista com mais de 50% do controle direto, são utilizadas, como previsto na teoria, para diluir a propriedade dos principais acionistas, sem, no entanto, diminuir a concentração do controle. Já nos casos das companhias que não possuem um acionista majoritário, os dados mostram um aumento da concentração de controle e também do capital investido pelos maiores acionistas. Os autores observam que, pelo fato de, no Brasil ser possível emitir ações sem direito a voto, a utilização de pirâmides com o intuito de burlar a regra "uma ação, um voto", não é necessária. Os autores formulam a hipótese de que as pirâmides são empregadas para que grupos de grandes acionistas se protejam de grupos rivais que também possuam um lote expressivo de ações da companhia. Por exemplo, na figura 1, existem dois acionistas principais, uma empresa multinacional e uma *holding* instituída pela família controladora da empresa. Como podemos ver, a *holding* da família não possui um acionista majoritário. Se, nesse caso, ao invés de utilizar a *holding* como controladora da Firma A, cada um dos familiares possuísse diretamente ações da companhia, caso qualquer um dos acionistas decidisse se aliar à multinacional, esse grupo passaria automaticamente a controlar a empresa e, essa situação, por si só, enfraqueceria o bloco de controle familiar.

Figura 1 – Exemplo de Utilização de Pirâmide no Brasil



Leal, Carvalhal da Silva e Valadares (2002) realizaram um estudo sobre a estrutura de controle, direta e indireta nas empresas brasileiras de capital aberto para o ano de 1998 e não encontraram diferenças significativas em relação ao trabalho de Valadares e Leal (2000). Leal e Carvalhal da Silva (2007) realizaram uma analise da concentração dos direitos de controle e de propriedade das empresas brasileiras e encontraram, para o ano de 2002, medianas de 68% e 34% para as participações do maior acionista nos direitos de controle e propriedade, respectivamente. Os autores argumentam que esses números, não só eram muito altos, como apresentavam uma tendência de alta no período analisado. Ainda considerando o mesmo estudo, os investidores estrangeiros eram os proprietários finais, ou seja, considerando as participações diretas e indiretas, de 24,9% das companhias enquanto investidores institucionais brasileiros, o estado e grupos familiares controlavam 8,9%; 8,0% e 58,2% das companhias, respectivamente.

Silveira (2004), estudando os determinantes das práticas de governança corporativa no Brasil, conclui que o principal fator determinante é a concentração de controle. Quanto maior a concentração de controle de determinada empresa, menor a qualidade das práticas de governança corporativa medidas segundo um índice por ele desenvolvido. É interessante notar que, além da concentração de controle e propriedade, o autor usa como variável explicativa para o nível de qualidade das práticas de governança corporativa o excesso de direito de voto por parte do acionista controlador, ou seja, a razão entre o direito de voto e o direito de propriedade detido pelo acionista controlador da empresa e, conforme previsto por Jensen e Meckling (1976), essa variável

apresenta uma relação negativa significativa com a qualidade das práticas de governança corporativa.

Silveira, Barros e Silveira (2004), estudando os determinantes de concentração de controle no mercado acionário brasileiro, também encontraram uma relação negativa significativa entre o excesso de direito de voto por parte do acionista controlador e a qualidade da governança corporativa. Além disso, a conclusão, aplicando técnicas de dados em painel para o período de 1998 a 2002, foi de que a concentração de propriedade parece não ser determinada de forma endógena quando a regressão é estimada pelos métodos de efeitos fixos e de efeitos aleatórios, considerados mais adequados pelos autores. Silveira, Barros e Famá (2008), baseando-se nos trabalhos de Demsetz e Lehn (1985) e Himmelberg et alli (1999), não encontraram evidências que sustentassem a influência dos determinantes sugeridos por estes autores. As exceções foram para as variáveis mudas setoriais e de identidade do acionista controlador.

Silveira, Leal, Carvalhal da Silva e Barros (2009), além de encontrarem resultado semelhante para a relação entre o excesso de direto de voto por parte do acionista controlador e a qualidade da governança corporativa, também constataram, uma evolução em termos de concentração dos direitos de voto e de propriedade, com os números de concentração do direito de voto por parte do maior acionista apresentando uma queda sensível entre 2002 e 2004 (71,2% para 59,1%). Os autores observam que, apesar dessa evolução no caminho de práticas de governança corporativa de maior qualidade, esse avanço se dá de maneira heterogênea, até mesmo pelas características do mercado brasileiro, onde, para ser listada no nível tradicional da bolsa, a empresa não precisava cumprir exigências rígidas em termos de suas práticas de governança corporativa.

4 – DADOS E METODOLOGIA

Emprega-se inicialmente o universo de empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, incluindo empresas financeiras e não-financeiras, ao final de 2006. As informações sobre a composição acionária foram obtidas no banco de dados Infoinvest (*Bowne Global Solutions*). Todas as empresas de capital aberto devem divulgar um Informativo Anual para a Comissão de Valores Mobiliários. Este relatório deve conter, entre outras informações, a composição do capital da empresa. Este Informativo Anual consta do Infoinvest. Este banco de dados foi escolhido pelo fato de conter, além das informações sobre a posse das ações, os possíveis acordos de acionistas vigentes. Nos casos em que foi constatada existência de um acordo de acionistas, ou seja, um acordo

para que dois ou mais acionistas votassem em bloco, os acionistas que faziam parte do acordo eram considerados, para efeito do cálculo do controle e propriedade indiretos, como um único acionista.

Esse trabalho estuda os anos de 2004 e 2006 e, posteriormente, realiza uma análise comparativa com os estudos de Carvalhal da Silva (2002) e Leal e Carvalhal da Silva (2007) que apresentam as informações sobre a estrutura de controle e de propriedade de 1998, 2000 e 2002. Com essa comparação, pretende-se apresentar uma análise da dinâmica da evolução da estrutura de controle das empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. É importante notar que estes estudos são perfeitamente comparáveis uma vez que se tomou o cuidado de utilizar a mesma metodologia. Além da comparação com os trabalhos anteriores, pretende-se apresentar um panorama sobre onde as possíveis mudanças ocorreram segundo a divisão da amostra nos grupos definidos no Quadro 1.

Quadro 1 - Critérios para Classificação da Amostra

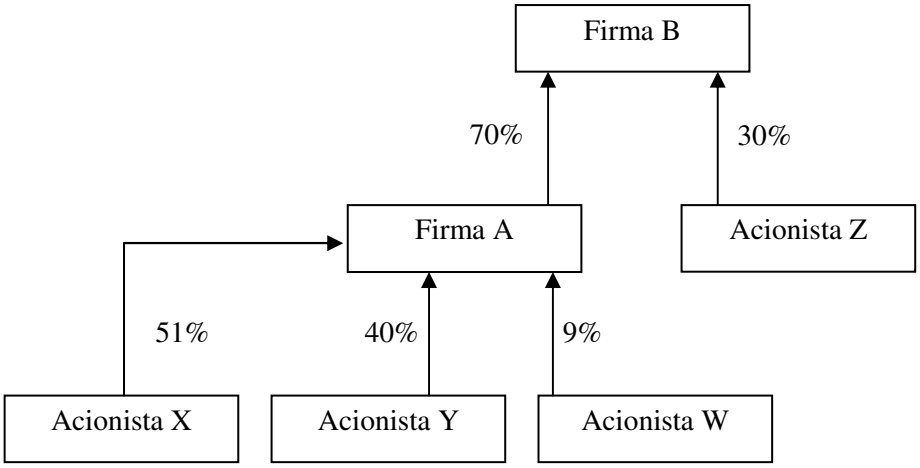
Tipos de Grupos	Critério
Adesão aos diferentes níveis de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo	As empresas foram divididas em quatro grupos: Novo Mercado, Nível 1, Nível 2 e Tradicional. Os dados sobre as empresas foram obtidos no *website* da Bolsa de Valores de São Paulo (www.bovespa.com.br) em 22/09/2007.
Setores Econômicos	As empresas foram divididas de acordo com a classificação do banco de dados ECONOMATICA, que possui uma granularidade suficiente para se distinguir padrões entre setores, mas não tanta, como no caso do NAICS (*North American Industry Classification System*) em que muitos dos setores seriam pouco representativos da realidade brasileira.
Oferta Inicial de Ações	Escolheu-se como marco o ano de 2001, quando entrou em vigor a reforma da lei das S.A. e o Novo Mercado, considerando que as empresas que abriram capital em 2001 ou antes foram classificadas como "antes" e as demais como "depois".
Tamanho	Nesse caso a divisão se deu de acordo com o valor dos ativos da companhia em 31/12 do ano em questão. A divisão em grupos foi feita dividindo-se a amostra em quartis.
Identidade do acionista controlador	Como em Leal e Carvalhal da Silva (2007) e Carvalhal da Silva (2002), é uma classificação de acordo com a identidade do acionista controlador (estrangeiro, institucional, estado ou grupo familiar). Esses dados foram também obtidos do banco de dados Infoinvest, uma vez que as empresas são obrigadas a revelar a identidade de todos os acionistas que detenham mais de 5% de suas ações.

Este estudo também analisa a estrutura de controle indireta das companhias, ou seja, quando o acionista da empresa não é uma pessoa física ou uma sociedade fechada, mas uma segunda empresa que possui sua própria composição acionária. O controle indireto pode se dar de duas formas: com uma estrutura de pirâmide ou como uma estrutura de participações cruzadas. Uma estrutura de participações cruzadas ocorre quando a empresa controlada possui ações da empresa controladora ou do canal de controle. Esse tipo de estrutura, no entanto, é proibido pela lei brasileira e, portanto, não

será considerado nesse estudo. Serão considerados todos os acionistas com mais de 5% do capital votante, já que este é o limite para obrigatoriedade da identificação. Levando em conta os diferentes direitos das ações ordinárias e preferenciais, será considerada a participação dos cinco maiores acionistas no capital votante e no capital total da companhia.

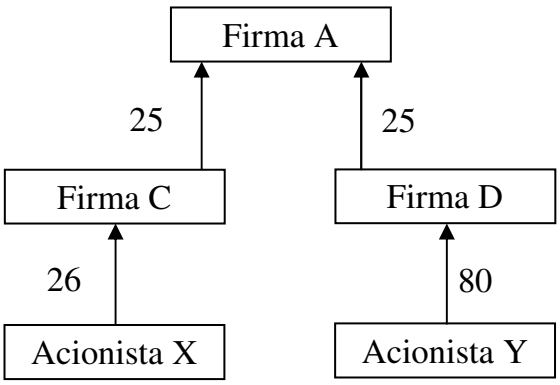
A questão mais sensível no que diz respeito à metodologia do presente estudo é a forma de cálculo da participação indireta no controle da companhia. O método comumente empregado na literatura brasileira por, por exemplo, Valadares (1998), Valadares e Leal (2000) e Leal, Carvalhal da Silva e Valadares (2002), considera o controle indireto como uma multiplicação simples das participações nos diferentes níveis da estrutura. Se, como na Figura 2, os acionistas X, Y e W possuem respectivamente 51%, 40% e 9% da firma A, que por sua vez possui 70% da firma B, segundo estes autores, os acionistas X, Y e W possuem respectivamente 35,70% (70%×51%), 28% (70%×40%) e 6,30% (70%×9%) da empresa B. Vemos que, na prática, esse método subestima o controle exercido pelo acionista majoritário da firma A sobre a firma B.

Figura 2 – Exemplo de Estrutura Acionária Indireta



No caso da metodologia comumente empregada na literatura internacional, por exemplo, em Claessens, Djiankov e Lang (2000), Claessens, Djiankov, Fan e Lang (2000), La Porta et alli (1998, 2000, 2002) e Faccio e Lang (2001), também conhecida como Princípio do Elo Mais Fraco (*Weakest-Link Principle - WLP*), é levado em consideração o menor valor da cadeia.

Figura 3 – Exemplo de aplicação do Princípio do Elo Mais Fraco



Edwards e Weichenrieder (2004) argumentam que o WLP não possui fundamentação teórica e leva a distorções, pois considera o valor mínimo da cadeia de controle como sendo a porcentagem de controle final. Veja a Figura 3, em que a firma A tem como acionistas as firmas C e D, que possuem 25% cada uma de seu capital, supondo que o maior acionista de C (X) possua 26% da companhia e que o maior acionista de D (Y) possua 80% do capital da empresa, ao empregar o método WLP, tanto X quanto Y possuiriam 25% da empresa A. No entanto, a situação real é bem diferente dessa, já que D possui um acionista controlador que controla 25% de A enquanto C, por sua vez, não possui um acionista que possa exercer o controle sozinho e, portanto, não se pode dizer que seu maior acionista controle 25% de A.

Esta inconsistência já havia sido apontada por Carvalhal da Silva (2002) que, para contorná-la, desenvolveu uma nova metodologia que foi empregada nos cálculos deste estudo. Ela reflete, de forma mais fiel, o controle indireto das companhias, ao considerar que, caso exista um acionista com mais de 50% do controle de uma empresa, este acionista terá a totalidade do controle que essa firma exerce sobre outras. No caso do exemplo na Figura 2, o acionista X deteria 70% do controle da firma B, enquanto que Y e W ficariam com 0% e Z continuaria com os 30% do controle. No caso de não haver um acionista majoritário que detenha mais de 50% da firma controladora, os percentuais são calculados como já tinha sido feito na literatura nacional, ou seja, pela multiplicação dos percentuais de controle. A utilização dessa nova metodologia torna os resultados observados de estrutura indireta de controle completamente comparáveis com o trabalho de Carvalhal da Silva (2002) e de Leal e Carvalhal da Silva (2007).

5 – ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 1 mostra a estrutura de controle e propriedade das empresas brasileiras de capital aberto. A tendência observada por Silveira et alli (2009) pode ser confirmada, com uma queda estatisticamente significativa ao nível de 5% e 10% para a concentração direta dos direitos de voto nas mão dos maiores e três maiores acionistas, respectivamente. É importante notar que o mesmo não é observado na concentração indireta dos direitos de voto e dos diretos sobre o fluxo do caixa da empresa. Isto pode indicar que, apesar da convergência entre os direitos diretos de propriedade e controle, novos mecanismos de controle indireto estão sendo usados em substituição à emissão de ações sem direito a votos. Além disso, conforme observaram Silveira et alli (2009), há indícios de que a tendência, apesar de uma redução global, é de uma maior heterogeneidade, ao menos no tocante à concentração de controle e propriedade das empresas brasileiras.

Em comparação com os resultados obtidos por Carvalhal da Silva (2002), temos uma redução em relação à concentração de controle e propriedade do maior acionista, principalmente, que possuía, em média 72% do capital votante e 51% do capital total diretamente em 2000. Por outro lado, a concentração dos direitos sobre o fluxo de caixa dos três e dos cinco maiores acionistas parece ter aumentado em relação aos valores de 62% e 63% em média em 2000. Em comparação com Leal e Carvalhal da Silva (2007), nota-se uma reversão da tendência de aumento da concentração constatada por aqueles autores, tanto no controle quanto no direito de propriedade diretos e indiretos, observada entre 1998 e 2002.

Tabela 1

Percentual Médio de Participação Direta e Indireta no Capital Votante (Controle) e Total em 2004 e 2006

		Controle Direto			Controle Indireto			Total Direto			Total Indireto		
Acionista	**Estatística**	**2004**	**2006**	***t***	**2004**	**2006**	***t***	**2004**	**2006**	***t***	**2004**	**2006**	***t***
Maior	Média	64,79	58,83	***2,53***	55,01	52,80	*0,83*	48,45	44,29	***1,83***	38,93	38,32	*0,20*
	Desvio Padrão	26,76	27,36		30,08	31,39		27,12	25,05		27,48	27,57	
3 Maiores	Média	82,52	76,96	***3,14***	73,50	70,52	*1,33*	63,63	62,28	***0,66***	53,36	54,70	*-0,67*
	Desvio Padrão	18,79	21,75		25,19	26,39		24,61	22,48		26,68	26,20	
5 Maiores	Média	85,87	81,30	*0,40*	78,80	76,27	*0,21*	66,60	67,46	*-0,11*	58,00	60,69	*-0,30*
	Desvio Padrão	16,74	19,86		23,48	24,55		24,00	21,33		26,24	24,99	

Nota: foram consideradas 271 e 259 empresas em 2004 e 2006 respectivamente. As estatísticas t em negrito são significativas a 5% para o teste de diferença de médias entre 2004 e 2006.

A Tabela 2 demonstra que existe uma redução da concentração de controle nas empresas que compõem o Novo Mercado, mas que só é estatisticamente significativa quanto ao controle direto. As empresas que aderiram ao Novo Mercado apresentam uma maior dispersão tanto da propriedade quanto do controle diretos no ano de 2006, com estatísticas t de 5,17 e 2,21 para a diferença de médias da concentração direta de controle e propriedade do maior acionista, respectivamente (valores não apresentados na Tabela 2). No entanto, no caso do Nível 1, a diferença de concentração de controle direto nas mãos do maior acionista não é significativa (estatística t de 0,49), sendo somente significativa a maior dispersão dos direitos de propriedade direta (estatística t de -2,57).

Tabela 2

Percentual Médio de Participação Direta e Indireta no Capital Votante (Controle) e Total em 2004 e 2006 por Segmento de Listagem na Bovespa

		Nº Obs.		Controle Direto			Controle Indireto			Total Direto			Total Indireto		
Segmento	**Acionista**	**2004**	**2006**	**2004**	**2006**	**t**	**2004**	**2006**	**t**	**2004**	**2006**	**t**	**2004**	**2006**	**t**
	Maior			66,77	62,09	*1,74*	56,64	56,03	*-0,19*	51,25	47,69	*-1,30*	41,04	40,99	*-0,02*
Tradicional	3 Maiores	215	174	84,43	80,94	*-1,86*	75,52	74,83	*-0,27*	66,74	67,02	*-0,12*	56,44	59,36	*-1,08*
	5 Maiores			87,74	85,45	*-1,38*	80,79	80,54	*-0,11*	69,78	72,47	*-1,17*	61,19	65,71	*-1,73*
Nível 1	Maior			62,66	64,56	*-0,30*	53,47	52,31	*-0,14*	35,65	35,20	*-0,09*	28,70	28,13	*-0,06*
	3 Maiores	30	32	82,00	82,70	*-0,16*	69,82	69,93	*-0,02*	50,46	50,77	*-0,06*	37,83	39,48	*-0,50*
	5 Maiores			84,24	85,64	*-0,38*	75,20	76,92	*-0,31*	52,31	54,97	*-0,55*	41,97	44,96	*-0,77*
	Maior			56,63	66,59	*-0,59*	43,74	49,99	*-0,62*	30,24	40,70	*-0,75*	20,45	28,13	*-1,02*
Nível 2	3 Maiores	6	10	75,33	81,79	*-0,51*	74,96	77,96	*-0,29*	40,48	52,07	*-1,00*	38,00	44,52	*-0,91*
	5 Maiores			83,16	86,52	*-0,33*	87,10	87,76	*-0,56*	45,31	58,11	*-1,17*	46,74	53,62	*-0,75*
	Maior			48,40	39,07	*-1,33*	42,57	40,36	*-0,29*	42,67	38,09	*-0,72*	37,01	37,50	*-0,07*
Novo Mercado	3 Maiores	19	42	63,90	54,97	*-1,47*	55,92	51,25	*-0,70*	56,55	53,95	*-0,45*	47,95	49,51	*-0,24*
	5 Maiores			68,07	59,56	*-1,48*	59,26	55,21	*-0,64*	59,93	58,54	*-0,25*	50,81	53,71	*-0,47*

Nota: os números em parêntesis são as estatísticas t para a diferença do percentual médio entre os anos de 2004 e 2006. Nenhuma é significativa ao nível de 5%.

A Tabela 3 mostra a análise segundo a abertura de capital da empresa ter sido antes ou depois de 2001. Não há diferença expressiva para as empresas que abriram capital antes de 2001. Contudo, as empresas que realizaram suas ofertas iniciais após 2001 apresentaram dispersão significativa. A diferença entre as médias de concentração do controle direto do maior acionista entre as empresas que abriram capital antes e depois de 2001 no ano de 2006 é estatisticamente significativa ao nível de 5% (estatística t de 2,28). Isto não ocorre no caso da propriedade direta (estatística t -0,76). Este teste não é apresentado na tabela. A redução da concentração de controle pode ser devida ao grande número de ofertas iniciais para abertura de capital no período entre 2004 e 2006 visando a negociação no Novo Mercado, como podemos ver pela diferença no número de observações entre estes dois anos.

Tabela 3

Percentual Médio de Participação Direta e Indireta no Capital Votante (Controle) e Total em 2004 e 2006 por Segundo o Ano de Abertura do Capital

		Nº Obs.		Controle Direto			Controle Indireto			Total Direto			Total Indireto		
		2004	2006	2004	2006	t	2004	2006	t	2004	2006	t	2004	2006	t
	Maior Acionista			64,73	60,67	1,63	55,41	54,02	0,48	48,14	44,44	1,51	39,21	38,01	0,40
Antes de 2001	3 Maiores Acionistas	255	210	82,53	79,23	1,79	73,79	72,33	0,60	63,35	62,79	0,25	53,30	54,65	-0,62
	5 Maiores Acionistas			85,87	83,56	1,39	78,84	78,10	0,33	66,32	68,11	-0,83	57,76	60,81	-1,34
	Maior Acionista			65,79	50,75	1,75	48,24	47,42	0,11	53,60	43,66	1,36	34,20	39,65	-0,77
Depois de 2001	3 Maiores Acionistas	15	48	82,35	67,05	2,31	68,71	62,59	0,97	68,41	60,07	1,38	54,51	54,92	-0,06
	5 Maiores Acionistas			85,73	71,41	2,45	78,11	68,19	1,59	71,53	64,62	1,21	62,16	60,19	0,33

Nota: as estatísticas t em negrito são significativas a 5% para o teste de diferença de médias entre 2004 e 2006.

A Tabela 4 mostra os resultados quando a amostra é dividida de acordo com o tamanho das empresas. Percebe-se uma tendência para a redução do controle direto e indireto embora o único grupo que apresentou uma redução significativa entre 2004 2006 tenha sido o 3º quartil de tamanho. A Tabela 5 indica que a redução do controle direto ocorre para todos os tipos de acionistas, com significância estatística para os estrangeiros. Os percentuais de controle indireto para as empresas familiares também diminui, sem significância estatística. A Tabela 6 indica que somente a concentração da participação dos cinco maiores acionistas das empresas controladas pelo governo no capital total das empresas é significativamente maior do que a participação dos cinco maiores acionistas nas empresas controladas por famílias. Não há evidências estatísticas para se dizer que um tipo de acionista tem participação significativamente maior do que outro no controle direto e indireto das empresas. Finalmente, a análise por setores não apresentou resultados conclusivos e não será apresentada.

Tabela 4

Percentual Médio de Participação Direta e Indireta no Capital Votante (Controle) e Total em 2004 e 2006 por Segundo o Tamanho da Companhia

		Nº Obs.		Controle Direto			Controle Indireto			Total Direto			Total Indireto		
Quartil	Acionista	2004	2006	2004	2006	t	2004	2006	t	2004	2006	t	2004	2006	t
	Maior			63,98	58,10	1,27	50,29	50,48	-0,04	42,34	39,29	0,82	30,79	31,35	-0,16
1º (menores)	3 Maiores	66	61	82,99	78,42	1,36	72,40	72,41	0,00	58,03	60,50	-0,69	48,54	52,40	-0,97
	5 Maiores			87,33	83,97	1,14	79,94	79,42	0,13	61,97	67,00	-1,41	55,12	60,30	-1,32
	Maior			61,08	56,89	0,80	54,05	52,56	0,27	45,26	44,07	0,25	38,17	39,36	-0,25
2º	3 Maiores	66	61	79,88	77,26	0,65	74,13	72,67	0,32	62,68	64,57	-0,44	54,62	58,01	-0,75
	5 Maiores			82,93	83,08	-0,04	78,61	79,16	-0,13	65,70	70,98	-1,29	58,74	64,77	-1,41
	Maior			71,20	61,93	1,95	60,33	53,82	1,13	60,24	50,44	1,89	46,70	43,09	0,63
3º	3 Maiores	66	60	87,30	77,35	2,86	75,34	68,19	1,45	74,92	65,26	2,28	58,92	57,41	0,30
	5 Maiores			90,02	80,53	3,01	80,03	73,33	1,44	77,31	69,69	1,92	63,57	62,96	0,13
	Maior			61,58	57,50	0,87	55,03	54,46	0,11	45,94	42,86	0,67	40,04	39,87	-0,09
4º (maiores)	3 Maiores	66	63	79,36	75,04	1,22	71,99	69,31	0,60	59,27	59,64	-0,09	51,63	52,49	-0,32
	5 Maiores			82,95	78,17	1,50	76,57	73,94	0,27	62,09	63,32	-0,29	55,02	56,62	-0,48

Nota: as estatísticas t em negrito são significativas a 5% para o teste de diferença de médias entre 2004 e 2006.

Tabela 5

Percentual Médio de Participação Direta e Indireta no Capital Votante (Controle) e Total em 2004 e 2006 por Segundo o Tipo do Maior Acionista

		Nº Obs.		Controle Direto			Controle Indireto			Total Direto			Total Indireto		
Tipo	Acionista	2004	2006	2004	2006	t	2004	2006	t	2004	2006	t	2004	2006	t
	Maior			79,07	75,52	0,56	73,15	75,52	-0,31	70,84	62,87	0,93	62,14	56,31	0,66
Governo	3 Maiores	19	17	89,63	86,06	0,72	84,94	84,78	0,03	81,21	75,00	0,87	73,69	67,89	0,74
	5 Maiores			89,63	86,33	0,67	86,46	85,48	0,18	81,21	75,77	0,78	74,68	70,01	0,62
	Maior			74,04	63,48	2,41	57,14	55,48	0,27	59,90	48,61	2,45	45,30	40,83	0,81
Estrangeiro	3 Maiores	59	55	87,85	79,89	2,10	74,79	74,56	0,44	73,71	66,17	1,74	62,69	59,61	0,57
	5 Maiores			88,78	82,11	1,78	78,62	79,12	-0,10	74,92	70,16	1,12	66,67	65,97	0,14
	Maior			63,12	58,75	1,10	41,03	38,84	0,56	41,76	41,25	0,15	24,22	25,55	-0,45
Familia	3 Maiores	97	97	80,61	75,19	1,89	66,50	61,38	1,37	55,90	58,13	-0,70	41,53	44,85	-0,98
	5 Maiores			84,51	80,48	1,56	75,22	70,36	1,39	59,35	63,21	-1,22	48,46	51,89	-1,01
	Maior			75,00	66,79	1,35	56,36	53,09	0,45	55,28	50,23	0,81	32,97	33,40	-0,08
Institucional	3 Maiores	43	41	88,08	80,54	1,76	72,83	70,38	0,41	67,17	65,19	0,40	47,20	50,80	-0,88
	5 Maiores			90,64	82,59	1,97	78,77	76,02	0,47	69,86	70,49	-0,13	52,66	58,51	-1,29

Nota: as estatísticas t em negrito são significativas a 5% para o teste de diferença de médias entre 2004 e 2006.

Tabela 6

Teste t de Diferença de Médias de Controle e Propriedade (Total) Direta dos 5 Maiores Acionistas em 2006 Segundo o Tipo de Acionista

		Controle Direto			
		Governo	Estrangeiro	Familiar	Institucional
Total Direto	Governo		0,73	1,18	0,63
	Estrangeiro	0,96		0,47	-0,10
	Familiar	**2,58**	1,90		-0,55
	Institucional	0,93	-0,07	-1,94	

Nota: as estatísticas t em negrito são significativas a 5%.

6 – CONCLUSÃO

Este trabalho analisou a evolução da estrutura de controle e propriedade das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa entre 2004 e 2006. Houve um aumento na dispersão do controle, principalmente no que diz respeito ao controle direto. As empresas que negociam no Novo Mercado apresentam o controle mais disperso do que as que negociam em outros segmentos da bolsa. As empresas que abriram seu

capital depois de 2001 apresentaram uma redução significativa entre 2004 e 2006 na dispersão do controle direto, particularmente aquelas que abriram capital depois de 2004. O tamanho da empresa não parece ser um fator determinante de diferenciação entre as empresas, no que se refira ao grau de concentração de controle e propriedade direto e indireto. Houve uma redução generalizada do grau de concentração de controle direto para todos os tipos de acionista, mas constatou-se significância estatística apenas para as empresas cujo maior acionista é estrangeiro.

Pode-se especular a respeito da motivação para a dispersão do controle nas empresas analisadas. O mercado de ações esteve em alta no período analisado, o que pode ter estimulado os controladores das empresas a dispersar um pouco mais o capital votante para aproveitar o momento e realizar o valor de suas ações. Isto pode ter vindo acompanhado de uma melhora das práticas de governança corporativa por exigência dos compradores das ações. Nas aberturas de capital no período, grande parte dos compradores das novas ações eram estrangeiros que poderiam ser mais favoráveis às emissões feitas para negociação posterior nos níveis diferenciados de governança corporativa da bolsa. Há alguma evidência de que as práticas de governança corporativa vêm melhorando e que empresas com práticas melhores são menos afetadas nos períodos de crise (Silveira et alli (2009); Leal e Bortolon (2010); IFC (2009)).

7 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADAMS, R. **Governance and the financial crisis**. ECGI Working Paper Series in Finance, Finance Working Paper, no. 248/2009, Abril 2009. Disponível em: http://ssrn.com/abstract_id=1398583. Acesso em: 22 ago. 2009.

BARTIMORO, M. Nell Minow on outrageous CEO pay-and who's to blame. **Business Week**, n. 4121, p. 15-16, 2 Mar. 2009.

BARTRAM. S; BODNAR, G. No Place to Hide: The global crisis in equity markets in 2009/09. **Journal of International Money and Finance**, Forthcoming, 2009, Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1413914>. Acesso em: 22 ago. 2009.

CHEFFINS, B. **Did corporate governance "fail" during the 2008 stock market Meltdown?** The case of the S&P 500, *ECGI* Working Paper Series in Law, Law Working Paper no. 124/2009, July 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1396126>. Acesso em: 20 ago. 2009.

JOHNSON, Simon et al. Corporate governance in the Asian financial crisis. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 58, p. 141-186, 2000.

KIRKPATRICK, G. The corporate governance lessons from the financial crisis, **Financial Market Trends**, Fev. 2009. Disponível em: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf>. Acesso em: 20 ago. 2009.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL DA SILVA, A. L. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). In: Chong, A., Lopez-de-Silanes, F. (org). **Investor protection and corporate governance** – firm level evidence across Latin America. Washington, DC: Stanford University Press, 2007. p. 213-287,

LEMMON, M.; LINS, K. Ownership structure, corporate governance, and firm value: evidence from the East Asian financial crisis. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 4, p. 1445-1468, Aug. 2003.

SROUR, G. **Práticas diferenciadas de governança corporativa:** um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. 2002. Dissertação (Mestrado em Economia) – Departamento de Economia, PUC-Rio, Rio de Janeiro.

WELCH, J.; WELCH, S. Of boards and blame. **Business Week**, n. 4117, p. 102. 26 Jan.-2 Fev. 2009.

COPPEAD
UFRJ

Rua Pascoal Lemme, 355 Ilha do Fundão Rio de Janeiro - RJ CEP:21941-918 Caixa Postal 68514 21941-972
Tel:2598-9898 Fax:2598-9848 e-mail:atendimento@coppead.ufrj.br Home Page:www.coppead.ufrj.br