

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

Comissão de Pesquisa

Angela Rocha
Paulo Fernando Fleury
Ricardo Leal

Gerência de Publicações

Simone da Rocha Weitzel

Editoração Eletrônica

Adriana Baptista Pereira

Revisão e Copidesque

Martha Amália Dias de Sá

Referenciação e Ficha catalográfica

Ana Rita Mendonça de Moura
Simone R. Weitzel

Leal, Ricardo Pereira Câmara.
Estrutura de controle e valor de mercado das empresas
brasileiras / Ricardo Pereira Câmara Leal et al. – Rio de Janeiro :
UFRJ/COPPEAD, 2000.

19 p.; 27 cm. – (Relatórios Coppead ; 335).

ISBN 85-7508-014-8

ISSN 1518-3335

1. Finanças I. Título. II. Série

CDD – 332

Pedido para Biblioteca

Caixa Postal 68514 – Ilha do Fundão

21941-970 – Rio de Janeiro – RJ

Telefone: 21-2598-9837

Telefax: 21-2598-9835

e-mail: biblioteca@coppead.ufrj.br

Home-page: <http://www.coppead.ufrj.br>

Estrutura de Controle e Valor de Mercado das Empresas Brasileiras

André C. da Silva¹

Guilherme Lapagesse

Reynaldo Aloy Jr.

Ricardo Pereira Câmara Leal

Este trabalho analisa as estruturas de controle direta e indireta de empresas brasileiras, seu valor de mercado e risco no final de 1996 e 1998. O controle é bastante concentrado; a maioria das empresas é controlada por um acionista direto. Encontramos evidências de que a estrutura indireta é utilizada para concentrar ainda mais o controle, e não para reduzir a participação no capital total necessária para sua manutenção. A concentração do controle apresenta efeitos positivos e negativos. Quanto maior a concentração dos direitos de voto na mão dos controladores, menor deve ser o valor de mercado da companhia, devido à possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários. Encontramos evidência de que, quando há um acionista controlador e não há perda do controle acionário através da estrutura indireta de controle, o valor das empresas é mais elevado quando há diluição do controle através da estrutura indireta. Este resultado é consistente com a existência de benefícios privados de controle que podem ser traduzidos como potencial para expropriação de acionistas minoritários. Entretanto, em níveis normais de significância estatística não pudemos aceitar a hipótese de que maior controle sobre o capital votante leva a um valor de mercado menor da empresa brasileira.

1 INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é analisar a estrutura de controle de empresas brasileiras e o efeito dos direitos sobre voto e fluxo de caixa dos acionistas controladores na avaliação destas empresas no mercado. Entende-se por direito sobre os votos a propriedade de ações com direito a voto. Direito sobre o fluxo de caixa é a propriedade de ações com ou sem direito a voto. Como no Brasil são usadas intensamente as ações sem direito a voto, a regra de uma ação/um voto não é respeitada e os direitos sobre os votos não correspondem aos direitos sobre fluxo de caixa. A participação no capital total representa o direito sobre o fluxo de caixa. A participação no capital votante representa o direito sobre os votos. São avaliados o grau de concentração de controle das

¹ André C. da Silva é doutorando no COPPEAD/UFRJ, Guilherme Lapagesse é Mestre pela COPPEAD/UFRJ e Consultor; Reynaldo Aloy Jr. é mestrando pelo COPPEAD/UFRJ e Consultor; Ricardo P. C. Leal é doutor, Diretor e Professor de Finanças no COPPEAD/UFRJ.

companhias juntamente com os mecanismos utilizados para separar controle de propriedade.

A compreensão da estrutura de controle é de fundamental importância, uma vez que ela influencia diretamente a eficiência do mercado por controle corporativo. Primeiramente, ela mostra o grau de diversificação de risco dos acionistas. Outro ponto importante é que ela demonstra um potencial problema de agência na gestão da firma. Pode haver um problema de agência entre a gerência e os acionistas, pois a primeira pode não estar maximizando o valor para os últimos. Quando há um acionista que pode influenciar a gerência de uma companhia, um novo problema de agência pode surgir, desta vez entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários. Casos recentes de conflitos entre minoritários e controladores no Brasil incluem a White Martins (www.casowhite.com.br), Tele Centro-Oeste Celular e a Cemig. Este trabalho examinará estas questões analisando a concentração de controle direta e indireta das empresas brasileiras.

Este trabalho dá continuidade ao estudo de Valadares e Leal (2000) sobre estruturas de controle e propriedade de companhias brasileiras. Estes autores avaliam a estrutura de propriedade e controle de 325 companhias de capital aberto no Brasil listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) em dezembro de 1996. Eles analisam as estruturas de controle direta e indireta e encontram um alto grau de concentração de controle nas empresas. A concentração ocorre principalmente com a violação da regra uma ação/um voto através da utilização de ações sem direito a voto. Eles sugerem que a estrutura em forma de pirâmide pode ser usada para que haja expropriação do acionista minoritário. Neste trabalho, investigamos esta hipótese.

2 HIPÓTESES ACERCA DO EFEITO DA ESTRUTURA DE CONTROLE SOBRE O VALOR DA FIRMA

Jensen e Meckling (1976) concluíram que a concentração de propriedade é benéfica para a avaliação das corporações porque grandes investidores monitoram melhor os administradores. Morck et al. (1988) distinguiram efeitos positivos e negativos. Eles sugerem que a ausência de separação entre propriedade e controle reduz os conflitos de interesse e, conseqüentemente, aumenta o valor para o acionista.

Trabalhos recentes sugerem que maiores direitos sobre fluxo de caixa estão associados com melhor avaliação das companhias. Em contraste, a concentração de

direitos de controle e a separação dos direitos de voto dos de fluxo de caixa têm um valor negativo no valor das firmas. Shleifer e Vishny (1997), La Porta et al. (1998) e Morck et al. (1999a) estudam os conflitos de interesse entre os grandes acionistas e os minoritários. Quando grandes investidores controlam uma corporação, suas políticas podem resultar em expropriação dos acionistas minoritários. Estas empresas não são atraentes para os pequenos acionistas e o valor de suas ações é reduzido.

Claesens et al. (1999) separam os efeitos de controle e propriedade sobre fluxos de caixa na avaliação de várias empresas do Sudeste Asiático. Eles encontram evidências de que o maior controle afeta negativamente a avaliação das ações, o que é coerente com Morck et al. (1998) e Shleifer e Vishny (1997). Os resultados de Claessens et al. (1999) sugerem que a propriedade sobre os fluxos de caixa afeta positivamente o valor da firma, o que é consistente com Jensen e Meckling (1976). Eles concluem que o risco de expropriação é o principal problema de conflitos de agência das corporações do Sudeste Asiático.

O poder dos acionistas controladores para expropriar os minoritários é moderado pelos seus incentivos financeiros para não fazê-lo. Uma fonte importante de tais incentivos é a manutenção de propriedade sobre fluxos de caixa por parte dos controladores. Burkart, Gromb e Panuzzi (1998) argumentam que a expropriação é custosa e que, portanto, a maior concentração dos direitos sobre fluxo de caixa nas mãos dos controladores deveria levar a uma menor expropriação (com tudo o mais constante).

Procianny e Comerlato (1994) sugerem que ocorre um problema de agência quando as companhias (ou grupos de companhias) não maximizam o valor dos acionistas por transferirem lucros entre corporações pertencentes a um mesmo grupo. Eles acreditam que há um efeito negativo sobre o valor das companhias brasileiras como consequência da expropriação dos minoritários.

La Porta et al. (1999) avaliam os efeitos da proteção legal aos acionistas minoritários e da propriedade de direitos sobre fluxo de caixa pelo acionista controlador sobre o valor de mercado de 371 firmas de 27 economias diferentes. Eles encontram evidências de avaliação mais elevada nas empresas dos países onde a proteção ao minoritário é mais forte e evidência fraca de que há benefícios na propriedade dos direitos sobre fluxo de caixa pelos acionistas controladores. Morck et al. (1999b) encontram evidências de que a avaliação de empresas não reflete os fundamentos quando os acionistas minoritários podem ser expropriados pelos controladores.

Neste artigo, derivamos uma hipótese testável com o objetivo de analisar os efeitos dos direitos de voto e fluxo de caixa dos controladores na avaliação pelo mercado das companhias brasileiras. Como vimos acima, Shleifer e Vishny (1997), La Porta et al. (1998), Morck et al. (1999a e b) e Claessens et al. (1999) sugerem que a concentração de direitos de voto nas mãos dos acionistas controladores pode ser associada a um maior grau de expropriação dos minoritários, uma vez que grandes acionistas preferem auferir benefícios privados do controle que não são divididos com os minoritários. Sendo assim, a primeira hipótese considerada neste trabalho é:

H1: A maior concentração dos direitos de voto pelos acionistas controladores está associada com a maior expropriação dos acionistas minoritários.

As evidências encontradas em La Porta et al. (1999), Claessens et al. (1999) e Prociandy e Comerlato (1994) sugerem que as empresas onde a expropriação pode ser significativa são menos atrativas para os minoritários e suas ações podem ter menos valor. Sendo assim, a segunda hipótese considerada é:

H2: A maior expropriação dos acionistas minoritários está associada ao menor valor das empresas.

A hipótese que testaremos deriva diretamente das duas primeiras:

H3: A maior concentração dos direitos de voto nas mãos do acionista controlador está associada a um menor valor das empresas.

A próxima seção descreve a amostra e a metodologia utilizada nos testes, incluindo a forma de medição dos direitos sobre os votos e sobre o fluxo de caixa e uma medida de valor das companhias. Segue uma análise da composição acionária direta das companhias brasileiras e da utilização de ações sem direito a voto como uma forma de financiamento. A composição acionária indireta, e a utilização da estruturas piramidais são discutidas na seção seguinte. As próximas seções apresentam nossa medida de valor das companhias e os resultados da análise da relação entre a estrutura de controle e o valor da companhia, posteriormente, nossas conclusões.

3 DADOS E METODOLOGIA

Utilizamos uma amostra das companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) que não são controladas pelo governo. Foram coletadas informações

sobre a composição acionária das empresas no banco de dados do Infoinvest (Browne Global Solutions). As companhias de capital aberto têm por obrigação emitir o Informativo Anual para a CVM antes do final do primeiro semestre, relativo ao ano fiscal anterior. Este relatório deve fornecer, entre outras informações, a composição do capital da empresa. Foram utilizados os Informativos Anuais enviados no primeiro semestre de 1999, relativos ao ano de 1998.

A amostra inclui instituições financeiras e não-financeiras, excluindo: as empresas sem informações disponíveis ou completas; com patrimônio líquido negativo; cujas ações não foram negociadas na Bovespa durante o mês de dezembro de 1998. Estas restrições se devem à medida de valor da companhia apresentada a seguir. A amostra final consiste de 225 firmas não controladas pelo governo que representam aproximadamente 70% da capitalização de mercado total da Bovespa e mais de 90% da capitalização das empresas não controladas pelo governo na Bovespa.

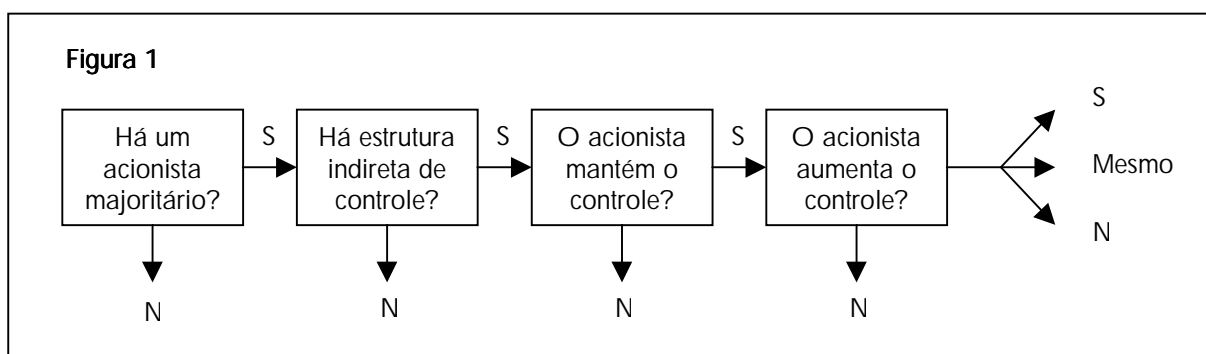
Foram analisadas duas formas de composição acionária: a direta e a indireta. Acionistas diretos são aqueles que possuem ações da própria companhia considerada. Foram considerados todos os acionistas com mais de 5% do capital votante, uma vez que este é o limite para identificação obrigatória dos acionistas no Brasil. A composição indireta diz respeito àqueles acionistas que detêm a propriedade da empresa em última instância. Por exemplo, se um acionista possui 51% dos votos de uma companhia holding que detém 51% dos votos de uma companhia de capital aberto, o acionista é o controlador da companhia aberta com 26% do capital votante da companhia aberta (51% multiplicados por 51%).

Um exemplo desta situação é encontrado na composição acionária das Lojas Americanas. Diretamente, a companhia tem apenas um grande acionista (que possui mais de 5% do capital votante), a empresa Varbra S.A., que é dona de 48,11% do capital votante e 18,06% do capital total. Esta empresa, por sua vez, é controlada por três acionistas, com 50,28%, 11,13% e 11,13% do capital votante e 35,16%, 12,85% e 12,85% do capital total cada um. Em outras palavras, as Lojas Americanas têm indiretamente três acionistas, com o maior possuindo 24,19% (50,28% vezes 48,11%) do capital votante e 6,35% (35,16% vezes 18,06%) do capital total.

Esta análise foi possível uma vez que o Informativo Anual também apresenta a composição acionária das holdings. Desta forma, a composição acionária foi sendo analisada para trás, até que fosse possível classificar os verdadeiros proprietários em um dos seguintes grupos: indivíduos, bancos, companhias de seguros, fundos de pensão,

empregados, estrangeiros (tanto indivíduos quanto instituições), governo, fundações ou fundos de investimento.

As 225 empresas da amostra foram divididas em dois grupos: firmas com um acionista majoritário e firmas sem um acionista majoritário. Uma empresa tem um acionista majoritário quando um único acionista possui diretamente mais de 50% do capital votante. Para a composição acionária direta e indireta foram computados o capital votante e o capital total que o maior acionista, os três maiores e os cinco maiores possuíam de cada companhia. Em seguida, foram calculadas as médias e medianas do capital votante e total que o maior, os três maiores e os cinco maiores acionistas detinham para os dois grupos.



A Figura 1 apresenta a divisão da amostra nos diversos grupos de análise utilizados. Primeiramente, as companhias com um acionista controlador foram separadas entre aquelas que apresentam e as que não apresentam uma estrutura indireta de controle. As companhias que possuem um acionista controlador indireto foram classificadas em três categorias. A primeira delas é composta por companhias em que o controle não é mantido indiretamente. Para estas companhias, o controle não é mantido pelo mesmo acionista em algum nível da pirâmide, isto é, não há um acionista com mais de 50% dos votos em todos os níveis. Um exemplo desta situação é a composição acionária indireta da Inepar S.A. Indústria e Comércio. Embora, no primeiro nível, uma companhia (a Inepar Administração e Participações S.A.) tenha uma parcela de 60,68% do capital votante, esta última tem cinco acionistas sem um controlador único. Neste caso, diz-se que não há controle indireto, pois, na seqüência, nenhum acionista detém mais de 50% do capital votante.

A segunda categoria refere-se às companhias em que é observada a ocorrência de pirâmide com manutenção de controle: em todos os níveis há um acionista com mais de 50% do capital votante que pode exercer o controle sozinho. Estas empresas são, então, divididas em três subgrupos: com concentração de capital, isto é, indiretamente o

acionista controlador tem uma participação maior do que diretamente, com manutenção de participação e, por fim, com redução da participação do capital.

Um exemplo de concentração de capital pode ser visto na empresa Construções Camargo Corrêa S.A. Isto ocorre porque a acionista Dirce Navarro, além de ser proprietária direta de ações da empresa, também é dona de quase todo o capital das empresas que são as outras acionistas diretas da Camargo Corrêa.

Na empresa Dana Albarus S.A. Indústria e Comércio é possível ver um caso de manutenção do controle e da participação. A controladora indireta, Dana Corporation, detém 100% do capital da controladora direta, a Dana Equipamentos Ltda. Assim sendo, ela controla a companhia com a mesma proporção do capital.

O último subgrupo é o das companhias onde há manutenção de controle por um acionista que indiretamente possui uma proporção do capital menor que diretamente. Como exemplo, a própria Lojas Americanas. Neste caso, o controle é mantido com 24,19% do capital votante e apenas 6,35% do capital total. A estrutura de pirâmide permite ao controlador alavancar sua posição. O mínimo necessário para manter o controle de uma companhia sem recorrer à estrutura de pirâmide é 16,7% do capital total (tendo apenas mais que 50% do capital votante, respeitando o limite legal mínimo de um terço do capital total). No Brasil, é permitido às companhias emitir ações sem direito a voto numa quantidade de até dois terços do seu capital total (Lei nº 6404 – Lei das S.A.). Isto permite às empresas emitir ações sem renunciar ao controle, sendo, então, uma forma de separar controle e propriedade. O controle de uma companhia pode ser garantido com apenas um sexto do seu capital total. Por conseguinte, este grupo pode representar as companhias em que a estrutura piramidal é usada para separar propriedade e controle, ou para se distanciar da regra de uma ação/um voto.

A terceira categoria é composta por companhias em que composição direta e a composição indireta são iguais – mesmas participações e mesmos acionistas. Estas companhias não utilizam estruturas de pirâmide.

4 COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA DIRETA

A Tabela 1 mostra a estrutura de controle das empresas brasileiras em 1998. Os resultados apresentados são muito semelhantes aos encontrados por Valadares e Leal (2000) para o ano de 1996. Das 225 empresas, 155 (69%) têm um único acionista que

possui mais de 50% do capital votante. Tal acionista possui uma média de 74% do capital votante, muito perto da mediana de 75%. Dentre as companhias em que o controle não está nas mãos de um único acionista (70), o maior acionista possui, em média, 31% do capital votante, com mediana de 30%. Isso demonstra que, mesmo quando um único acionista não tem a maioria dos votos, o maior acionista possui uma parcela considerável deles. Considerando a amostra como um todo, o maior acionista, os três maiores e os cinco maiores possuem, respectivamente, 61%, 79% e 84% do capital votante.

Tabela 1 - Composição Acionária Direta Média das Companhias em 1998

Composição acionária direta média (mediana) de 225 companhias brasileiras. Uma companhia com um acionista majoritário é aquela na qual um único acionista possui mais de 50% do capital votante. Os dados são coletados de Informativos Anuais referentes ao final de 1998.

	Companhias com um acionista majoritário (155)		Companhias sem um acionista majoritário (70)		Total da amostra (225)	
Acionista	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total
Maior	74% (75%)	53% (50%)	31% (30%)	22% (18%)	61% (59%)	43% (37%)
3 Maiores	86% (89%)	62% (60%)	65% (69%)	44% (43%)	79% (84%)	56% (55%)
5 Maiores	87% (90%)	62% (62%)	76% (78%)	49% (48%)	84% (88%)	58% (59%)

Nossos resultados mostram um alto grau de concentração do capital votante. Mesmo quando não existe um acionista majoritário, o maior acionista possui uma parcela significativa do capital votante. A empresa é controlada, na média, por seus três maiores acionistas. Além disso, 84% do capital votante das empresas está nas mãos dos cinco maiores acionistas.

Também podemos notar uma diferença razoável entre o percentual de votos e de capital total nas mãos dos grandes acionistas. No Brasil, é permitido que empresas emitam ações sem direito a voto (ações preferenciais) em uma proporção de até dois terços do total das ações. Isso permite que empresas emitam ações sem abrir mão do controle e é, portanto, um meio de separar propriedade e controle. Esse mecanismo parece ser usado pelos grandes acionistas para manter o controle da empresa sem ter que possuir 50% do capital total. Em empresas com um único acionista majoritário, este possui uma média de 74% do capital votante e apenas 53% do capital total. Considerando a amostra inteira, os cinco maiores acionistas possuem 84% do capital votante e apenas 58% do capital total. Como ressaltado por Valadares e Leal (2000) para o ano de 1996, se existe alguma diluição na propriedade da empresa, isso ocorre

através de ações sem direito a voto. A emissão de ações sem direito a voto permite a manutenção do controle com uma participação menor no capital da empresa, levando à separação entre propriedade e controle.

5 COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA INDIRETA

A Tabela 2 mostra a estrutura indireta de controle de empresas brasileiras em 1998. Nossos resultados são muito parecidos com aqueles encontrados por Valadares e Leal (2000) para o ano de 1996. No caso de empresas em que o maior acionista possui mais de 50% do capital votante diretamente, a propriedade indireta é mais diluída. Na forma direta, o acionista majoritário possui, em média, 74% do capital votante e 53% do total, enquanto indiretamente as participações são de, respectivamente, 55% e 37%. Por outro lado, a redução na participação do maior acionista não ocorre naquelas empresas onde não existe um acionista majoritário. Pelo contrário, os dados mostram um pequeno aumento no capital investido para esses casos. Esse fato pode indicar a utilização de estruturas piramidais para manter o controle com investimento reduzido na empresa. Se essa estrutura piramidal ocorre em alguns níveis, a separação entre propriedade e controle e também o afastamento da regra uma ação/um voto torna-se ainda maior. Como fizeram Valadares e Leal (2000), analisamos as empresas com um acionista controlador, comparando as propriedades direta e indireta.

Tabela 2 - Composição Acionária Indireta Média das Companhias em 1998

Composição acionária indireta média (mediana) de 225 companhias brasileiras listadas na Bovespa. A composição indireta mostra a participação indireta dos acionistas. Tal participação foi analisada até que o acionista efetivo se revelasse como sendo de um dos seguintes grupos: indivíduos, entidades (companhias, corporações) não-financeiras, bancos ou companhias de seguros, fundos de pensão, empregados, estrangeiros (pessoas física ou jurídica), governo, fundações ou fundos de investimentos. O cálculo da participação indireta foi feito pela multiplicação da participação do acionista nos diversos níveis (em outras palavras, se um acionista possui 60% de uma companhia que possui 40% de outra companhia, este acionista possui $40\% \times 60\% = 24\%$). Uma companhia com um acionista majoritário é aquela em que um único acionista possui mais de 50% do capital votante diretamente. Os dados são coletados de Informativos Anuais referentes ao final de 1998.

	Companhias com um acionista majoritário (155)		Companhias sem um acionista majoritário (70)		Total da amostra (225)	
	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total
Maiores Acionista	55% (54%)	37% (31%)	34% (29%)	23% (18%)	48% (47%)	33% (26%)
3 Maiores	71% (76%)	48% (45%)	61% (62%)	40% (37%)	68% (71%)	46% (43%)
5 Maiores	75% (79%)	50% (49%)	70% (74%)	46% (41%)	73% (78%)	49% (47%)

Classificamos as 155 empresas nas quais existia um acionista controlador segundo os grupos mostrados na Tabela 3. O primeiro grupo é formado por empresas em que o controle não é mantido indiretamente, ou seja, não existe um único acionista com mais de 50% do capital votante. Das 155 empresas, 53 estão neste grupo (34%). Em 68 empresas (44%), observamos pirâmides com manutenção do controle – em todos os níveis, existe um acionista com mais de 50% do capital votante. Dividimos estas companhias em três subgrupos: aquelas onde há concentração de capital, com 15 empresas (10%), aquelas onde a participação no capital é mantida, com 17 empresas (11%) e aquelas onde a participação no capital é reduzida, com 36 empresas (23%). Por fim, o último grupo é formado por empresas em que as participações direta e indireta são idênticas – mesma participação e mesmo acionista. São empresas que não utilizam estrutura piramidal. Existem 34 empresas neste grupo (22%).

Os dados na Tabela 3 parecem indicar que a utilização de pirâmide como um mecanismo de manutenção de controle de empresas a um custo menor, ou seja, com um investimento menor no capital total, não é muito comum. Das 121 empresas em que existe estrutura piramidal e as participações direta e indireta são diferentes, apenas 36 (30%) têm um acionista que mantém o controle com redução no percentual de capital investido. Na média, enquanto o acionista majoritário garante o controle com 54% do capital total da empresa, indiretamente a participação média no capital é de 35%. Em 53 empresas (44%), o acionista majoritário não mantém o controle indiretamente. Nossos resultados são similares aos encontrados por Valadares e Leal (2000) para o ano de 1996.

A utilização de estrutura piramidal não parece ser um esforço para evitar a regra uma ação/um voto em empresas brasileiras. A legislação brasileira permite que se tenha o controle direto da companhia com 17% do capital total direto. Indiretamente, esse número poderia ser ainda menor. Não é isso o que a Tabela 3 mostra. A participação indireta no capital total do acionista controlador em média é de 43% quando ele mantém o controle indiretamente e de 16% mesmo quando ele não mantém o controle. A participação no capital votante também é bem mais alta que 50%, na maioria dos casos, mesmo indiretamente. Uma alta participação no capital total deveria alinhar os interesses dos controladores com os minoritários; que uma alta concentração do capital votante levaria ao efeito oposto. A seguir examinaremos o valor das companhias segundo as categorias que criamos para estudar os controles direto e indireto das empresas.

Tabela 3 - Participação Indireta dos Acionistas Controladores em 1998

As companhias que possuem um acionista controlador (com mais de 50% do capital votante) foram identificadas e a composição acionária indireta de cada uma foi analisada. Para isto, as companhias foram classificadas em cinco grupos: (i) companhias em que o controlador não mantém o controle indiretamente; (ii) o controlador mantém o controle e aumenta sua participação na companhia; (iii) o controlador mantém a mesma participação; (iv) o controlador mantém o controle, mas reduz sua participação no capital total; e (v) não há mudança de controlador nem de participação indiretamente. A participação indireta é calculada da seguinte forma: quando um acionista tem 40% do capital de uma empresa que possui 60% de outra, este acionista possui 24% da segunda. Os dados foram coletados dos Informativos Anuais referentes ao final de 1998.

Há estrutura indireta?	Acionista mantém o controle?	Participação direta do acionista controlador		Participação indireta do acionista controlador	
		Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total
Sim	Não (53)	75%	54%	26%	16%
	Sim - Concentração (15)	64%	40%	81%	51%
	Sim - Manutenção (17)	74%	52%	74%	52%
	Sim - Diversificação (36)	77%	54%	59%	35%
	Sim - Todos (68)	73%	50%	68%	43%
	Média "Sim" e "Não"	74%	52%	50%	31%
Não (34)	Mesma composição	74%	56%	74%	56%

6 MEDINDO O VALOR DA COMPANHIA

Morck et al (1998), Barclay e Holderness (1989), McConnel e Servaes (1990), Zingales (1994) e La Porta et al. (1999), entre outros, utilizaram o Q de Tobin para medir o desconto no valor de mercado das empresas resultante de expropriação. O Q de Tobin representa o valor de mercado dos ativos dividido pelo custo de reposição dos ativos. Para controlar para os efeitos de setores industriais, muitos autores fazem ajustes nos Qs. Claessens et al. (1999) medem o valor das firmas através de uma variável de valor excessivo de mercado ajustada à indústria, sendo esta a razão entre o valor de mercado da firma e seu "valor atribuído". Eles utilizam esta variável devido à indisponibilidade de informações para calcular o Q de Tobin para todos os países.

A medida de avaliação das empresas que selecionamos foi o Q de Tobin. Nós o implementamos tal como La Porta et al. (1999) e o calculamos tanto para a amostra de 1996 de Valadares e Leal (2000) quanto para a nossa amostra de 1998. O numerador do Q de Tobin é o valor de mercado dos ativos da companhia. Nosso numerador do Q de Tobin, portanto, corresponde ao valor dos ativos subtraído do valor patrimonial das ações e dos impostos diferidos e acrescido do valor de mercado das ações. O denominador do Q de Tobin é o valor de reposição dos ativos. Utilizamos o valor dos ativos para representar essa variável. Também são computadas medidas de ajuste

setorial. Para uma companhia em um dado setor, faz-se esse ajuste relativo à média nacional para aquele setor. O Q ajustado ao setor é computado como a diferença entre o Q de Tobin da companhia e a média nacional do setor. A idéia por trás deste ajuste é que cada setor industrial pode estar num estágio diverso de maturidade e crescimento o qual determina a avaliação de suas companhias.

O valor de mercado das ações é necessário para o cálculo do numerador do Q de Tobin. Isto determina a inclusão na amostra apenas de empresas cujas ações foram negociadas na Bovespa durante o mês de dezembro dos anos 1996 e 1998. Para determinar o valor de mercado das ações, multiplica-se a cotação média do último dia em que houve negócios com aquela ação naquele mês pela quantidade de ações existentes. Não foram computados os Q s de Tobin de empresas cujas informações estavam incompletas ou indisponíveis, nem daquelas que apresentavam patrimônio negativo em 1996 ou 1998. As informações relativas aos balanços das companhias foram obtidas no banco de dados Economática.

Foram computados os Q s de Tobin individuais e os ajustados à indústria para o grupo de empresas sem um acionista controlador e para cada um dos cinco grupos de companhias em que havia um controlador (veja a Tabela 3 ou a Figura 1). Então, uma ANOVA (análise de variância) foi realizada para comparar os Q s de Tobin entre todos os grupos de empresas. Assim, foram analisados o fluxo de caixa dos acionistas controladores na avaliação das companhias brasileiras.

O mesmo teste utilizado para o Q de Tobin foi realizado para analisar duas importantes variáveis: a razão entre preço e valor patrimonial e o desvio padrão dos retornos (σ). Espera-se que essa razão seja bastante correlacionada com o Q de Tobin, validando o uso deste último. Foram calculados a razão preço de mercado/valor patrimonial e σ (para o período de 252 dias) para cada companhia para os anos de 1996 e 1998. As informações necessárias foram obtidas junto ao banco de dados Economática. A seguir, foram computadas as médias da razão entre preço e valor patrimonial e de σ para o grupo de empresas sem controlador, bem como para cada um dos cinco grupos de companhias que possuíam controladores. Também foram calculadas estas duas variáveis ajustadas aos setores para cada um dos seis grupos de companhias. Foi conduzida, então, uma ANOVA para comparar a razão entre preço e valor patrimonial (individual e ajustado ao setor) e o σ (também para cada um dos dois casos), para os seis grupos de companhias. Desta forma, foi possível analisar a relação entre a estrutura de controle e a avaliação das empresas pelo mercado e o seu risco.

Para o ano de 1996, não havia informação completa para o cálculo de cada uma das variáveis citadas para todas as 325 companhias estudadas por Valadares e Leal (2000). Assim, essas medidas foram calculadas para as 138 companhias que possuíam dados completos e disponíveis.

7 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste artigo, por economia de espaço, relatamos, nas tabelas, somente os resultados para 1998, e notamos no texto nossos resultados para 1996, quando for relevante. A Tabela 4 mostra que não há diferença significativa nos valores de Q de Tobin e Q de Tobin ajustado à indústria e das demais variáveis entre os seis grupos de empresas. Os resultados para 1996 foram semelhantes. Entretanto, em 1998, o valor do Q de Tobin é mais alto quando o controlador mantém o controle indiretamente mas reduz sua participação (grupo iv) e quando este não mantém o controle indiretamente (grupo i) do que quando usa a estrutura indireta para aumentar o seu controle sobre a companhia (grupo ii). Para verificar se há diferenças entre pares de categorias de controle, verificamos a diferença estatística entre as médias das diversas variáveis segundo grupos selecionados. Os resultados estão na Tabela 5.

Tabela 4 - Controle e Valor das Companhias Brasileiras em 1998

Foram computados o Q de Tobin e o Q de Tobin ajustado à indústria para 225 companhias brasileiras listadas na Bovespa com dados completos disponíveis em 1998. Também foram computados a razão entre o preço e o valor patrimonial (PB), a razão entre o preço e o valor patrimonial ajustada à indústria, o desvio padrão (σ) e o desvio padrão ajustado à indústria. A seguir, foram calculadas as médias de cada uma das variáveis para cada um dos seis grupos. As informações foram obtidas nos Informativos Anuais de 1998 e no Economática. O F crítico para os testes a 5% é de 2,26. * denota significância a 5%.

	Companhias sem acionista controlador	Grupos de companhias com acionista controlador (com número de empresas por grupo): (i) companhias em que o controlador não mantém o controle indiretamente; (ii) o controlador mantém o controle e aumenta sua participação na companhia; (iii) o controlador mantém a mesma participação; (iv) o controlador mantém o controle, mas reduz sua participação no capital total; e (v) não há mudança de controlador e nem da participação indiretamente.					
Variável:	(70)	(i) (53)	(ii) (15)	(iii) (17)	(iv) (36)	(v) (34)	F
Q	0,79	0,92	0,76	0,81	0,98	0,84	1,77
Q Aj.	-0,03	0,01	-0,02	0,02	0,07	-0,02	-0,02
PB	0,66	1,23	0,53	0,65	0,98	0,84	0,53
PB Aj.	-0,13	0,27	-0,25	-0,14	0,06	-0,11	-0,25
σ	0,86	0,85	1,01	0,81	1,00	0,98	1,01
σ Aj.	-0,03	-0,06	0,04	-0,06	0,08	0,09	0,04

Os resultados na Tabela 5 indicam que o Q de Tobin, o Q de Tobin ajustado à indústria, a razão entre preço e valor patrimonial e a razão entre preço e valor patrimonial ajustado à indústria do grupo de companhias com um acionista controlador parecem mais elevados do que em grupos sem uma menor concentração de controle, ainda que as diferenças não sejam estatisticamente diferentes. Este resultado, embora sem força estatística, não favorece a nossa hipótese de que a maior concentração de controle levaria a uma redução do valor da empresa. Entretanto, quando examinamos a diferença entre as médias da categoria em que o controlador indireto diversifica e daquela em que ele concentra o seu controle indireto, verificamos que o valor é maior quando há redução do controle acionário. Este resultado favorece a nossa hipótese. Os resultados para 1996, para todos os grupos, favorecem nossa hipótese, sem significância estatística.

Tabela 5 – Diferenças de Valor entre Pares de Grupos de Controle em 1998

Foi feito um teste de diferença de médias para comparar o Q de Tobin, o Q de Tobin ajustado à indústria, a razão entre preço e valor patrimonial (PB), a razão entre preço e valor patrimonial ajustado à indústria, o desvio padrão e o desvio padrão ajustado entre grupos selecionados de companhias. As informações foram obtidas nos Informativos Anuais de 1998 e do Economática. * denota significância a 5%.

Grupos	Q	Q Aj.	PB	PBAj.	σ	σ Aj.
Sem um acionista majoritário (70)	0,79	-0,03	0,66	-0,13	0,86	-0,03
Com um acionista majoritário (155)	0,89	0,02	0,96	0,04	0,92	0,02
Diferença	-0,10	-0,05	-0,30	-0,17	-0,06	-0,05
Com estrutura indireta (121)	0,90	0,02	0,99	0,09	0,91	-0,01
Mesma composição (34)	0,84	-0,02	0,84	-0,11	0,98	0,09
Diferença	0,06	0,04	0,15	0,20	-0,07	-0,10
Não mantém controle (53)	0,92	0,01	1,23	0,27	0,85	-0,06
Mantém controle (68)	0,89	0,04	0,80	-0,06	0,96	0,04
Diferença	0,03	-0,03	0,43	-0,33	-0,11	-0,10
Diversificação (36)	0,98	0,07	0,98	0,06	1,00	0,08
Concentração (15)	0,76	-0,02	0,53	-0,25	1,01	0,04
Diferença	0,22	0,09	0,45	0,31	-0,01	0,04

8 CONCLUSÃO

O objetivo deste trabalho era analisar a estrutura de controle e seus efeitos na avaliação de empresas brasileiras. Foram analisadas 225 companhias brasileiras listadas na Bovespa que não são controladas pelo governo, para o ano de 1998. Análise similar foi feita para uma amostra de empresas do ano 1996. A amostra incluiu tanto instituições financeiras como não-financeiras e excluiu todas as companhias cujos dados eram incompletos ou não estavam disponíveis.

Conforme relatado por Valadares e Leal (2000) para o ano de 1996, nossos resultados apresentam um elevado grau de concentração de capital votante em 1998. Mesmo nos casos em que não há um acionista controlador, o maior acionista detém uma participação significativa dos direitos sobre voto e a companhia é, geralmente, controlada por seus três maiores credores. É possível observar, também, uma diferença significativa entre a participação no capital votante e no capital total por parte dos grandes acionistas. Concluimos, também, que a utilização de pirâmides como um mecanismo para manutenção de controle a um custo menor, isto é, com um investimento menor no capital total, não é muito comum. Os acionistas controladores brasileiros investem em média muito mais do que o mínimo necessário para manter o controle nas suas companhias. Os percentuais observados do capital votante são mais altos do que o necessário, sugerindo que existam benefícios privados de controle, através da expropriação do acionista minoritário. Por outro lado, a proporção investida pelo controlador no capital total também é mais elevada que o necessário. Neste caso, o efeito seria o oposto, alinhando os objetivos do controlador aos dos acionistas minoritários. De qualquer forma, nossos resultados se assemelham àqueles encontrados por Valadares e Leal (2000) para o ano de 1996. A utilização da estrutura de pirâmides não parece ser um esforço no sentido de evitar a regra de uma ação/um voto, nas companhias brasileiras.

Para investigar se o valor das companhias difere segundo a estrutura de controle utilizada, investigamos se o Q de Tobin e a razão entre preço e valor patrimonial diferem entre seis grupos de empresas, classificadas conforme o seu controle indireto. Também foi analisado o risco de cada empresa segundo esses grupos. Para controlar os efeitos de setores industriais, foram calculadas estas medidas ajustadas para cada setor. Nossa hipótese de trabalho é que, quanto maior a concentração do poder de voto, menor seria o valor das companhias, devido à potencial expropriação dos acionistas minoritários.

Nossa análise sugere que não há diferença significativa na avaliação corporativa das companhias brasileiras nos anos de 1996 e 1998 entre os seis grupos estudados. Embora encontremos valores de mercado menores para categorias em que há mais possibilidade de expropriação do acionista minoritário, não foi possível obter significância estatística. A hipótese de que a maior concentração do poder de voto leva a um valor menor da companhia não pode ser aceita. No entanto, vale a máxima de que uma análise é tão boa quanto as variáveis utilizadas. Trabalhos futuros podem procurar utilizar outras medidas para o valor das empresas e de concentração de controle.

9 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BARCLAY, M.; HOLDERNESS, C. Private benefits from control of public corporations. **Journal of Financial Economics**, v.25, n.2, p. 371-395, Dec.1989.

BURKART, M.; GROMB, D.; PANUNZI, F. Why high takeover premia protect minority shareholders. **Journal of Political Economy**, v.106, n.1, p. 172-204, Feb.1998.

CLAESSENS, S. et al. **Expropriation of minority shareholders in East Asia**. Washington, D. C.: World Bank, 1999. (Working Paper).

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.11, p. 5-50, 1976.

LA PORTA, R. et al. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v.106, n. 4, p. 1113-1155, Aug. 1998.

_____. **Investor protection and corporate valuation**. Massachusetts: NBER, Oct.1999. (Working Paper).

McCONNEL, J.; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. **Journal of Financial Economics**, v.27, n.2, p. 595-612, Oct.1990.

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

_____; STANGELAND, D.; YEUNG, B. **Inherited wealth, corporate control and economic growth**. Alberta: University of Alberta, 1999. (Working Paper).

MORCK, Randall; YEUNG, Bernard; YU, Wayne. The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements?
University of Alberta, New York University and Hong Kong Polytechnic
University working paper, 1999.

PROCIANOY, J.; COMERLATO, G. Proposta de um método para verificação de evidências de transferência de lucro entre empresas similares de capital aberto de um mesmo grupo econômico. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS

PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 18., 1994, Curitiba.
Anais... Curitiba: ANPAD, 1994. p.249-264.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v.52, n.2, p. 737-783, June 1997.

VALADARES, S.; LEAL, R.P.C. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Abante**, v. 3, n. 1, p.29-56, Apr. 2000.

ZINGALES, L. The value of the voting right: a study of the milan stock exchange experience. **Review of Financial Studies**, v.7, n.1, p. 125-148, 1994.