

---

Evolução da Estrutura de Controle das Empresas Brasileiras Listadas  
na BOVESPA 2004 - 2006

Thiago Costa Canellas

Universidade Federal do Rio de Janeiro  
Instituto COPPEAD de Administração

Orientador: Prof. Ricardo P. C. Leal, D.Sc.

Rio de Janeiro

2008

Canellas, Thiago.

Evolução da estrutura de controle das empresas brasileiras listadas na BOVESPA 2004-2006 / Thiago Canellas. – Rio de Janeiro, 2008.

35 : vii.

Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro - UFRJ, Instituto de Pós-Graduação em Administração – COPPEAD, 2008.

Orientador: Ricardo P.C. Leal

1. Governança Corporativa . 2. Empresas listadas na BOVESPA.  
3. Estrutura de Controle. 4. Estrutura de Propriedade - Teses. I.  
Leal, Ricardo P.C. (Orient.).

## **Agradecimentos**

Agradeço acima de tudo aos meus pais, Maria Beatriz e Elpidio, que sempre me apoiaram, servindo de exemplo, inspiração. Esse trabalho é sem dúvida nenhuma deles que estiveram ao meu lado mesmo quando não concordavam com as minhas decisões.

À minha irmã pela paciência, carinho e ajuda nos momentos mais difíceis e pela inspiração que é a cada dia por sua inteligência e doçura.

Ao meu orientador, Ricardo P. C. Leal, sempre solícito e que, além de guiar meus passos com sua inteligência e sabedoria não me deixou esmorecer mesmo nos momentos mais críticos.

À todos os professores do COPPEAD por dividir conosco um pouco de seus conhecimentos e muito da sua genialidade, principalmente aos professores Celso Lemme e Victor Almeida com os quais sempre pude contar para iluminar os meus caminhos pelo COPPEAD.

À todos os funcionários do COPPEAD que são a alma da instituição e fazem de tudo ajudar a todos os alunos. Gostaria de citar algumas pessoas em especial: Cida, Simone, Lucianita, Marinete e Dilze, obrigado por tudo!

Aos grandes amigos feitos no COPPEAD que com inteligência e perspicácia sempre me levaram a dar o meu melhor para estar à sua altura. Obrigado por todo companheirismo e diversão com os quais espero contar por muito tempo.

Aos meus amigos simplesmente por serem as pessoas que são. Agradeço em especial aos grandes amigos e colaboradores Lucas Porto e Rafael Rossini. Mas não posso deixar de citar Manoela, Bruno, Bruno César, Pedro, Diogo e Patrick.

## Resumo

Leal & Carvalho da Silva (2007) apresentam um índice de governança corporativa para empresas brasileiras obtido por meio de 24 questões objetivas que podem ser respondidas de dados secundários e que são divididas em 4 dimensões principais: “Divulgação de Informações”, “Composição e Funcionamento do Conselho”, “Ética e Conflito de Interesses” e “Direitos dos Acionistas”. Durante o processo de atualização desse índice surgiu o mote para o presente estudo. Foi observado que, pela primeira vez, a concentração de controle das empresas brasileiras diminuiu.

Nesse estudo procuramos verificar essa mudança e estudar como ela se deu, ou seja, em que grupo de empresas ela foi mais acentuada. Os resultados encontrados apontam para um aumento na dispersão, principalmente no que diz respeito ao controle direto. O estudo de diferentes agrupamentos das empresas listadas nos permite concluir que a adesão ao Novo Mercado, de fato, influencia na dispersão de controle e propriedade. Além disso, o ano no qual a empresa realizou sua oferta inicial de ações, dividindo a amostra em anteriores e posteriores a 2001, influencia positivamente na dispersão de controle e propriedade. Com relação às características dos diferentes setores econômicos, vimos uma redução, principalmente nos setores de Agro e Pesca, Mineração e Máquinas Industriais, com um aumento no setor de Petróleo e Gás. No caso do agrupamento por tamanho, só foi verificado um aumento significativo da dispersão nas empresas componentes do 3º quartil, ou seja, da 64ª a 124ª maiores empresas listadas em 2006, no entanto notamos uma diferença significativa na concentração de controle direto entre as maiores e as menores empresas, sendo que, conforme o esperado, as primeiras apresentam maior dispersão. Finalmente, em relação à identidade do acionista controlador, o único grupo que apresentou redução clara foi o de empresas cujo maior acionista é estrangeiro. Além disso, as empresas familiares apresentaram uma dispersão significativamente maior dos direitos de fluxo de caixa.

## **Abstract**

Leal & Carvalhal da Silva (2007) presented a corporate governance index for Brazilian companies based on 24 questions that can be objectively answered from publicly available data, divided in 4 main dimensions: disclosure; board composition and functioning; ethics and conflicts of interest; and shareholder's rights". While calculating this index for the year of 2004 the authors observed that, for the first time, the concentration of control in the Brazilian companies have decreased.

The present study aims at verifying this increase in dispersion as well as identifying in which groups of companies it has been more intense. The results confirm the decrease in concentration, especially of direct voting rights. The study in different groups revealed that companies listed in the "Novo Mercado" have more dispersed ownership and voting rights. The year of the IPO also influence positively the dispersion both in voting and cash flow rights, in this case the sample was divided among companies that have made their IPO before and after 2001. Concerning the different economic sector we observed a reduction on the concentration of ownership especially on the Agriculture and Fishing, Mining and Heavy Machinery while the Oil & Gas sector had an increase in the concentration of ownership. Grouping the companies by size we have observed a significant decrease in concentration in companies in the third quartile of the biggest (64<sup>th</sup> to the 124<sup>th</sup> biggest companies), other than that we could observe a significant difference between companies of different sizes, the bigger the company the more dispersed the direct ownership. Finally when comparing companies by the ultimate owner (family owned, investors, foreigners and the government) we found a significant decrease in concentration in companies ultimately owned by foreigners other than that family owned companies presented significantly more dispersed ownership.

# Índice

Introdução.....	8
1. Referencial Teórico .....	10
1.1. Governança Corporativa no Brasil .....	10
1.2. Estrutura de Controle e seus Determinantes.....	13
1.2.1. <i>Estrutura de Controle no Brasil</i> .....	17
1.3. Hipóteses e Resultados Esperados.....	20
2. Dados e Metodologia.....	23
2.1. Metodologia de Cálculo da Participação Indireta .....	25
3. Análise dos Resultados.....	28
4. Conclusão .....	36
5. Referências Bibliográficas.....	38

## Índice de Tabelas

Tabela 1 – Percentual Médio de Participação Direta e Indireta no Capital Votante (Controle) e Total em 2004 e 2006 .....	22
Tabela 2 – Concentração de Propriedade e Controle por Segmento de Listagem na Bovespa .....	23
Tabela 3 – Concentração de Controle e Propriedade por Abertura Pré ou Pós 2001 .....	26
Tabela 4 - Concentração de Controle e Propriedade de Acordo com o Tamanho da Empresa .....	27
Tabela 5 - Concentração de Controle e Propriedade de Acordo com a Identidade do Maior Acionista .....	28
Tabela 6 – Resultados para Teste t de Diferença de Médias de Controle/Propriedade Direto por parte dos 5 Maiores Acionistas em 2006 entre Grupos .....	29

## Índice de Quadros

Quadro 1 – Definições de Governança Corporativa.....	12
Quadro 2 - Critérios para Classificação da Amostra .....	24

## Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Média da Concentração de Controle Direto por parte do Maior Acionista por Setor Econômico (tamanho da amostra no topo de cada coluna).....	31
Gráfico 2 - Média da Concentração de Controle Indireto por parte do Maior Acionista por Setor Econômico (tamanho da amostra no topo de cada coluna).....	31
Gráfico 3 - Média da Concentração de Propriedade Direta por parte do Maior Acionista por Setor Econômico (tamanho da amostra no topo de cada coluna).....	32
Gráfico 4 – Média da Concentração de Propriedade Indireta por parte do Maior Acionista por SetoEconômico (tamanho da amostra no topo de cada coluna) .....	32

## Índice de Figuras

Figura 1 – Exemplo de Utilização de Pirâmide no Brasil .....	11
Figura 2 – Exemplo de Estrutura Acionária Indireta .....	19
Figura 3 – Exemplo de aplicação do Princípio do Elo Mais Fraco .....	19

## **Introdução**

Leal e Carvalhal da Silva (2007) apresentam um índice de governança corporativa para empresas brasileiras obtido por meio de 24 questões objetivas que podem ser respondidas de dados secundários e que são divididas em 4 dimensões principais: “Divulgação de Informações”, “Composição e Funcionamento do Conselho”, “Ética e Conflito de Interesses” e “Direitos dos Acionistas”. Durante o processo de atualização desse índice surgiu o mote para o presente estudo. Foi observado que, pela primeira vez, a concentração de controle das empresas brasileiras diminuiu. Essa dissertação pretende estudar como se deu essa mudança, ou seja, em que grupo de empresas ela foi mais acentuada.

Na maior parte dos países o controle das empresas é concentrado, seja em um único acionista, uma família ou uma instituição, conforme La Porta et alli (1999). Nesse cenário, os conflitos entre acionistas majoritários e minoritários são preponderantes frente ao conflito acionistas – executivos profissionais, mais comum nos EUA, onde as empresas apresentam capital mais pulverizado.

Além da dispersão, ou concentração de controle, existem casos onde há separação entre direito de propriedade e direito de controle. Nesses casos, quanto maior a concentração de controle, maiores serão as possibilidades dos controladores obterem benefícios privados da companhia, à custa dos acionistas minoritários que, sem poder de controle, dependem unicamente do desempenho da empresa para ter benefícios. Nos casos onde essa separação inexistente, os acionistas majoritários tendem a ter interesses 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, conseqüentemente, ao patrimônio dos controladores (Jensen e Meckling, 1976).

Considerando essas variáveis, Shleifer e Vishny (1997) apontam como determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa a estrutura de controle e propriedade e a proteção legal. 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.

A presente dissertação pretende analisar a evolução da estrutura de controle de empresas brasileiras e, quando possível, compará-la com resultados anteriores empregando métodos que permitam tal comparação. A amostra abrange o universo das companhias de capital aberto, incluindo empresas financeiras e não-financeiras. Para essas companhias serão estudadas as estruturas de controle e propriedade nos anos de 2004 e 2006 com o objetivo de traçar uma comparação 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.

A análise está centrada na evolução da estrutura de controle das empresas brasileiras de capital aberto. Essa dissertação, portanto, não tem por objetivo responder se essa evolução na estrutura de controle levou a evoluções de valor ou de diminuição do custo de capital da empresa ou outras hipóteses normalmente relacionadas a um aumento na qualidade da governança corporativa das empresas. Essa dissertação também não tem como objetivo discutir os determinantes da concentração de controle, já apresentados por Silveira (2004) e Silveira et alli (2008).

# 1. Referencial Teórico

## 1.1. Governança Corporativa no Brasil

Quando o controle e a propriedade estão nas mãos das mesmas pessoas como nas corporações norte-americanas do início do século, os custos de agência são irrelevantes, já que não há conflito de interesses entre as partes. Por isso, práticas de governança corporativa ganharam mais importância com a dissociação entre propriedade e controle, típica das modernas corporações. Existem diferentes definições na literatura para o que seja governança corporativa. Algumas delas são apresentadas no quadro 1. Para uma revisão da literatura recente no Brasil veja Leal (2004).

O Brasil pode ser considerado um mercado peculiar em termos de governança corporativa principalmente por questões como a separação das ações em classe com diferentes direitos. Isso se deu pelo advento das ações preferenciais, que possuem maiores direitos sobre o fluxo de caixa da empresa, mas não possuem direito ao controle, e das ações ordinárias com direitos mais restritos aos fluxos de caixa, mas que, por outro lado, possuem o controle da empresa. Segundo Valadares e Leal (2000), 89% das companhias brasileiras listadas na 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.

Nosso mercado de capitais ainda apresenta um grande peso de empresas que eram, até recentemente, estatais e que incorporaram conceitos de governança corporativa do modelo *shareholder* com o intuito de atrair investidores para o processo de privatização, mas que hoje são controladas através de acordos de acionistas, ou seja, têm o controle concentrado. Nesse contexto, onde os principais conflitos estão na relação entre acionistas majoritários e minoritários, as práticas de governança corporativa devem ter seu foco na proteção dos

acionistas minoritários contra a expropriação por parte dos majoritários, conforme Shleifer e Vishny (1997).

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 um modelo geral das empresas brasileiras listadas na bolsa, tendo como características:

- 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 papéis 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.

**Quadro 1 – Definições de Governança Corporativa**

<p>Witherell (1999)</p>	<p>Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas. Sua estrutura especifica a distribuição de direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da empresa, tais como conselho de administração, diretoria, proprietários e outros <i>stakeholders</i>, entre eles, empregados, fornecedores, clientes e a comunidade em geral.</p>
<p>Siffert Filho (1998)</p>	<p>Governança corporativa diz respeito aos sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada empresa ou corporação, de tal modo que os administradores tomem suas decisões sobre a alocação dos recursos de acordo com o interesse dos proprietários.</p>
<p>Nelson (1999)</p>	<p>Um conjunto de ações dos administradores e acionistas com intuito de negociar e determinar como o valor da firma será distribuído.</p>
<p>Lethbridge (1997)</p>	<p>Conjunto de instituições, regulamentos e convenções culturais, que rege a relação entre as administrações das empresas e os acionistas ou outros grupos aos quais as administrações devem prestar contas.</p>
<p>Gilson (2000)</p>	<p>O sistema de governança determina os termos de um contrato de acionistas, onde aos administradores é dada autonomia para gerir os negócios da companhia e os acionistas recebem o lucro resultante das operações da empresa.</p>
<p>Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OECD)</p>	<p>Um bom regime de governança corporativa representa uma forma eficaz de utilização de recursos, sendo que as empresas devem levar em conta não só os interesses dos acionistas, mas também de uma gama maior de <i>stakeholders</i>.</p>
<p>Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)</p>	<p>Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.</p>
<p>Comissão de Valores Mobiliários (CVM)</p>	<p>Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como, investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.</p>

Hoje, depois de receber o grau de investimento, o mercado de capitais brasileiro procura se adequar às regras dos mercados mais modernos com o intuito de diminuir o custo de capital das empresas brasileiras e conseguir financiamento externo, seja pela emissão de ADR e GDR seja pelo investimento direto. Nominalmente, as principais iniciativas nesse sentido são: a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo, a Nova Lei das S.As (Lei 10.303/01) e iniciativas privadas como a atuação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, ABRASCA e outras entidades.

No caso dos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA, as empresas podem aderir voluntariamente, desde que se submetam a determinadas regras que podem ser vistas no sítio da Bovespa na Internet. Em 22/9/2007 havia 40 empresas listadas no Nível 1, 18 no Nível 2 e 82 no Novo Mercado. Carvalho e Pennacchi (2007), estudando a migração das empresas brasileiras para o Novo Mercado, ou algum dos Níveis diferenciados de Governança da BOVESPA, concluíram que a mudança gera retornos positivos das ações, diminuição do prêmio de controle e aumento da liquidez, inclusive para ações previamente listadas na NYSE, e, principalmente, para as ações preferenciais.

### ***1.2. Estrutura de Controle e seus Determinantes***

Segundo Demsetz e Lehn (1985), a estrutura de controle das empresas se forma 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 conseqüências das ações dos controladores que afetam inversamente a dispersão do controle da empresa;

- Eles consideram, ainda, que a regulação afeta diretamente a dispersão de controle já que oferece garantias para os acionistas minoritários.
- Além desses 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 status social e gratificação emocional e por isso favoreceriam a concentração de controle.

Himmelberg et alli (1999), baseando-se em trabalhos anteriores, argumentam que parte da estrutura de controle pode ser explicada por fatores não observáveis, o que eles chamam de heterogeneidade das empresas. Himmelberg et alli empregam essa conclusão para sustentar 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, como veremos a seguir, não podemos considerar apenas fatores externos como determinantes da estrutura de controle.

Estendendo o trabalho de Demsetz e Lehn (1985), Himmelberg et alli (1999) 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. Eles, na verdade, expandem a análise do potencial de interferência do controlador e encontram os mesmos resultados com um poder explicativo maior.

Enquanto Demsetz e Lehn (1985) e Himmelberg et alli (1999) apontam, principalmente, fatores idiossincráticos das empresas como determinantes de sua estrutura de controle, La Porta et alli (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 através 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 listadas. Os autores associaram estas constatações ao 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 et alli (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, ao contrário do que previram Berle e Means (1932), 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.

Segundo a literatura, o principal interesse por trás da 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

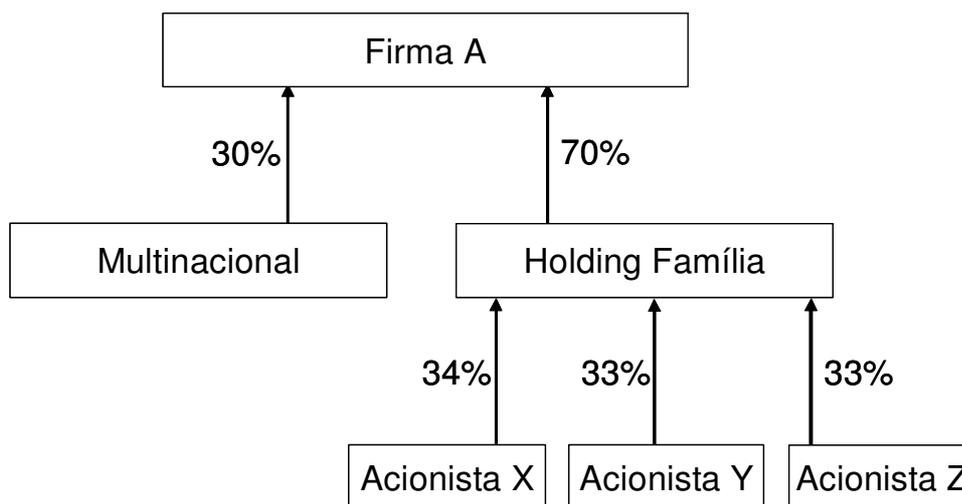
autores, as novas firmas constituídas necessitam de altos investimentos e não possuem um retorno esperado à altura, por isso, os controladores utilizariam os fundos da empresa existente para financiar o novo projeto.

### ***1.2.1. 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 se aproxima 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 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 no caso brasileiro 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, Carvalho 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 Carvalho da Silva (2007) realizaram uma análise 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 respectivamente 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 et alli (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 Efeitos Aleatórios, considerados mais adequados pelos autores.

Silveira et alli (2007), além de encontrarem resultado semelhante para a relação entre o excesso de direito 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, a empresa não precisa cumprir exigências rígidas em termos de suas práticas de governança corporativa.

Silveira et alli (2008), estudando os determinantes da concentração do direito de controle e propriedade das empresas brasileiras de capital aberto, baseando-se nos trabalhos de Demsetz e Lehn (1985) e Himmelberg et alli (1999), não encontraram evidências que sustentassem a influência dos determinantes citados. As exceções foram para as variáveis setoriais e de identidade do acionista controlador, sendo que as empresas dos setores de Comércio e de Petróleo e Gás apresentaram uma estrutura de propriedade mais pulverizada, bem como as empresas estatais e de controle familiar.

### ***1.3. Hipóteses e Resultados Esperados***

O objetivo do presente trabalho é fazer uma análise descritiva da evolução da estrutura de controle das empresas com algumas categorizações básicas e não uma análise dos determinantes da estrutura de controle e propriedade. A primeira hipótese a ser testada nessa dissertação é se houve mudança no grau de concentração de controle das empresas de capital aberto listadas na BOVESPA. Nesse caso, esperamos um resultado positivo, dada a maior preocupação dos mercados brasileiros com questões ligadas à governança corporativa. Nesse caso, sustentam essa expectativa os estudos de Shleifer e Vishny (1997) que concluíram que a estrutura de controle e propriedade é um dos determinantes da qualidade da governança corporativa. Além disso, segundo La Porta et alli (1998), a concentração ocorre quando essa proteção legal é insuficiente, nesse sentido, esperamos que ocorra no Brasil a reversão desse fenômeno à medida que a legislação evolui no sentido da proteção dos acionistas minoritários. Essa expectativa também é apoiada nos resultados obtidos por Silveira et alli (2007).

Além de uma evolução geral da concentração de controle e propriedade o presente estudo também procurará caracterizar essa evolução de acordo com grupos onde esperamos diferentes concentrações de controle e propriedade. Para caracterizar essa evolução estudaremos particularmente algumas variáveis que, de acordo com a literatura, influenciam na determinação do controle e propriedade:

1. ***Empresas que aderiram aos diferentes níveis do Novo Mercado da BOVESPA.***

Esperamos que essas empresas apresentem um maior nível de dispersão do controle uma vez que Shleifer e Vishny (1997) apontam para o fato de que uma maior proteção legal aos acionistas minoritários leva a uma maior dispersão da propriedade, já que o risco de expropriação dos acionistas minoritários por parte dos majoritários é diminuído.

2. ***Empresas divididas por setores econômicos.*** Como destacaram Demsetz e Lehn (1985) e Himmelberg et alli (1999), a estrutura de controle também é determinada por fatores endógenos como a intensidade em capital e investimentos em P&D. Portanto, é esperado que alguns setores apresentem níveis de concentração de controle diferentes.

3. ***Empresas segundo o ano em que realizaram sua Oferta Inicial de Ações.*** Os processos de dispersão de capital não ocorrem instantaneamente em função de mudanças legais ou de visão dos agentes do mercado, portanto, a melhor forma de se ver essa mudança é observar os novos padrões adotados pelas empresas que estão abrindo capital atualmente no país. Levando em consideração dois marcos que ocorreram num espaço de menos de um ano, o lançamento dos níveis diferenciados de governança da BOVESPA em dezembro de 2000 e a reforma da Lei das S.A (Lei 10.303/01) sancionada em 31 de outubro de 2001, decidimos pela definição do ano de 2001 como o divisor em relação à oferta inicial, ou seja, o estudo fará uma diferenciação entre as empresas que realizaram sua oferta inicial antes e depois de 31 de dezembro de 2001.

4. ***Empresas de diferentes portes.*** De acordo com Demsetz e Lehn (1985), as empresas de maior porte tendem a apresentar uma maior dispersão de capital uma vez que, numa visão de gerenciamento de portfólio, qualquer investidor individual que mantivesse grande parte do controle ou propriedade de uma empresa estaria muito exposto ao risco idiossincrático da mesma.
5. ***Identidade do Acionista Controlador.*** Segundo Thomsen e Pedersen (1997), a identidade e a origem do capital dos acionistas majoritários (estrangeiro, familiar, estatal ou institucional) são indicativos de suas estratégias e prioridades e, portanto, influenciará nas práticas de governança corporativa adotadas e na concentração de controle e propriedade. Além disso, Silveira et alli (2008) encontraram evidências de que a identidade do acionista controlador é um determinante da concentração de propriedade, tendo as empresas estatais e familiares apresentado uma dispersão significativamente maior. Nesse sentido e, em consonância com a abordagem de Carvalhal (2002), também utilizaremos esse critério para diferenciar os grupos dentro da amostra. Levando em conta os resultados do estudo mencionado, o esperado é que tenhamos, em relação ao controle, tanto direta quanto indiretamente, os investidores institucionais como os que apresentam maior concentração de controle, enquanto as famílias e as estatais as que possuem menor percentual médio.

## 2. Dados e Metodologia

Emprega-se inicialmente o universo de empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, incluindo empresas financeiras e não-financeiras. 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. O 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 da pesquisa no 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 Carvalho da Silva (2002) e Leal e Carvalho da Silva (2007) que contém dados de 1998, 2000 e 2002. Com essa comparação, pretendemos 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 os estudos são perfeitamente comparáveis uma vez que tomamos o cuidado de utilizar aqui as mesmas metodologias do estudo anterior.

Além da comparação com os trabalhos anteriores, pretendemos apresentar um panorama sobre onde as possíveis mudanças ocorreram, assim, além de fazer a comparação dos números totais, faremos um estudo temporal da evolução das estruturas de controle de determinados grupos da amostra de acordo com as hipóteses apresentadas anteriormente. Os critérios de divisão dos grupos a serem estudados estão explicados no quadro 2.

**Quadro 2 - Critérios para Classificação da Amostra**

<b>Divisão</b>	<b>Critério</b>
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 <i>website</i> da Bolsa de Valores de São Paulo ( <a href="http://www.bovespa.com.br">www.bovespa.com.br</a> ) 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 distinguirmos padrões entre setores, mas não tanta, como no caso do NAICS (North American Industry Classification System) onde muitos dos setores seriam pouco representativos na realidade brasileira.
Oferta Inicial de Ações	Escolhemos 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 Leal e Carvalho da Silva (2007) e Carvalho 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 através 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.

Nesse estudo analisaremos também 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. Estaremos interessados também na estrutura de propriedade da empresa e, principalmente, no excesso de direito de voto por parte do acionista controlador da empresa.

O controle indireto pode se dar de duas formas, com uma estrutura de pirâmide ou como uma estrutura de participações cruzadas. No caso das estruturas de pirâmide, um ou mais acionistas controlam uma empresa, que por sua vez possui ações de outras empresas, essas empresas podem possuir ações de outras empresas, e assim sucessivamente. 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.

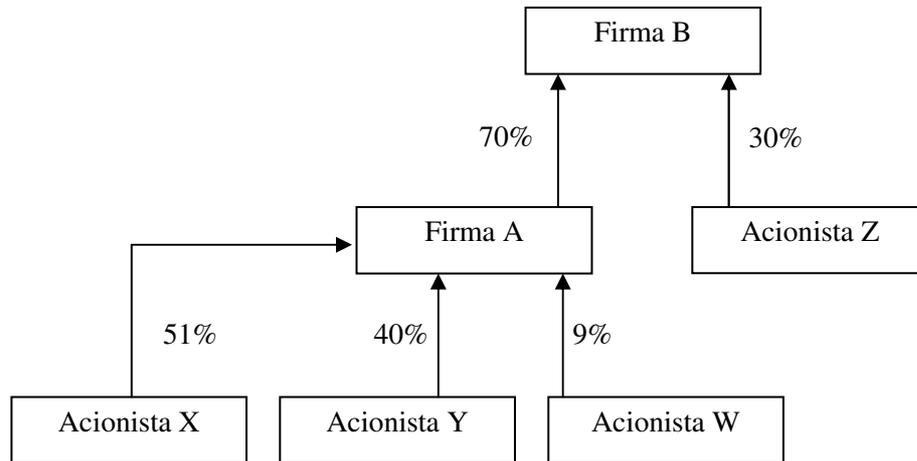
Serão considerados todos os acionistas com mais de 5% do capital votante, já que este é o limite para obrigatoriedade da identificação. Levando em conta os diferentes direitos das ações ordinárias e preferenciais, consideraremos a concentração do capital votante e de capital total, ou seja, a participação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

### ***2.1. Metodologia de Cálculo da Participação Indireta***

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 (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. Ou seja, 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 a literatura nacional, os acionistas X, Y e W possuem

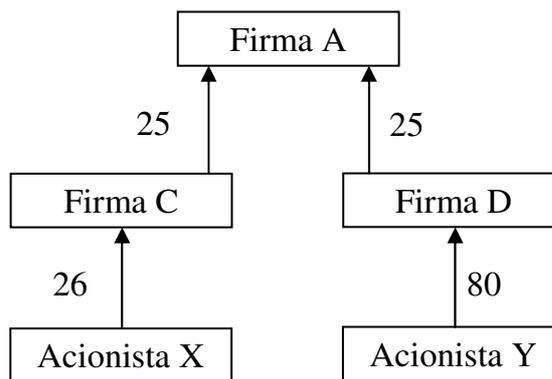
respectivamente 35,70% ( $70\% \times 51\%$ ), 28% ( $70\% \times 40\%$ ) e 6,30% ( $70\% \times 9\%$ ) da empresa B. Vemos que, na prática, esse método subestima o controle exercido pelo acionista majoritário da firma A sobre a firma B.

**Figura 2 – Exemplo de Estrutura Acionária Indireta**



No caso da metodologia comumente utilizada na literatura internacional (Claessens et alli (2000a, 2000b), La Porta et alli (1998, 2000, 2002), 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. Por exemplo, suponha que a empresa A tem como acionistas

as empresas C e D, que possuem 25% cada uma de seu capital, supondo que o maior acionista de C possua 26% da companhia e que o maior acionista de D possua 80% do capital da empresa, ao utilizar o método WLP, consideraríamos que ambos os acionistas finais possuem 25% da empresa A. No entanto, a situação real é bem diferente dessa. Já que, na prática, D possui um acionista controlador que, portanto, controla de fato 25% de A. C, por sua vez, não possui um único acionista que possa exercer o controle sozinho, portanto não se pode dizer que seu maior acionista controle 25% de A.

Essa inconsistência já havia sido apontada por Carvalho da Silva (2002) que, para contorná-la, desenvolveu uma nova metodologia, utilizada nos cálculos do presente estudo, que possui um enfoque mais prático sobre como de fato se dá o controle indireto das companhias ao considerar que, caso exista um acionista com mais de 50% do controle de uma empresa, esse acionista terá a totalidade do controle que essa firma exerce sobre outras. No caso do nosso exemplo, então, o acionista X deteria 70% do controle da firma B, enquanto que Y e W ficariam com 0% e Z continuaria com os 30% de controle. No caso de não haver um acionista majoritário que detenha mais de 50% da firma controladora, os percentuais são calculados como é feito na literatura nacional, ou seja, pela multiplicação dos percentuais de controle. A utilização dessa nova metodologia torna os resultados de estrutura indireta de controle observados completamente comparáveis com o trabalho de Carvalho da Silva (2002).

### **3. Análise dos Resultados**

Podemos ver na tabela 1 a estrutura de controle e propriedade das empresas brasileiras de capital aberto. A tendência observada por Silveira et alli (2007) pode ser confirmada, com uma queda estatisticamente significativa ao nível de 5% e 10% para a concentração dos direitos de voto nas mão dos maiores e 3 maiores acionistas respectivamente. É importante notar que o mesmo não é observado na concentração do controle indireto e de diretos sobre o fluxo do caixa da empresa, o que pode indicar que as empresas estão se adaptando às novas regras e, apesar da convergência entre os direitos 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 (2007), há indícios, não testados estatisticamente, 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 principalmente do maior acionista, que possuía, em média 72% do capital votante e 51% do capital total em 2000, por outro lado a concentração dos direitos sobre o fluxo de caixa dos 3 e dos 5 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) notamos uma reversão da tendência de aumento da concentração, 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	
	2004	2006	2004	2006	2004	2006	2004	2006
<b>Maior Acionista</b>	64,79	58,83 (2,53**)	55,01	52,80 (0,83)	48,45	44,29 (1,83*)	38,93	38,32 (0,20)
<b>Desvio Padrão</b>	18,79	21,75	25,19	26,39	24,61	22,48	26,68	26,20
<b>3 Maiores Acionistas</b>	82,52	76,96 (3,14***)	73,50	70,52 (1,33)	63,63	62,28 (0,66)	53,36	54,70 (-0,67)
<b>Desvio Padrão</b>	18,79	21,75	25,19	26,39	24,61	22,48	26,68	26,20
<b>5 Maiores Acionista</b>	85,87	81,30 (0,40)	78,80	76,27 (0,21)	66,60	67,46 (-0,11)	58,00	60,69 (-0,30)
<b>Desvio Padrão</b>	16,74	19,86	23,48	24,55	24,00	21,33	26,24	24,99

\*\*\*, \*\* e \* correspondem à significância estatística para a diferença de médias entre os anos nos níveis de 1%, 5% e 10% , respectivamente.

Nota: Foram consideradas 271 e 259 empresas em 2004 e 2006 respectivamente.

Na tabela 2, podemos ver que existe uma redução da concentração de controle nas empresas que compõem o Novo Mercado, mas que só é estatisticamente significativa, ao nível de 1%, quanto ao controle direto, mesmo porque temos uma amostra reduzida de empresas. Realizando uma análise comparativa entre os diferentes níveis de governança apresentados, calculando as estatísticas t para as diferenças de média entre os diferentes grupos para o ano de 2006 (valores não apresentados na tabela), vemos que a hipótese de que a adesão ao Novo Mercado leva a uma maior dispersão tanto da propriedade quanto do controle pode ser comprovada, com uma estatística t, de 5,17 e 2,21 para a diferença de médias da concentração de controle e propriedade diretos, respectivamente, para o maior acionista, sendo significativas ao nível de 1% e 5% respectivamente. 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 significativa do nível de 5%).

**Tabela 2 – Concentração de Propriedade e Controle por Segmento de Listagem na Bovespa**

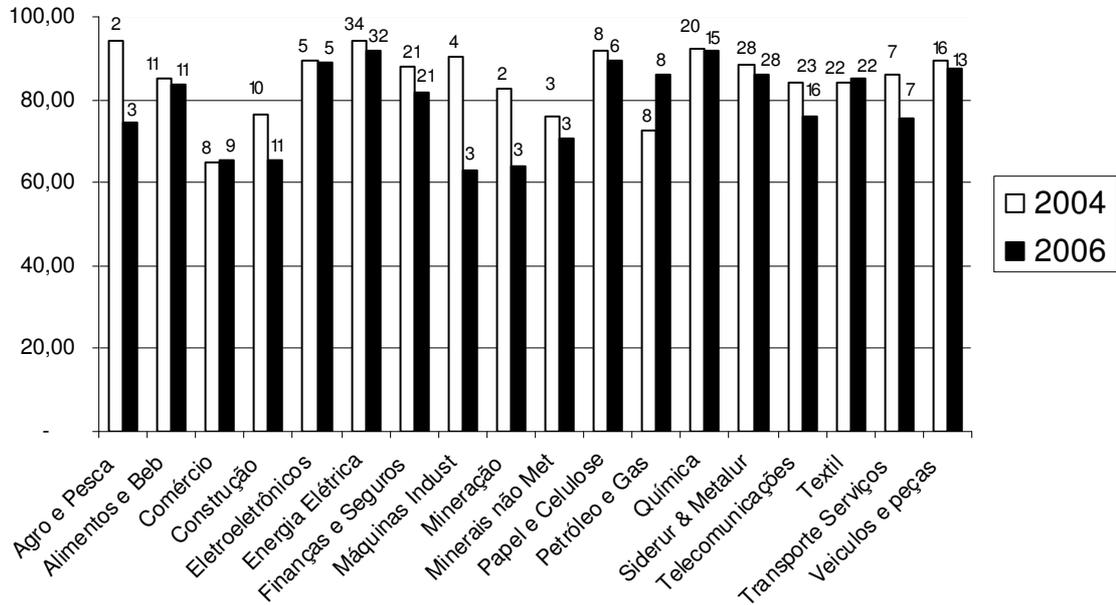
		N		Controle Direto		Controle Indireto		Total Direto		Total Indireto	
		2004	2006	2004	2006	2004	2006	2004	2006	2004	2006
Tradicional	Maior Acionista	215	174	66,77	62,09 (1,74*)	56,64	56,03 (0,19)	51,25	47,69 (1,30)	41,04	40,99 (0,02)
	3 Maiores Acionistas			84,43	80,94 (1,86*)	75,52	74,83 (0,27)	66,74	67,02 (-0,12)	56,44	59,36 (-1,08)
	5 Maiores Acionistas			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 Acionista	30	32	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 Acionistas			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 Acionistas			84,24	85,64 (-0,38)	75,20	76,92 (-0,31)	52,31	54,97 (-0,55)	41,97	44,96 (-0,77)
Nível 2	Maior Acionista	6	10	56,63	66,59 (-0,59)	43,74	49,99 (-0,62)	30,24	40,70 (-0,75)	20,45	28,13 (-1,02)
	3 Maiores Acionistas			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 Acionistas			83,16	86,52 (-0,33)	87,10	87,76 (-0,56)	45,31	58,11 (-1,17)	46,74	53,62 (-0,75)
Novo Mercado	Maior Acionista	19	42	48,40	39,07 (1,33)	42,57	40,36 (0,29)	42,67	38,09 (0,72)	37,01	37,50 (-0,07)
	3 Maiores Acionistas			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 Acionistas			68,07	59,56 (1,48)	59,26	55,21 (0,64)	59,93	58,54 (0,25)	50,81	53,71 (-0,47)

\*\*\*, \*\* e \* correspondem à significância estatística para a diferença de médias entre os anos nos níveis de 1%, 5% e 10% , respectivamente.

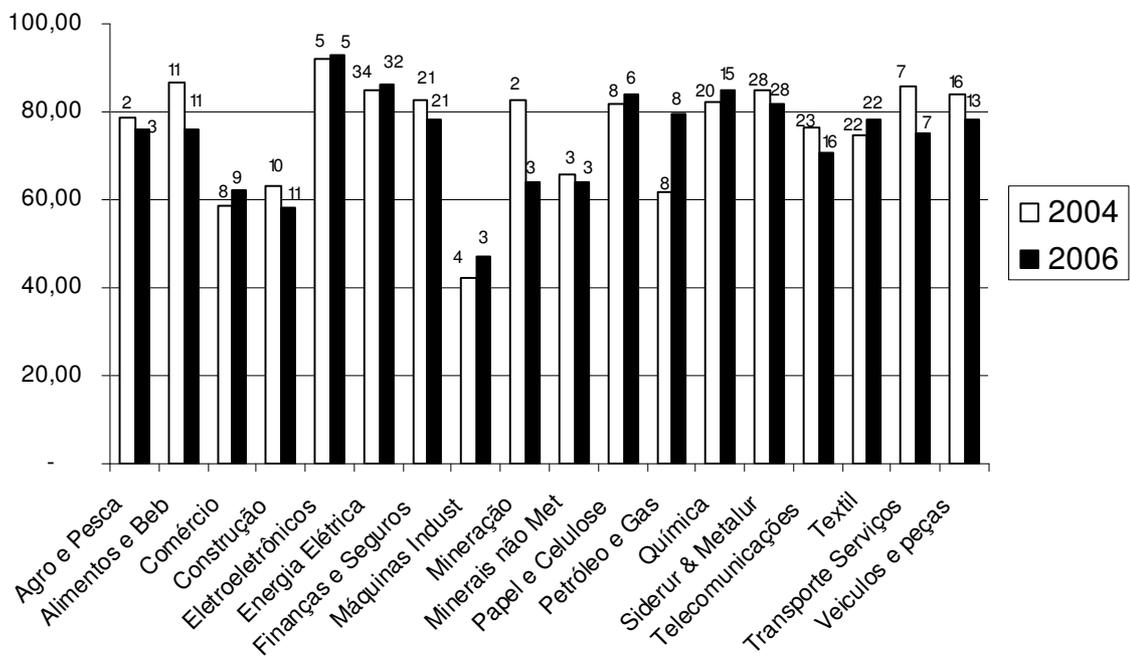
Nos Gráficos 1, 2, 3 e 4, observam-se os dados relativos à evolução da concentração de controle e propriedade por setor econômico. O fato de termos amostras pequenas para cada um dos setores não permite a realização de análises estatísticas, no entanto podemos perceber uma redução nas concentrações de controle e propriedade direta, mais acentuada nos setores de Agro e Pesca e Mineração, e um aumento no sentido da concentração de propriedade indireta de maneira geral e nesses dois setores, juntamente com o de eletrônicos, mais especificamente. No caso dos setores de Agro e Pesca, Mineração e Máquinas Industriais.

Em relação as conclusões de Silveira et alli 2008 sobre a maior dispersão nos setores de Petróleo e Gás e Comércio isso pode ser verificado nos dados de 2004. No entanto, no período analisado os dois setores, principalmente o de Petróleo e Gás, apresentaram um aumento sensível na concentração de controle e propriedade, os fatores que levaram a esse aumento não estão claros.

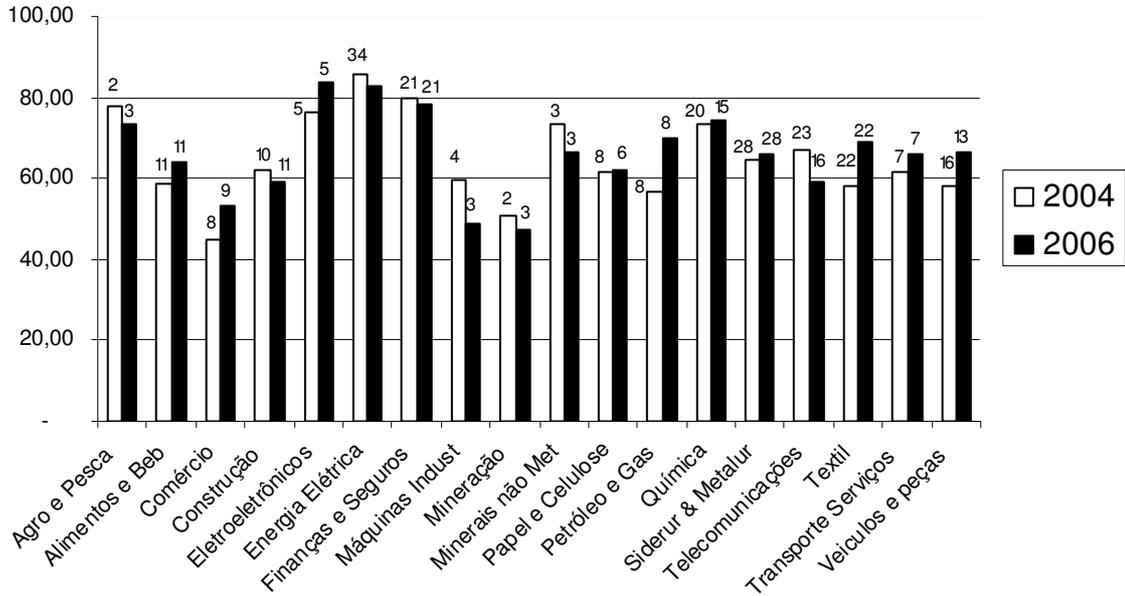
**Gráfico 1 – Média da Concentração de Controle Direto por parte do Maior Acionista por Setor Econômico (tamanho da amostra no topo de cada coluna)**



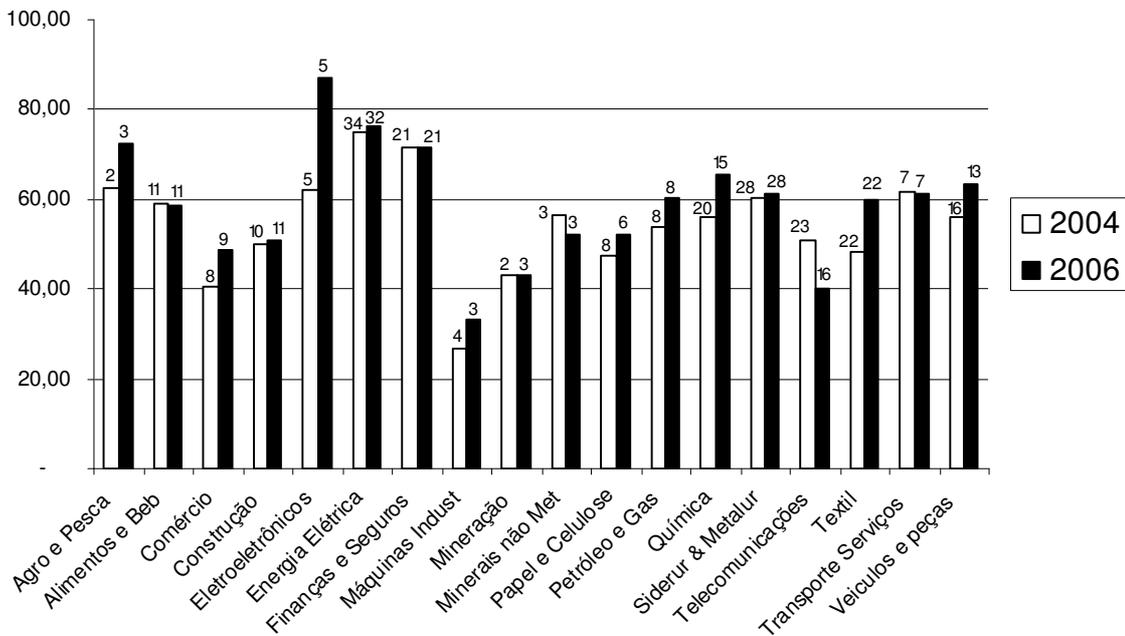
**Gráfico 2 - Média da Concentração de Controle Indireto por parte do Maior Acionista por Setor Econômico (tamanho da amostra no topo de cada coluna)**



**Gráfico 3 - Média da Concentração de Propriedade Direta por parte do Maior Acionista por Setor Econômico (tamanho da amostra no topo de cada coluna)**



**Gráfico 4 - Média da Concentração de Propriedade Indireta por parte do Maior Acionista por SetoEconômico (tamanho da amostra no topo de cada coluna)**



Analisando as características de concentração de controle e propriedade de acordo com a abertura de capital da empresa ter sido feita antes ou depois de 2001, percebemos que, em 2004, esse critério não seria relevante, no entanto, desde então, as empresas que realizaram suas ofertas iniciais após 2001 apresentaram uma evolução muito mais acentuada no sentido da dispersão. Realizando uma análise comparativa entre as empresas que realizaram a oferta inicial de ações antes ou depois de 2001, calculando as estatísticas t para as diferenças de média entre os diferentes grupos para o ano de 2006 (valores não apresentados na tabela) vemos que a diferença entre médias de concentração do controle direto pelo maior acionista é estatisticamente significativa ao nível de 5% (estatística t 2,28), o que não ocorre no caso da propriedade direta (estatística t -0,76). Isso pode ser influência do grande número de ofertas iniciais no período entre 2004 e 2006, como podemos ver pela diferença no número de observações entre estes dois anos. As empresas mais jovens na bolsa podem ter adotado melhores práticas de governança corporativa, influenciando a amostra como um todo. Outra hipótese a ser considerada é o fato de empresas que abriram seu capital após 2001 estarem mais aptas a responder às pressões do mercado por uma melhor governança corporativa e por isso tiveram uma resposta mais rápida. A tabela 4 apresenta esta análise descritiva.

**Tabela 3 – Concentração de Controle e Propriedade por Abertura Pré ou Pós 2001**

	N		Controle Direto		Controle Indireto		Total Direto		Total Indireto		
	2004	2006	2004	2006	2004	2006	2004	2006	2004	2006	
<b>Antes de 2001</b>	255	210	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)
			3 Maiores Acionistas	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)
<b>Depois de 2001</b>	15	48	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)
			3 Maiores Acionistas	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)

\*\*\*, \*\* e \* correspondem à significância estatística para a diferença de médias entre os anos nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Analisando os resultados quando a amostra é dividida de acordo com o tamanho das empresas na tabela 4 vemos que o único grupo que apresentou uma evolução significativa entre 2004-2006 foi o 3º quartil, com relação às concentrações diretas de controle e propriedade, o restante dos grupos não apresentaram evolução nos anos estudados.

Contrariando o que afirmam Demsetz e Lehn (1985), e em linha com os resultados de Silveira et alii (2008) sobre uma maior dispersão tanto do controle quanto da propriedade com o aumento do porte da empresa, a análise comparativa entre as empresas calculando as estatísticas t para as diferenças de média entre os diferentes grupos para o ano de 2006 (valores não apresentados na tabela) mostrou que a diferença entre as médias do controle direto por parte dos maiores acionistas, do 1º e do 4º quartis apresenta significância ao nível de 10%, e a diferença nas médias de concentração da propriedade direta não apresentou mudanças nos anos estudados.

**Tabela 4 - Concentração de Controle e Propriedade de acordo com o Tamanho da Empresa**

	N		Controle Direto		Controle Indireto		Total Direto		Total Indireto		
	2004	2006	2004	2006	2004	2006	2004	2006	2004	2006	
1º quartil (menor)	Maior Acionista	66	61	63,98	58,10 (1,27)	50,29	50,48 (-0,04)	42,34	39,29 (0,82)	30,79	31,35 (-0,16)
	3 Maiores Acionistas			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 Acionistas			87,33	83,97 (1,14)	79,94	79,42 (0,13)	61,97	67,00 (-1,41)	55,12	60,30 (-1,32)
2º quartil	Maior Acionista	66	61	61,08	56,89 (-0,80)	54,05	52,56 (0,27)	45,26	44,07 (0,25)	38,17	39,36 (-0,25)
	3 Maiores Acionistas			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 Acionistas			82,93	83,08 (-0,04)	78,61	79,16 (-0,13)	65,70	70,98 (-1,29)	58,74	64,77 (-1,41)
3º quartil	Maior Acionista	66	60	71,20	61,93 (1,95*)	60,33	53,82 (1,13)	60,24	50,44 (1,89*)	46,70	43,09 (0,63)
	3 Maiores Acionistas			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 Acionistas			90,02	80,53 (3,01****)	80,03	73,33 (1,44)	77,31	69,69 (1,92*)	63,57	62,96 (0,13)
4º quartil (maior)	Maior Acionista	66	63	61,58	57,50 (0,87)	55,03	54,46 (0,11)	45,94	42,86 (0,67)	40,04	39,87 (-0,09)
	3 Maiores Acionistas			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 Acionistas			82,95	78,17 (1,50)	76,57	73,94 (0,27)	62,09	63,32 (-0,29)	55,02	56,62 (-0,48)

\*\*\*, \*\* e \* correspondem à significância estatística para a diferença de médias entre os anos nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Na tabela 5 podemos perceber que a mais significativa redução ocorre na concentração de controle e propriedade diretos por parte das empresas cujo maior acionista é estrangeiro. Não encontramos evidências que sustentem o esperado por Silveira et alli (2008) que constatarem uma dispersão significativamente maior nas empresas estatais, pelo contrário, encontramos, ainda que sem significância estatística, uma maior concentração de controle e propriedade nas empresas estatais. Por outro lado, as empresas familiares apresentaram concentração de propriedade direta significativamente menor.

Comparando os resultados obtidos na tabela 6 aos de Carvalho da Silva (2002), contrariando o estudo do autor, não há evidências de uma maior concentração de controle e propriedade por parte de acionistas institucionais. No tocante à concentração de controle direto, não podemos rejeitar a hipótese de que as médias dos grupos sejam iguais, ou seja, não há diferenciação entre grupos.

**Tabela 5 - Concentração de Controle e Propriedade de Acordo com a Identidade do Maior Acionista**

		N		Controle Direto		Controle Indireto		Total Direto		Total Indireto	
		2004	2006	2004	2006	2004	2006	2004	2006	2004	2006
Governo	Maior Acionista	19	17	79,07	75,52 (0,56)	73,15	75,52 (-0,31)	70,84	62,87 (0,93)	62,14	56,31 (0,66)
	3 Maiores Acionistas			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 Acionistas			89,63	86,33 (0,67)	86,46	85,48 (0,18)	81,21	75,77 (0,78)	74,68	70,01 (0,62)
Estrangeiro	Maior Acionista	59	55	74,04	63,48 (2,41**)	57,14	55,48 (0,27)	59,90	48,61 (2,45**)	45,30	40,83 (0,81)
	3 Maiores Acionistas			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 Acionistas			88,78	82,11 (1,78*)	78,62	79,12 (-0,10)	74,92	70,16 (1,12)	66,67	65,97 (0,14)
Familia	Maior Acionista	97	97	63,12	58,75 (1,10)	41,03	38,84 (0,56)	41,76	41,25 (0,15)	24,22	25,55 (-0,45)
	3 Maiores Acionistas			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 Acionistas			84,51	80,48 (1,56)	75,22	70,36 (1,39)	59,35	63,21 (-1,22)	48,46	51,89 (-1,01)
Institucional	Maior Acionista	43	41	75,00	66,79 (1,35)	56,36	53,09 (0,45)	55,28	50,23 (0,81)	32,97	33,40 (-0,08)
	3 Maiores Acionistas			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 Acionistas			90,64	82,59 (1,97*)	78,77	76,02 (0,47)	69,86	70,49 (-0,13)	52,66	58,51 (-1,29)

\*\*\*, \*\* e \* correspondem à significância estatística para a diferença de médias entre os anos nos níveis de 1%, 5% e 10% , respectivamente.

**Tabela 6 – Resultados para Teste t de Diferença de Médias de Controle/Propriedade Direto por parte dos 5 Maiores Acionistas em 2006 entre Grupos**

Controle/Propriedade	Gov	Estrangeiro	Familiar	Institucional
Gov		0,73	1,18	0,63
Estrangeiro	-0,96		0,47	-0,10
Familiar	-2,58**	-1,9*		-0,55
Institucional	-0,93	0,07	1,94*	

\*\*\*, \*\* e \* correspondem à significância estatística para a diferença de médias entre os anos nos níveis de 1%, 5% e 10% , respectivamente.

## 4. Conclusão

O objetivo principal dessa dissertação era estudar a evolução da estrutura de controle e propriedade das empresas brasileiras listadas na BOVESPA entre 2004 e 2006. Podemos afirmar que houve uma evolução na dispersão, principalmente no que diz respeito ao controle direto.

O estudo de diferentes agrupamentos das empresas listadas nos permite concluir que a adesão ao Novo Mercado, de fato, influencia na dispersão de controle e propriedade.

Além disso, o ano no qual a empresa realizou sua oferta inicial de ações, dividindo a amostra em anteriores e posteriores a 2001, influencia na dispersão de controle e propriedade. As empresas que entraram no mercado depois de 2001 apresentaram uma redução significativa entre 2004 e 2006 na concentração do controle direto, com grande participação nessa evolução das empresas que abriram capital entre 2004 e 2006. Com relação às características dos diferentes setores econômicos, vimos uma redução, principalmente nos setores de Agro e Pesca, Mineração e Máquinas Industriais, com um aumento no setor de Petróleo e Gás. No caso do agrupamento por tamanho, só foi verificado um aumento significativo da dispersão nas empresas componentes do 3º quartil , ou seja, da 64ª a 124ª

maiores empresas listadas em 2006, no entanto notamos uma diferença significativa na concentração de controle direto entre as maiores e as menores empresas, sendo que, conforme o esperado, as primeiras apresentam maior dispersão. Finalmente, em relação à identidade do acionista controlador, o único grupo que apresentou redução clara foi o de empresas cujo maior acionista é estrangeiro. Além disso, as empresas familiares apresentaram uma dispersão significativamente maior dos direitos de fluxo de caixa.

Uma questão importante que deve ser colocada diz respeito à motivação por trás dessa dispersão do controle das empresas brasileiras listadas. No período estudado a bolsa de valores de São Paulo passou por um excelente momento, tanto em termos de valorização quanto de liquidez. Esse bom momento pode ter estimulado os controladores das empresas a dispersar o capital não por uma maior consciência dos controladores em relação à governança corporativa mas, para aproveitar o momento vislumbrando uma possibilidade de lucrar com a dispersão do controle e da propriedade da empresa. Um estudo mais aprofundado sobre as ofertas iniciais e secundárias ocorridas nos últimos anos principalmente sobre a utilização de cláusulas conhecidas como *poison pills* pode apontar se a dispersão do controle é uma mudança rumo à uma melhora de governança corporativa ou se os controladores das empresas brasileira estão apenas se beneficiando do momento para lucrar sem abrir mão do controle de fato.

Outra possibilidade para a continuidade do presente estudo é o aprofundamento seguindo os agrupamentos utilizados empregados que pode trazer conclusões interessantes sobre os motivos pelos quais as mudanças se dão de maneira mais acentuada em determinados grupos. E também um estudo de uma possível relação da evolução observada com a variação no valor de mercado das companhias componentes de cada grupo.

## 5. Referencias Bibliográficas

ALMEIDA, H.; WOLFENZON D. A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups, **The Journal of Finance**, v. 61, n. 6, p. 2637-2680, dezembro 2006

BANZHAF, J.F., Weighted Voting Doesn't Work: A Mathematical Analysis, **Rutgers Law Review** 19, 317-343, 1965.

BEBCHUK, L. **A Rent-protection Theory of Corporate Ownership and Control**, NBER Working paper 7203, 1999;

BECHT, M.; MAYER, C. 2001. Introduction, in **Barca, F.; Becht, M. (org.), The Control of Corporate Europe**. Oxford: Oxford University Press, 2001.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: MacMillan, 1932.

CARVALHAL DA SILVA, A. **A Influência da Estrutura de Controle e Propriedade no Valor, Estrutura de Capital e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras**. Rio de Janeiro, 2002. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração.

CARVALHO, A.; PENNACCHI, G. **Can a Stock Exchange Improve Corporate Behavior? Evidence from Firms' Migration to Premium Listings in Brazil**.

Working Paper. January 2007. Disponível em:

<http://www.business.uiuc.edu/gpennacc/Migration0107.pdf>, consultado em 06 de novembro de 2007.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 81-112, 2000a.

- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.; LANG, L. **Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia**. World Bank Policy Research Paper, n. 2088, Washington, DC, 2000b.
- DEMSETZ, H.; LEHN, K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.
- EDWARDS, J.; WEICHENRIEDER, A.; **How Weak is the Weakest-Link Principle? On the Measurement of Firm Owners' Control Rights**. CESifo Working Paper n° 1255, Category 9: Industrial Organization, August 2004. Disponível em: <  
<http://SSRN.com/abstract=591902>>
- EID JR., W. Custo e Estrutura de Capital: O Comportamento das Empresas Brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 36, n. 4, p. 51-59, 1996.
- FACCIO, M.; LANG, L. The ultimate ownership of Western European Corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 65(3), p. 1345-1388, 2002.
- FRANK, J.; MAYER, C.; ROSSI, S. **The Origination and Evolution of Ownership and Control**. European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper n° 09/2003, January 2003. Disponível em:  
<[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=354381](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=354381)>
- GILSON, D. Transparency, Corporate Governance and Capital Markets. In: **Proceedings of the Latin American Corporate Governance Roundtable**, São Paulo, 2000.
- GOMES, A. Going Public Without Governance: Managerial Reputation Effects, **The Journal of Finance** v.55, n. 2, p. 615–646, abril 2000.

- HIMMELBERG, C.; HUBBARD, R.; PALIA, D. Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance. **Journal of Financial Economics**, v. 53, p. 353-384, 1999.
- 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.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World, **Journal of Finance**, v. 54, p. 471-518, 1999.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and Finance, **Journal of Political Economy** v.106, n. 6, p. 1113 - 1155, 1998
- \_\_\_\_\_. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-28, 2000.
- \_\_\_\_\_. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Finance**, v. 53, n. 3, 2002.
- LEAL, R. P. C. Governance Practices and Corporate Value – A Recent Literature Survey. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 327-337, out/dez, 2004.
- LEAL, R. P. C.; CARVALHAL DA SILVA, A.; VALADARES, S. Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n.1, p. 07-18, 2002.
- LEAL, R. P. C.; CARVALHAL DA SILVA, A. Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile). In Chong, Alberto; Lopez-de-Silanes, Florencio. org., **Investor Protection and Corporate Governance – Firm Level Evidence Across Latin America**, Stanford University Press, p. 213-287, 2007.

LETHBRIDGE, E. Governança Corporativa. **Revista do BNDES**, v. 4, n. 8, p. 209-232, 1997.

NELSON, D. **Essays on corporate governance**. Dissertation submitted to the faculty of the committee on business administration from the University of Arizona, 1999.

SHAPLEY, L.; SHUBIK, M. 'A method for evaluating the distribution of power in a committee system', **American Political Science Review** 48, 787- 792. 1954

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 52, p. 737-783, 1997.

SIFFERT FILHO, N. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, n. 9, junho 1998.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. São Paulo, 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) - Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

\_\_\_\_\_. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho das Empresas no Brasil**. São Paulo, 2004. Tese (Doutorado em Administração) - Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, A.M.; BARROS, L.; FAMÁ, R. Atributos Corporativos e Concentração Acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, p. 51-66, 2008.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. ; SILVEIRA, H. . Determinantes da Concentração do Direito de Controle nas Companhias Abertas Brasileiras. **4o Encontro Brasileiro de Finanças, 2004, Rio de Janeiro, 2004**

- SILVEIRA, A. M.; LEAL, R. P.; CARVALHAL DA SILVA, A.; BARROS L. A. **Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil**, 20 de Junho de 2007 , Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=995764> >
- SIQUEIRA, T. V. Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto, **Revista do BNDES**, 1998.
- THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. **European Ownership Concentration: Causes and Consequences**. Institute of International Economics and Management Working Paper, Copenhagen Business School, 1997.
- VALADARES, S.; LEAL, R. Ownership and Control Structure of Brazilian Companies. **Revista Abante**, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.
- VALADARES, S. **Três ensaios sobre mercado por controle no Brasil**. Rio de Janeiro, 1998. Tese (Doutorado em Economia) - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.
- WITHERELL, W. **The OECD and corporate governance**. Financial Reporting, 1999.