

FACULDADE NOVOS HORIZONTES

Programa de Pós-graduação em Administração

Mestrado

**ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CRIAÇÃO DE VALOR EM
EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Elenice de Lourdes Corrêa

**Belo Horizonte
2013**

Elenice de Lourdes Corrêa

**ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CRIAÇÃO DE VALOR EM
EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada ao programa de Mestrado Acadêmico em Administração da Faculdade Novos Horizontes, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Wendel Alex Castro Silva

Linha de Pesquisa: Tecnologias de Gestão e Competitividade

Área de Concentração: Organização e Estratégia

Belo Horizonte
2013

C823e

Corrêa, Elenice de Lourdes

Estrutura de propriedade e criação de valor em empresas brasileiras de capital aberto. / Elenice de Lourdes Corrêa. – Belo Horizonte: FNH, 2013. 99 f.

Orientador: Prof. Dr. Wendel Alex Castro Silva

Dissertação (mestrado) – Faculdade Novos Horizontes, Programa de Pós-graduação em Administração.

1. Ações (Finanças). 2. Estrutura de propriedade. 3. Governança corporativa. I. Silva, Wendel Alex Castro. II. Faculdade Novos Horizontes, Programa de Pós-graduação em Administração. III. Título.

CDD: 332.6322



Faculdade Novos Horizontes
Mestrado Acadêmico em Administração

**MESTRADO ACADÊMICO EM ADMINISTRAÇÃO
DA FACULDADE NOVOS HORIZONTES**

ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: Organização e Estratégia

MESTRANDO(A): **ELENICE DE LOURDES CORRÊA**

Matrícula: 770462

LINHA DE PESQUISA: TECNOLOGIAS DE GESTÃO E COMPETITIVIDADE

ORIENTADOR(A): Prof. Dr. Wendel Alex Castro Silva

TÍTULO: "**ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CRIAÇÃO DE VALOR EM EMPRESAS
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**"

DATA: 14/05/2013

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Wendel Alex Castro Silva
ORIENTADOR
Faculdade Novos Horizontes

Prof. Dr. Alfredo Alves de Oliveira Melo
Faculdade Novos Horizontes

Prof. Dr. José Antônio de Sousa Neto
Faculdade Pedro Leopoldo

DECLARAÇÃO DE REVISÃO DE DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

Declaro ter procedido à revisão na Dissertação de Mestrado, área de concentração: Organização e estratégia, de autoria de **Elenice de Lourdes Corrêa**, sob a orientação do Prof. Dr. Wendel Alex Castro Silva, apresentada ao Programa de Mestrado Acadêmico em Administração da Faculdade Novos Horizontes, intitulada: "**ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CRIAÇÃO DE VALOR EM EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**", contendo 100 páginas.

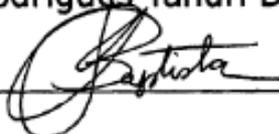
Dados da revisão:

- Ortográfica
- Redação

Belo Horizonte, 22 de abril de 2013.

Prof.(a): Patrícia Rodrigues Tanuri Baptista

Assinatura: _____



A minha família: meus pais e meus irmãos.

AGRADECIMENTOS

A Deus, que me proporcionou saúde, força e perseverança para superar os desafios de um período de Mestrado.

Ao meu professor e orientador, Dr. Wendel Alex Castro Silva, pelo conhecimento transmitido nas orientações, pela atenção, pelo apoio e pelo incentivo dado a este estudo.

Aos membros da banca examinadora do Mestrado, Professor Dr. Alfredo Alves de Oliveira Melo e Professor Dr. José Antônio de Sousa Neto, pelas importantes sugestões oferecidas que contribuíram para o aprimoramento desta Dissertação.

Aos membros da banca de qualificação, professora Dr^a. Aleixina Maria Lopes Andalécio e professor Dr. Alfredo, pelas valiosas observações e sugestões. Aos demais professores desse Programa de Mestrado, pela oportunidade de aprendizado em suas disciplinas, o que contribuiu para meu desenvolvimento acadêmico e permitiu a realização deste estudo.

Ao pessoal da Secretaria de pós-graduação, especialmente, à Beatriz e Wânia, e ao pessoal da Biblioteca, pelo apoio e a habitual atenção no atendimento. Ao Francisco da Silva Oliveira Júnior, pelas contribuições na aplicação e análise dos testes estatísticos.

Aos colegas de Mestrado, pelo companheirismo, respeito e amizade. Aos amigos, amigas e a todos aqueles que me apoiaram e incentivaram, agradeço. Um agradecimento muito especial à Ana Cristina da Silveira, colega de trabalho, pela sua flexibilidade e confiança, o que também me possibilitou realizar este Mestrado.

A minha família, minha mãe, meu pai e meus irmãos, por apoiar-me, incentivar-me e compreender minha ausência durante esse período. Muito obrigada!

RESUMO

Os estudos que vêm sendo realizados no Brasil buscando analisar as relações entre a estrutura de propriedade e a criação de valor nas empresas de capital aberto ainda não apresentam um consenso nas conclusões. Essas empresas no contexto brasileiro têm como característica uma estrutura de propriedade concentrada com elevado controle, caso em que se considera provável que esses acionistas estejam sujeitos a maiores riscos também. Diante do exposto, procurou-se contemplar uma análise da estrutura de propriedade e controle em relação à criação de valor em conjunto com o risco, buscando captar reflexos da crise econômica de 2008 sobre a estrutura de propriedade das empresas e os demais indicadores utilizados no estudo. Nesse sentido, esse estudo teve como objetivo verificar se a estrutura de propriedade influencia na criação de valor e no risco das empresas de capital aberto listadas na Bovespa, analisando uma amostra formada por empresas que apresentaram liquidez anual superior a 0,001%, nos anos de 2005 a 2011. Os dados utilizados foram secundários coletados do sistema de informações Econômica, do tipo série temporal e de corte (*cross-section*). O estudo teve caráter descritivo e abordagem quantitativa. Foram utilizados indicadores que caracterizam estrutura de propriedade, risco, desempenho e criação de valor. As características de controle foram o tamanho da empresa e a liquidez em bolsa. Este estudo compreende a evolução trimestral dos respectivos indicadores no período analisado. Os resultados apontaram uma tendência de queda nas concentrações de controle, de propriedade total e do segundo e terceiro maiores acionistas, em relação aos períodos observados, além de grande dispersão e tendência de queda na concentração de ações preferenciais do maior acionista. O EBITDA apresentou tendência de queda no período. O Lucro operacional em relação ao ativo total apresentou grande instabilidade e tendência de queda. O Q de Tobin demonstrou instabilidade e tendência de crescimento. O valor das empresas em relação ao ativo total teve resultados semelhantes, com leve tendência de crescimento. As medidas de controle, tamanho e liquidez, apresentaram tendência de crescimento. A partir das análises foi possível concluir que a estrutura de propriedade influencia a criação de valor para as empresas estudadas dentro do período avaliado. A estrutura de propriedade não apresentou influência significativa nas variáveis de desempenho. Foi encontrado que o desempenho influencia na criação de valor, sendo a associação significativa com o Q de Tobin. A estrutura de propriedade apresentou associação significativa com a estrutura de capital por meio da concentração de ações preferenciais. Assim, foi aceita a hipótese de que a estrutura de propriedade influencia o risco e que em estruturas mais dispersas o risco é menor. Os resultados obtidos demonstraram ainda que o risco influencia significativamente na criação de valor por meio da estrutura de capital associada significativamente com o Q de Tobin. As variações, tendências e características das medidas de desempenho, risco e criação de valor, observadas nos períodos próximos ao da ocorrência da crise, são indícios de que esses indicadores tenham sido afetados pela crise global de 2008.

Palavras chave: Estrutura de Propriedade. Criação de Valor. Risco. Teoria da Agência. Governança Corporativa.

ABSTRACT

Studies carried out in Brazil, which try to analyze the relationship between ownership structure and value creation in joint-stock companies, still do not have a consensus on their findings. In the Brazilian context, these companies have, as a main characteristic, a concentrated ownership structure with high control. In this situation, its shareholders are likely to be subjected to greater risks as well. Given the above, we focus on an analysis of the ownership structure and control in relation to the value creation together with the risk, and the results of the economic crisis of 2008 over the ownership structure of companies and the other indicators used in this study. In this sense, this study aimed to verify if the ownership structure has influences over value creation and risk in the joint-stock companies listed on the São Paulo Stock Exchange (Bovespa). It was used a sample made up of companies that have submitted annual liquidity exceeding 0,001%, during the period of 2005-2011. These data used were secondary and were collected from the Economática information system. They were time series and cross section and it was a descriptive study with a quantitative approach. We used indicators which characterize ownership structure, risk, performance, and value creation. The control characteristics were the company's size and liquidity on the stock exchange. This study includes the quarterly evolution of the respective indicators in the analyzed period. The results showed a downward trend in the concentrations of total ownership and control as well as of the second and third largest shareholders, during the periods observed. In addition, it was observed a high scattering and downward trend in the concentration of preferred shares of the largest shareholder. The EBITDA showed downward trend during the period. Operating profit in relation to total assets presented a big instability and tendency to fall. Tobin's Q showed instability and growth trend. The companies' value in relation to total assets had similar results, with slight growth trend. The measures of control, liquidity and size showed growth trend. From the analysis, it was possible to conclude that the ownership structure influences value creation for those companies studied within those years. The ownership structure did not have a significant influence over the performance. The companies' performance influences value creation, with significant association between the Tobin's Q. The ownership structure has significant association with the capital structure through preferred shares concentration. Thus, it was accepted that the ownership structure influences the risk and in more scattered structures the risk is smaller. The obtained results demonstrated that risk influences significantly the value creation through capital structure significantly associated with Tobin's Q. Variations, trends and characteristics of measures of performance, risk and value creation, which were observed in the periods close to the time when crisis occurred, are evidences that these indicators have been affected by the global crisis of 2008.

Key words: Ownership Structure. Value Creation. Risk. Agency Theory. Corporate Governance.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

QUADRO 1 – Descrição das variáveis de estudo	43
FIGURA 1 – Esquema do modelo de estudo	50
FIGURA 2 – Evolução da concentração de controle	55
FIGURA 3 – Evolução da concentração de ações preferenciais.....	56
FIGURA 4 – Evolução da concentração de propriedade total.....	57
FIGURA 5 – Evolução do excesso de votos do acionista controlador.....	58
FIGURA 6 – Evolução do percentual de ações ordinárias do 2º e 3º maiores acionistas	59
FIGURA 7 – Evolução do lucro operacional em relação ao ativo total	60
FIGURA 8 – Evolução do EBITDA	61
FIGURA 9 – Evolução da estrutura de capital.....	62
FIGURA 10 – Evolução do grau de endividamento.....	62
FIGURA 11 – Evolução da variabilidade da receita	63
FIGURA 12 – Evolução do beta	64
FIGURA 13 – Evolução do Q de Tobin	65
FIGURA 14 – Evolução do valor das empresas em relação ao ativo total	66
FIGURA 15 – Evolução do tamanho das empresas.....	67
FIGURA 16 – Evolução da liquidez das empresas.....	68

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Distribuição das Empresas segundo setor de atividade	52
TABELA 2 – Regressão linear para o Q de Tobin em relação à estrutura de propriedade	69
TABELA 3 – Regressão linear para o valor da empresa dividido pelo ativo total em relação à estrutura de propriedade	70
TABELA 4 – Regressão linear para o lucro operacional dividido pelo ativo total em relação à estrutura de propriedade.	72
TABELA 5 – Regressão linear para o EBITDA em relação à estrutura de propriedade	73
TABELA 6 – Regressão linear para o Q de Tobin em relação ao desempenho	74
TABELA 7 – Regressão linear para o valor da empresa dividido pelo ativo total em relação ao desempenho	74
TABELA 8 – Regressão linear para a estrutura de capital em relação à estrutura de propriedade	76
TABELA 9 – Regressão linear para o grau de endividamento em relação à estrutura de propriedade	77
TABELA 10 – Regressão linear para a variabilidade da receita em relação à estrutura de propriedade	77
TABELA 11 – Regressão linear para o beta em relação à estrutura de propriedade	78
TABELA 12 – Regressão linear para o Q de Tobin em relação às variáveis de risco	79
TABELA 13 – Regressão linear para o valor da empresa dividido pelo ativo total em relação às variáveis de risco	80
TABELA 14 – Comparação dos índices entre 2005 e 2007 versus 2008 a 2011	82
TABELA 15 – Comparação dos índices entre 2005 e 2009 versus 2010 a 2011	83
TABELA 16 – Resumo dos resultados obtidos a partir das hipóteses levantadas	85

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 Problema.....	14
1.2 Objetivos.....	16
1.3 Justificativa.....	16
2 REFERENCIAL TEÓRICO	18
2.1 Teoria da agência	18
2.2 Governança corporativa	20
2.2.1 Mecanismos de governança corporativa	23
2.2.2 Modelos de governança corporativa	26
2.2.3 Práticas de governança corporativa.....	27
2.3 Estrutura de propriedade.....	28
2.3.1 Estrutura de propriedade no Brasil	29
2.3.2 Capital votante.....	32
2.4 Criação de valor	32
2.5 Risco.....	34
2.6 Revisão da literatura recente	37
3 METODOLOGIA	41
3.1 Caracterização da pesquisa	41
3.2 Caracterização dos dados	42
3.3 Variáveis de estudo.....	43
3.3.1 Variáveis independentes	44
3.3.1.1 Estrutura de propriedade.....	44
3.3.1.2 Desempenho	45
3.3.1.3 Risco.....	46
3.3.2 Variáveis dependentes.....	48
3.3.2.1 Criação de valor	48
3.3.3 Variáveis de controle	49
3.4 Modelo teórico.....	50
3.5 Hipóteses do estudo	51

3.6 Coleta de dados.....	52
3.7 Metodologia de análise.....	53
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS	55
4.1 Estatísticas descritivas da amostra.....	55
4.2 Avaliação das hipóteses.....	68
4.3 Validação dos modelos.....	81
4.4 Comparação entre períodos de convergência das normas contábeis.....	81
4.5 Discussão dos resultados	85
5 CONCLUSÕES	88
5.1 Limitações do estudo.....	91
5.2 Sugestão para novos estudos	91
REFERÊNCIAS.....	92

1 INTRODUÇÃO

A ocorrência de escândalos financeiros em corporações nos Estados Unidos, Itália e Reino Unido, nos anos 80 e 90, culminando com os casos da Enron e WorldCom no início dos anos 2000, alertou para a necessidade de se adotarem novas medidas de controle e transparência no ambiente das empresas. Foi a partir desses acontecimentos que se intensificou nas grandes empresas a busca concreta pela implementação de boas práticas de governança corporativa (OLIVEIRA *et al.*, 2011).

A discussão relacionada ao tema governança corporativa, que abrange questões específicas da estrutura de propriedade, não é recente, já existe desde o debate sobre a separação entre propriedade e controle nas empresas de capital aberto, assunto introduzido em 1932 por Berle e Means Berle e, posteriormente, retomado por Jensen e Meckling, em 1976. Estudando empresas americanas, Berle e Means (1932) identificaram uma situação de divergência de interesse entre investidores e gerentes. Eles observaram que o desenvolvimento tecnológico propiciou um crescimento das empresas em grande escala, fato este que dificultou o gerenciamento dessas grandes corporações pelos seus proprietários. Nessa nova constituição organizacional, a propriedade permaneceu com o acionista e o controle passou a ser de responsabilidade dos gestores (BERLE; MEANS¹, 1932 citado por MELEGA, 2011).

Essa problemática analisada por Berle e Means em 1932 foi rerepresentada por Jensen e Meckling (1976) com a Teoria da Agência. Estes últimos trataram a relação entre acionista e administrador como uma relação de agência que descreveram como “um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (o principal) envolve outra pessoa (o agente) para executar algum serviço em seu favor, implicando em delegar alguma autoridade de tomada de decisão para o agente” (JENSEN; MECKLING, 1976, p.5). Além disso, o referido estudo contribuiu para as definições da teoria de estrutura de propriedade e dos custos de agência e apresentou ainda uma nova definição para firma, a qual se constituiria em um conjunto de contratos que regulam o relacionamento da empresa com os diversos públicos.

¹ BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C.. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.

A partir da separação entre propriedade e controle, percebeu-se o aparecimento de divergências de interesse entre os acionistas e os administradores, as quais Jensen e Meckling (1976) definiram como problemas de agência. Os conflitos eram identificados na situação em que um administrador (agente), cuja função tinha como objetivo maximizar a riqueza do acionista (principal), passava a agir de maneira contrária a esse objetivo, buscando a maximização de seus próprios interesses e, conseqüentemente, diminuindo valores do acionista. Jensen e Meckling (1976) consideram que a separação entre propriedade e controle seja a principal causa dos problemas de agência.

O tipo de conflito levantado por Berle e Means (1932), também discutido por Jensen e Meckling (1976), envolvendo administradores e acionistas, foi observado em empresas em que a estrutura de propriedade é mais pulverizada com a presença de vários acionistas. Entretanto, La Porta *et al.* (1998) apontaram outro enfoque do conflito de agência que ocorre em empresas com estruturas de propriedades mais concentradas, nas quais existem grandes acionistas e em pouco número, detendo um volume elevado de ações. Nessas estruturas, os conflitos acontecem entre acionistas controladores e minoritários, uma vez que o controlador, devido ao seu poder de controle, tem a possibilidade de expropriar valor dos acionistas minoritários.

As medidas para solucionar os conflitos decorrentes da relação entre propriedade e controle são da esfera da governança corporativa que reaparece e ganha destaque no ambiente das empresas com o objetivo de resolver os problemas de agência. Silveira (2002) define governança corporativa como um conjunto de mecanismos de incentivo e controle cujo objetivo é harmonizar a relação entre acionistas e gestores pela redução dos custos de agência, numa situação de separação da propriedade e do controle. Essas ações buscam atingir todos os envolvidos com a empresa, empregados, fornecedores, clientes, credores e outros.

As medidas adotadas pela governança corporativa são denominadas práticas de governança corporativa, cuja compreensão deve passar pelo entendimento do problema de agência e de como administrá-lo (SILVEIRA, 2002). Estudos nacionais e internacionais, como os de Carvalho (2003), Silveira (2004), Marcon e Souza

(2007), Menezes (2009), La Porta *et al.* (1997), além de outros, apontam que as empresas que adotam boas práticas de governança corporativa têm, como consequência, não só o aprimoramento do relacionamento com os acionistas e outros envolvidos (os *stakeholders*), mas também a oportunidade de conseguirem agregar valor à sua imagem institucional e obter maior crescimento econômico.

No Brasil, a adoção de boas práticas de governança corporativa foi intensificada a partir da última década, estimulada, sobretudo, pela abertura da economia no país, pelo aumento de investimentos estrangeiros, pelas privatizações de empresas estatais e pelo crescente número de empresas brasileiras com acesso aos mercados internacionais (CARVALHAL-DA-SILVA, 2002; MELEGA, 2011). Nesse mesmo período, houve iniciativas por parte de agentes do mercado que promoveram mudanças legais e institucionais de incentivo à adoção de boas práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras, entre as quais se destacam: a reestruturação da Lei das Sociedades por Ações por meio da nova Lei 10.303/2001, a criação do código de boas práticas de governança corporativa pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), as recomendações por parte da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em relação ao assunto e a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo, a Bovespa (MENEZES, 2009; MELEGA, 2011).

Entre as práticas ou mecanismos instituídos pela governança corporativa, tem-se a estrutura de propriedade utilizada como um mecanismo interno de proteção, cuja finalidade é alinhar os interesses dos gestores com os objetivos dos administradores por meio da posse de ações concedida aos gestores (MELEGA, 2011). Shleifer e Vishny (1997) argumentam que a estrutura de controle e propriedade, juntamente com a proteção legal, são importantes determinantes da governança corporativa. Na mesma perspectiva, Silveira (2004) ressalta que, entre os mecanismos de governança corporativa, a estrutura de propriedade com destaque para a concentração acionária, consiste em um dos principais mecanismos com impacto no desempenho das empresas. Para Carvalhal-da-Silva (2002) a análise da governança corporativa pode ser centrada na estrutura de propriedade e controle das empresas, dada a intensa ligação desta com as demais esferas de abrangência

da governança, tais como o conselho de administração, a gestão, a auditoria independente, o conselho fiscal e as condutas de interesse.

A estrutura de propriedade ou o grau de concentração acionária das empresas implica diretamente na sua estrutura de governança corporativa (MENEZES, 2009), portanto, são assuntos cujas discussões estão intrinsecamente relacionadas.

No Brasil, a estrutura de propriedade é do tipo concentrada com a posse de ações distribuída entre poucos acionistas. As considerações a respeito do excesso de concentração de propriedade ressaltam a possibilidade de dois efeitos: o entrincheiramento e o alinhamento. Nas empresas com poucos acionistas, normalmente, alguns têm grande influência na administração, devido à alta concentração do capital votante (DALMACIO; CORRAR, 2007). Tal fato possibilita maior expropriação dos acionistas minoritários por parte dos controladores – efeito entrincheiramento. Por outro lado, um acionista que detém grande parcela da empresa terá o interesse de garantir que seu investimento traga-lhe retornos positivos. Assim, o acionista controlador tende a monitorar melhor a gestão. Tal fato possibilita controlar expropriações por parte dos gestores e reduzir os custos de agência – é o efeito alinhamento. (CLAESSENS *et al.*, 2002).

Na perspectiva de Jensen e Meckling (1976), a alta concentração de propriedade é positiva para a avaliação das empresas, pois os acionistas controladores monitoram melhor os gestores da empresa. Para Shleifer e Vishny (1986), só o fato de poder monitorar os gestores, o que resolve parcialmente os conflitos de interesses, já proporciona um aumento no valor da firma, pela mudança da política corporativa.

1.1 Problema

Os estudos que vêm sendo realizados buscando verificar a influência da estrutura de propriedade na criação de valor e no desempenho financeiro das empresas (OKIMURA, 2003; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; DAMI *et al.*, 2008; MENEZES, 2009) ainda não apresentaram um consenso nas conclusões a respeito da relação entre essas variáveis. Os métodos estatísticos utilizados nessas

pesquisas são variados, tais como: mínimos quadrados, efeitos fixos e aleatórios, modelos de regressão e outros, e os resultados divergem. Algumas constatações que não existe relação significativa, outras apontam relações positivas. Novos estudos já indicaram a possibilidade de uma influência parcial da estrutura de propriedade na criação de valor (SAITO; SILVEIRA, 2008) e no desempenho (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; SAITO; SILVEIRA, 2008), o que instiga os pesquisadores para novos testes. O estudo de Menezes (2009), analisando o período de 2003 a 2008, não encontrou alterações significativas no desempenho das empresas em relação aos estudos anteriores, mas apontou para um aumento na percepção de valor pelo mercado em função da adoção de boas práticas de governança corporativa intensificadas naquele período. Considerando a não homogeneidade dos resultados, as discussões sobre o assunto permanecem inconclusivas.

Em 2008, o mundo presenciou uma crise desencadeada nos EUA que provocou sérias restrições à liquidez em instituições bancárias e instabilidade nas bolsas de valores no mundo inteiro. A crise atingiu o mercado como um todo, cenário esse que pode ter repercutido também na estrutura de propriedade das empresas, inclusive no Brasil.

Diante do que foi exposto, este estudo procurou dar continuidade a estudos anteriores (OKIMURA, 2003; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; DAMI *et al.*, 2008; MENEZES, 2009) analisando o período de 2005 a 2011, incluindo períodos ainda não estudados, buscando também captar os reflexos da crise de 2008 na estrutura de propriedade das empresas. Nesse sentido, definiu-se a pergunta norteadora do estudo:

A estrutura de propriedade influencia significativamente a criação de valor nas empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bovespa?

Percebeu-se também que poucos estudos associaram o estudo da estrutura de propriedade em relação ao desempenho e criação de valor em conjunto com o risco, principalmente abordando os efeitos da crise global de 2008. Em estruturas de propriedade concentradas como a predominante no Brasil, nas quais um número restrito de acionistas detém a maioria das ações da empresa, pressupõe-se que eles

estão sujeitos a riscos maiores. Lameira *et al.* (2008) encontraram evidências de relação entre estrutura de propriedade menos concentrada com menores riscos. Assim sendo, com a finalidade de cooperar com as discussões e debates sobre o assunto, achou-se pertinente incluir neste estudo, uma análise da relação entre excesso de propriedade e risco, definindo-se mais uma pergunta norteadora do estudo:

A estrutura de propriedade influencia significativamente o risco nas empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bovespa?

1.2 Objetivos

O objetivo deste estudo foi testar se a estrutura de propriedade influencia na criação de valor e no risco das empresas, analisando uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto não financeiras listadas na Bovespa, que apresentaram liquidez anual superior a 0,001% entre os anos de 2005 a 2011. O estudo buscou também identificar os reflexos da crise econômica mundial de 2008 na estrutura dessas empresas. Por isso optou-se por analisar o período de 2005 a 2011, captando três anos antes e três anos depois da referida crise, além do período de sua ocorrência.

1.3 Justificativa

A compreensão da estrutura de propriedade e dos níveis de controle acionário, num primeiro momento, é um assunto de interesse para as empresas que negociam ações, para os acionistas, para os futuros investidores e para todo o público envolvido com a empresa, os *stakeholders*. Carvalhal-da-Silva (2002) destaca que a estrutura de propriedade e controle acionário influencia diretamente a eficiência do mercado por controle corporativo, pois demonstra o grau de diversificação de risco dos acionistas e sinaliza a existência de um potencial problema de agência, entre administradores e acionistas ou entre acionista e controlador minoritário, sendo, portanto, de grande importância a compreensão de tal problema.

Percebe-se, nos estudos da área de finanças dos últimos anos, que os pesquisadores têm demonstrado interesse pelo tema estrutura de propriedade

(OKIMURA, 2003; DAMALCIO; CORRAR, 2007; MARCON; SOUZA, 2007; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2008; DAMI *et al.*, 2008; MENEZES, 2009). Entretanto, dada a sua relevância, o assunto tem sido pouco explorado, principalmente no Brasil, onde a abordagem é bastante recente e os estudos na área são considerados muito escassos ainda. Segundo Silveira (2004), faltam fundamentações e evidências empíricas para se chegar a um consenso sobre o assunto. O tema é de grande importância e interesse, com espaço relevante, tanto no meio acadêmico, como no empresarial. Além disso, envolve questões específicas da abrangente dimensão da governança corporativa e da teoria da agência.

Ainda nesse contexto, destaca-se a recente mobilização do mercado brasileiro voltado para a governança corporativa das empresas, em que agentes, como o IBGC e a Bovespa, passaram a discutir aspectos relevantes do mercado de capitais. Tais fatos demonstram que o estudo da estrutura de propriedade das empresas e a análise dos seus efeitos se fazem necessários dentro da realidade brasileira (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007).

Este estudo está estruturado da seguinte maneira: O Capítulo 1, no qual é apresentada a Introdução; o Capítulo 2 é dedicado ao Referencial Teórico que aborda fundamentos da teoria da agência, governança corporativa, estrutura de propriedade e uma revisão de alguns estudos recentes relacionados com o tema do estudo; no Capítulo 3, é descrita a Metodologia assumida na pesquisa; o Capítulo 4 apresenta a análise dos dados e a discussão dos resultados; no capítulo 5, estão as conclusões do estudo e, na sequência, são apresentadas as referências.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo apresenta os principais assuntos abordados para o desenvolvimento da pesquisa, como: teoria da agência, governança corporativa, estrutura de propriedade, criação de valor e risco, finalizando com uma revisão de alguns estudos similares relacionados como o tema deste trabalho.

2.1 Teoria da agência

As discussões no âmbito da governança corporativa caracterizadas como problemas de agência são decorrentes das relações de conflito entre gestores e acionistas envolvendo a expropriação da riqueza por parte dos gestores, que, ao invés de promoverem a maximização da riqueza para os acionistas, tomavam decisões voltadas para beneficiar interesses próprios. Com a intensificação desses conflitos, as práticas de governança corporativa precisaram ser aprimoradas, e sua compreensão, de acordo com Silveira (2002), deve passar pelo entendimento do problema de agência e de como administrá-lo.

O estudo de Jensen e Meckling (1976) é considerado um marco introdutório das pesquisas em governança corporativa, a partir do qual outros estudos empíricos se desenvolveram com abordagens diversas e complementares. O trabalho desses autores contribuiu para a definição das teorias: (1) da estrutura de propriedade, (2) dos custos de agência e (3) para o desenvolvimento de uma nova definição da firma, que definiram como sendo um conjunto de contratos que regulam o relacionamento da empresa com os diversos públicos. Os autores formalizaram a teoria da agência e definiram a relação de agência como um “contrato pelo qual uma ou mais pessoas (o principal) envolvem outra pessoa (o agente) para executar algum serviço em seu favor, implicando em delegar alguma autoridade de tomada de decisão para o agente” (JENSEN; MECKLING, 1976, p.5).

O problema de agência existe quando os interesses do agente e do principal não estão alinhados. Para esses autores, a separação entre propriedade e controle é a causa dos conflitos de agência, e argumentam que, sendo ambas as partes, agente

e principal (gestor e acionista), maximizadores de utilidade, há boas razões para acreditar que o agente não agirá sempre em função do melhor interesse do principal. Tal argumentação pode ser entendida com base em outro estudo de Jensen e Meckling (1994) sobre os aspectos da natureza do comportamento humano. Nesse estudo, os autores ressaltam a questão das diferenças e interesses individuais e revelam que as pessoas estão dispostas a fazer a melhor combinação que resulte em vantagens para si mesmas. Portanto, naturalmente, não é de se esperar que o ser humano tenha disposição para maximizar interesses que não sejam os seus.

Como medida para limitar as divergências, o acionista pode monitorar o gestor ou oferecer-lhe incentivos adequados como meio para alinhar seus interesses. Entretanto, os mecanismos para resolver o problema de agência incorrem em custos para os acionistas, os custos de agência que, segundo Jensen e Meckling (1976), são formados pela soma dos gastos com: elaboração dos contratos entre o principal e o agente; ações de monitoramento das atividades dos agentes, como elaboração de relatórios, sistemas de informação e divulgação; e gastos realizados pelos próprios agentes para promover a transparência de informações entre ele e o principal e reduzir suas perdas residuais, isto é, a redução de riqueza.

Para Jensen e Meckling (1976), em geral, é impossível que o acionista, sem nenhum custo, garanta que o agente tome as melhores decisões em seu favor. Os custos de agência surgem em qualquer situação que envolva esforço cooperativo (coparticipativo) entre duas ou mais pessoas, ainda que não esteja clara a relação principal-agente. Okimura (2003) acrescenta que todas as atividades sociais e econômicas, de produção de bens ou serviços, são realizadas por diferentes tipos de organizações, como empresas privadas, sociedades, fundações sem fins lucrativos e outras, fato que faz com que a competição por sobrevivência se torne uma questão inerente a qualquer atividade. Sendo assim, controlar os problemas de agência, que sempre acarretam mais custos, seria um fator importante à sobrevivência das organizações.

Uma medida de ação cuidadosa em torno dos conflitos de agência apontada por Jensen e Meckling (1976) são os contratos, nos quais os proprietários podem

estabelecer cláusulas restritivas, tendo como objetivo reduzir as possibilidades de expropriação e outras ações divergentes por parte dos gestores.

Essa proposta da relação contratual foi tratada por Coase (1937), Jensen e Meckling (1976), Fama e Jensen (1983), Shleifer e Vishny (1997) e Jensen (2001). Segundo Fama e Jensen (1983, p.302), “uma organização é o nexos de contratos, escritos e não escritos, entre os proprietários dos fatores de produção e os clientes”. Os contratos internos são como as "regras do jogo" e devem especificar os direitos e os critérios de avaliação de desempenho de cada agente na organização. No entanto, nem sempre as regras ou cláusulas de contratos serão cumpridas e tampouco elas impedem a ocorrência de ações indesejadas. Para Jensen (2001), deve ser considerada a ocorrência de eventos inesperados que possam impedir o cumprimento de todas as regras dos contratos, explícitas ou implícitas. Shleifer e Vishny (1997) ressaltaram também a questão das contingências futuras que, dada a dificuldade de serem previstas e descritas, tornam inviável a concepção de contratos completos. Sendo assim, os contratos não resolvem o problema de agência, apenas o amenizam.

As tentativas em busca de soluções para os conflitos de interesses entre gestores e acionistas motivaram o aprimoramento de boas condutas nas organizações, tratadas na esfera da governança corporativa.

2.2 Governança corporativa

A governança corporativa teve origem justamente nas buscas de soluções para o problema de agência decorrente da separação entre propriedade e controle, apresentado por Jensen e Meckling em 1976 (MELEGA, 2011).

O tema, portanto, não é recente, já existe há mais de 50 anos, embora não fosse tratado com um termo padrão. A nomenclatura foi adotada a partir da década de 90, após os escândalos financeiros e contábeis ocorridos nos Estados Unidos e Europa nas décadas de 80 e 90, alertando as grandes organizações para a necessidade de desenvolverem uma administração com mais transparência, valorizando a ética e a confiança entre os agentes participantes (OLIVEIRA *at al.*, 2011). A partir de então,

surgiu o termo governança corporativa, para o qual diversos conceitos são utilizados, e as definições variam conforme o ponto de vista de cada autor (CARVALHAL-DA-SILVA, 2005).

De acordo com Silveira (2002, p.14), governança corporativa “é um conjunto de mecanismos de incentivo e controle que visa harmonizar a relação entre acionistas e gestores pela redução dos custos de agência, numa situação de separação da propriedade e controle”. Para Shleifer e Vishny (1997), governança corporativa é o conjunto de restrições aplicadas sobre os gestores, por eles mesmos ou pelos investidores, buscando reduzir a alocação inadequada de recursos *ex post* e induzir os investidores a fornecerem mais recursos *ex ante*. Do ponto de vista do problema de agência, a “governança corporativa lida com os mecanismos pelos quais os fornecedores de financiamento garantem que receberão um retorno sobre seu investimento” (SHLEIFER; VISHNY, 1997, p. 737).

Originalmente, a governança corporativa surgiu para superar o conflito decorrente da separação entre a propriedade e a gestão nas estruturas de propriedade pulverizada. A finalidade inicial da governança corporativa era a adoção de mecanismos que incentivassem os administradores a proteger os interesses dos acionistas (CARVALHO, 2002). Entretanto, La Porta *et al.* (1998) perceberam que em grande parte dos países do mundo, incluindo o Brasil, o que predomina é o sistema de propriedades mais concentradas, no qual o problema de agência fundamental não é entre acionistas e gestores, como identificado por Berle e Means (1932), mas entre os pequenos acionistas e os acionistas controladores que detêm um grande controle sobre a gestão. Nesse sentido, é apropriada a definição de Melega (2011, p.18), segundo a qual, “a governança corporativa pode ser vista como uma forma de solucionar os problemas de agência, buscando garantir transparência na divulgação de informações contábeis e financeiras, ética nas operações e igualdade entre os acionistas majoritários e minoritários”.

Estudos de Valadares (1998), Carvalhal-da-Silva (2002) e Dami *et al.* (2008) sobre as características da estrutura de propriedade no Brasil apontam esse tipo de problema de agência presente no mercado brasileiro. Dami *et al.* (2008) destacam que, em função da alta concentração de propriedade e do mercado de capitais

pouco desenvolvido, no Brasil a questão central da governança corporativa é em torno do conflito de agência existente entre acionistas majoritários e minoritários.

Na perspectiva de Carvalho (2002), tal situação indica uma mudança no paradigma da governança corporativa, em que a boa governança corporativa passa a ter a finalidade de evitar que os acionistas controladores expropiem os interesses dos minoritários.

Almeida *et al.* (2002) acrescentam que os conflitos de interesse não existem somente entre administradores e acionistas, eles ocorrem entre uma gama mais ampla de agentes (os *stakeholders*), isto é, entre acionistas majoritários e minoritários, credores, gerentes, empregados, consumidores, governo e a sociedade em geral. Nesse sentido, o desafio atual da governança corporativa é minimizar os conflitos entre todos esses agentes envolvidos, com objetivo de maximizar o valor da empresa e proporcionar um maior retorno para os acionistas. Esse raciocínio é pertinente com a definição de Lethbridge (1997), segundo o qual um sistema de governança corporativa é composto pelo conjunto de instituições, regulamentos e convenções culturais, que rege a relação entre as administrações das empresas e os acionistas, ou outros grupos a que as administrações devem prestar contas. Da mesma forma, observa-se um consenso em relação a essa definição também de Carvalhal-da-Silva (2005), para o qual “governança corporativa é um conjunto de princípios e práticas que procuram minimizar os potenciais conflitos de interesse entre os diferentes agentes da companhia (*stakeholders*), com o objetivo de maximizar o valor da empresa e, conseqüentemente, aumentar o retorno para seus acionistas” (CARVALHAL-DA-SILVA, 2005, p. 139).

No Brasil, foi criado em 1999 o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), uma sociedade civil de âmbito nacional sem fins lucrativos, voltada para a promoção da governança corporativa, constituindo-se no principal fomentador das práticas e discussões sobre o tema no país. Segundo o IBGC (2012), o propósito do instituto é ser referência em governança corporativa, contribuir para o desempenho sustentável das organizações e influenciar os agentes da sociedade a promover maior transparência, justiça e responsabilidade em suas ações.

O IBGC criou em 1999 o Código das Boas Práticas de Governança Corporativa, documento de conduta de gestão empresarial que, à medida que ocorrem mudanças no ambiente organizacional brasileiro, passa por revisões para adequar-se às demandas vigentes. A primeira edição focava somente o conselho de administração. Em 2001, passou a incluir recomendações para os demais agentes, como sócios, gestores, auditorias e conselho fiscal, e abordou o princípio de prestação de contas (*accountability*). Em 2004, centrada nas questões do pós-escândalos financeiros ocorridos no início da década, como o caso Enron, a revisão incluiu o princípio da responsabilidade corporativa, cuja intenção foi orientar sobre valores e estratégias voltados para a perenidade das organizações. Em 2009, uma nova revisão teve como demandas: o desenvolvimento do mercado de capitais, o projeto de revisão do Novo Mercado e a crise econômica mundial em 2008 (IBGC, 2012).

Os pilares da governança corporativa defendidos pelo IBGC são a estrutura de propriedade (sócios), o conselho de administração, a gestão, a auditoria independente, o conselho fiscal e as condutas de interesse. Entretanto, conforme ressalta Carvalho-da-Silva (2002), sua análise pode ser centrada na estrutura de propriedade e controle das empresas, considerando a intensa ligação desta com as demais esferas. Além disso, a estrutura de propriedade indica o grau de diversificação de risco dos acionistas e a possibilidade de um potencial problema de agência (IBGC, 2012). A efetiva atuação da governança corporativa para resolver os conflitos de agência acontece por meio dos mecanismos de governança corporativa.

2.2.1 Mecanismos de governança corporativa

Os mecanismos da governança corporativa são medidas de incentivo e controle que buscam alinhar os objetivos e harmonizar a relação entre acionistas e gestores, tendo como objetivo a redução dos conflitos de agência e, conseqüentemente, a minimização dos custos de agência (SILVEIRA, 2002).

Segundo Silveira (2002), os mecanismos de incentivo e controle da governança corporativa podem ser classificados como mecanismos de proteção internos e externos. Os mecanismos de proteção internos são: conselho administrativo, sistema de remuneração; estrutura de propriedade (posse de ações pelos gestores e

conselheiros). Já os mecanismos de proteção externos são: mercado de aquisição hostile; mercado de trabalho competitivo e relatórios contábeis periódicos fiscalizados externamente (auditorias e agentes do mercado financeiro). Para Shleifer e Vishny (1997), os mecanismos de governança corporativa são instituições econômicas e legais que podem ser alteradas através do processo político, às vezes, para melhor.

De acordo com Silveira (2002), nas situações de conflito de agência, a atuação do conselho de administração é um dos principais mecanismos (internos) da governança corporativa, pois ele tem a responsabilidade de monitorar a atuação da gerência, analisando e validando as tomadas decisões relevantes. O autor relaciona algumas situações que sugerem a ocorrência de expropriação da riqueza por parte dos gestores, o que Shleifer e Vishny (1997) chamam de oportunismo gerencial, tais como: diversificação da empresa; crescimento superior ao necessário, reinvestindo o fluxo de caixa livre em projetos que não agregam valor; remuneração abusiva para si próprios; expropriação dos lucros; venda de bens ou direitos da empresa a preço inferior ao mercado para empresa em que são controladores; indicação de familiares sem qualificação necessária para ocupar posições gerenciais; empreendimento de projetos motivado por gosto pessoal e não por estudos técnicos de viabilidade e resistência a realizar liquidações ou fusões vantajosas para os acionistas. O sistema de remuneração é outro mecanismo interno da governança corporativa.

O sistema de remuneração, outro mecanismo interno de governança corporativa, segundo o IBGC (2009), tem como objetivo tornar a remuneração uma ferramenta efetiva de alinhamento de interesses dos gestores com os interesses da organização, ou seja, dos acionistas. Esse mecanismo consiste em métodos de premiação por meio de incentivos de curto prazo, como bônus, participação nos lucros e incentivos de longo prazo, como ações e opções de ações. São formas de premiação que procuram atrelar o resultado das decisões tomadas pelos agentes (os gestores) ao valor a ser-lhes pago (FAMÁ; MARCONDES, 2003).

O sistema de remuneração é adotado para a gestão e para o conselho, entretanto o IBGC recomenda que os incentivos devam ser diferentes entre esses membros.

Famá e Marcondes (2003), inspirados no modelo utilizado por Rappaport ² (1999) para opções indexadas, sugerem a premiação apenas para aqueles executivos que trabalharem no sentido de exceder às expectativas de criação de valor para os acionistas, considerando o desempenho histórico das ações em um mesmo setor. Segundo os autores, Rappaport (1999) propõe que os executivos sejam premiados somente se as ações das empresas que gerenciam apresentarem desempenhos superiores às de seus competidores ou a determinado índice de mercado. Lameira *et al.* (2008) demonstraram que as empresas com administrações alinhadas aos interesses dos acionistas e que utilizam, entre outras práticas, uma política de remuneração com participação nos lucros, possuem menores riscos percebidos pelo mercado.

A estrutura de propriedade, como mecanismo de proteção interna, consiste na permissão de posse de ações também aos gestores, com o objetivo de alinhar os interesses destes com a expectativa dos acionistas. Esse é considerado um dos principais mecanismos da governança corporativa nas companhias de capital aberto (SHLEIFER; VISHNY, 1997; CARVALHAL-DA-SILVA, 2002; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007). Shleifer e Vishny (1997) destacam que a estrutura de propriedade e controle, juntamente com a proteção legal, formam dois importantes determinantes da governança corporativa pelas seguintes razões: (i) a concentração da propriedade por parte dos grandes acionistas incentiva-os a tomar uma posição ativa objetivando o desempenho da empresa; (ii) a separação entre controle e propriedade pode incentivar a expropriação dos acionistas minoritários; (iii) a identidade e a origem do capital dos proprietários (familiar, estrangeiro, estado ou instituição) são fatores indicativos de suas estratégias e prioridades adotadas.

Grande parte dos estudos exploram dois modelos de governança corporativa que sintetizam as características mais praticadas no mundo, o modelo anglo-saxão e o modelo nipo-germânico, mas, além destes, outros modelos são propostos. Este estudo aborda os dois modelos mais explorados.

² RAPPAPORT, Alfred. New thinking on how to link executive pay with performance. **Harvard Business Review**, v.77, n.2, p.91, mar./apr. 1999.

2.2.2 Modelos de governança corporativa

Entre os modelos de governança corporativa descritos pela literatura financeira, destacam-se neste estudo os dois modelos mais praticados: o modelo anglo-saxão e o modelo nipo-germânico (VALADARES, 1998; CARVALHAL-DA-SILVA, 2002; OKIMURA, 2003). Esses modelos se distinguem por suas estruturas de propriedade, pelas formas de monitoramento usadas pelos acionistas e por suas visões a respeito dos objetivos finais das empresas (CARVALHAL-DA-SILVA, 2002).

O modelo anglo-saxão, predominante nos Estados Unidos e Reino Unido, caracteriza-se por estruturas de propriedade menos concentradas e por participações acionárias dispersas entre vários acionistas. Nesse modelo, o principal objetivo das empresas é a criação de valor para os acionistas (*shareholders*), sendo obrigação dos administradores agir em nome dos interesses destes últimos. Devido à pequena parcela de propriedade os acionistas, têm fraco poder individual, mas, por outro lado, têm a liquidez garantida pelo mercado acionário (OKIMURA, 2003).

O modelo nipo-germânico é comum no Japão, na Alemanha, na maior parte dos países da Europa Continental e no Brasil. Esse sistema é caracterizado por estruturas de propriedade concentradas, presença de grandes investidores e participações acionárias de longo prazo. Esses grandes investidores, de acordo com Okimura (2003), podem ser bancos ou outras instituições financeiras, outra empresa e estruturas familiares. Outra característica do sistema nipo-germânico é a busca pelo equilíbrio dos interesses dos acionistas e de todos os grupos possivelmente afetados pelas decisões da empresa, entre os quais estão os empregados, os clientes, os fornecedores e a comunidade em geral, isto é, os *stakeholders* (CARVALHAL-DA-SILVA, 2002).

Em cada um dos modelos, práticas de governança corporativa são adotadas para incentivar a transparência por parte da gestão e o alinhamento com os interesses dos acionistas.

2.2.3 Práticas de governança corporativa

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2009) indica que os princípios e práticas da boa governança corporativa são aplicáveis a qualquer tipo de organização, independente do seu porte, natureza jurídica ou tipo de controle. Cabe, portanto, a cada organização, avaliar quais práticas adotar e a forma mais adequada de fazê-lo, de maneira que essas práticas adaptem-se à sua estrutura e realidade.

A adoção de boas práticas de governança corporativa tem como objetivo reduzir a assimetria de informação, incentivar a transparência das informações divulgadas e estimular o interesse dos investidores e a valorização das companhias. A prática tem se convertido em motivo de interesse por parte das empresas, investidores e órgãos reguladores (ALMEIDA *et al.*, 2002).

No Brasil, conforme reporta Carvalhal-da-Silva (2002), a busca por boas práticas de governança corporativa foi estimulada por fatos, como: privatizações de empresas, abertura da economia, entrada de investimentos estrangeiros e acesso de empresas brasileiras aos mercados internacionais por meio de ADRs (*American Depositary Receipts*) e GDRs (*Global Depositary Receipts*). De acordo com o IBGC (2009), esses fatores evidenciaram algumas fragilidades das organizações e de seus sistemas de governança, evidenciando a necessidade da implementação, de fato, das boas práticas de governança corporativa.

Diante desse contexto, houve uma mobilização na sociedade marcada por mudanças legais e institucionais ocorridas no início da década de 2000, como a criação do Novo Mercado da Bovespa, a Lei 10.303/2001, alterando a antiga Lei das Sociedades por Ações, a criação do código de boas práticas de governança corporativa do IBGC, a instituição dos níveis diferenciados de governança corporativa pela Bovespa, além do apoio dado pela CVM ao assunto, mudanças que incentivaram as empresas listadas na Bovespa a buscarem boas práticas de governança corporativa (MENEZES, 2009; MELEGA, 2011).

A iniciativa da Bovespa se deu por meio da criação do Novo Mercado, inspirado no *Neuer Market* alemão, no qual as empresas participantes deveriam seguir determinadas regras de boa governança. O reconhecimento e o incentivo às boas práticas de governança passaram a existir também da parte do governo. Destaca-se, como exemplo, a linha especial de financiamento do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) com juros reduzidos, destinada às empresas que se enquadrarem em determinados critérios de boa governança corporativa (ALMEIDA *et al.*, 2002).

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2009) estabelece os seguintes princípios de governança corporativa: transparência (disponibilizar a todas as partes interessadas as informações que lhes sejam de interesse); equidade (tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas, os *stakeholders*); prestação de contas ou *accountability* (os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo todos os seus atos integralmente); responsabilidade corporativa (os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, tendo em vista a sua longevidade, incorporando considerações de natureza social e ambiental na definição dos negócios e operações). A seção seguinte aborda as características e particularidades da estrutura de propriedade, tema central deste estudo.

2.3 Estrutura de propriedade

A estrutura de propriedade das empresas se difere quanto ao nível de concentração acionária, podendo este ser mais disperso ou mais concentrado, e quanto ao nível de controle. Nas estruturas de propriedades mais dispersas, a propriedade das ações é pulverizada e há um grande número de acionistas. Nas estruturas de propriedade concentradas, há poucos acionistas detendo grande quantidade de ações, existindo ainda o acionista controlador, aquele que detém o controle da empresa (VALADARES, 1998).

O alto nível de concentração de propriedade e controle pode resultar em dois efeitos distintos: o alinhamento ou o entrincheiramento. Jensen e Meckling (1976) e depois Morck, Shleifer e Vishny (1988), analisando o comportamento nas estruturas com

alta concentração de propriedade, observaram que quanto maior o percentual de ações de um acionista, maior é a tendência ao alinhamento de interesses – é o efeito alinhamento, considerado um aspecto positivo decorrente do alto nível de concentração de propriedade.

Por outro lado, nesse mesmo tipo de estrutura, Morck, Shleifer e Vishny (1988) identificaram o efeito entrincheiramento. Os autores perceberam que, a partir de certo nível de concentração de propriedade, os grandes acionistas tendem a buscar benefícios privados do controle, causando expropriação aos demais investidores, os acionistas minoritários. Tal situação pode causar impacto negativo no valor da empresa. Portanto, o entrincheiramento é considerado o lado negativo do excesso de propriedade.

Morck, Shleifer e Vishny (1988) fizeram verificações empíricas sobre a teoria da estrutura de propriedade formulada por Jensen e Meckling (1976) e, testando as duas proposições (alinhamento e entrincheiramento), identificaram que, quando os administradores são detentores de maior percentual de ações da empresa, há a tendência de haver maior alinhamento dos interesses. Por outro lado, a partir de determinado nível de concentração acionária, esses acionistas tendem a atrair benefícios para si, causando expropriação aos minoritários – é o efeito entrincheiramento dos gestores. Menezes (2009) confirmou a hipótese de que existe um efeito alinhamento predominante sobre o entrincheiramento até certa faixa, a partir da qual há predominância do entrincheiramento.

2.3.1 Estrutura de propriedade no Brasil

O ambiente corporativo brasileiro assemelha-se ao modelo Nipo-germânico de governança corporativa. No Brasil, o perfil das empresas de capital aberto tem como característica principal a alta concentração de propriedade e a presença de grandes investidores, inclusive estruturas familiares, que costumam monitorar a gestão. É comum também a prática de emissão de duas categorias de ações: com direito a voto e sem direito a voto (VALADARES, 1998; SILVEIRA, 2004).

Um dos primeiros estudos no Brasil abordando profundamente o tema estrutura de propriedade, o de Valadares (1998), conduziu três análises sobre o mercado por controle no Brasil, sendo: (i) análise da estrutura de propriedade e controle das companhias abertas brasileiras; (ii) análise da estimação do valor de controle para o Brasil e (iii) um estudo de caso, analisando o efeito da composição acionária da empresa sobre o resultado de um leilão de privatização. A autora revela características da estrutura de propriedade e controle no Brasil: apresenta uma estrutura bastante concentrada; participação de diversos grupos investidores; pouca participação de fundos (de pensão e de investimento); semelhança com a estrutura dos países da Europa Continental, o Nipo-Germânico; diferente da estrutura das companhias americanas, o modelo Anglo-Saxônico (VALADARES, 1998).

A autora demonstrou também, naquele estudo, que o prêmio de controle no Brasil podia chegar a mais de 150% do valor das ações sem direito a voto em transações de transferência de controle fora da bolsa de valores. Sendo assim, ou os benefícios privados dimensionados pelo prêmio de controle, seriam de tal magnitude que superavam a desvalorização das ações sem direito a voto, por motivo da expropriação dos acionistas minoritários, ou não haveria benefícios privados de controle significativos.

Dami *et al.* (2008), investigando as causas e consequências da estrutura de propriedade nas empresas brasileiras não financeiras negociadas na Bovespa no ano de 2001, encontraram alta concentração de votos dos acionistas controladores nessas empresas que apresentaram uma média geral de aproximadamente 60%. Os três principais acionistas possuíam em média 81% dos votos, confirmando achados de Leal *et al.* (2000), Carvalhal-da-Silva (2004), que apontaram que, de maneira geral, as empresas de capital aberto brasileiras são controladas em média pelos três principais acionistas. Entre possíveis causas da estrutura de propriedade presente no Brasil, os autores indicam a regulação do mercado, o tamanho da empresa e a instabilidade do mercado, sendo a regulação do mercado o principal determinante.

Okimura, Silveira e Rocha (2007) analisaram a estrutura de propriedade e controle das companhias privadas abertas brasileiras entre 1998 e 2002 e encontraram nessas empresas uma média alta da concentração de votos dos acionistas

controladores (média geral 76,1%) e consideraram comparativamente baixa a concentração de propriedade do capital social total pelos controladores (média geral 53,7%), entretanto superior à metade do capital total das empresas. Apontaram também um elevado grau de excesso de votos, cuja média foi 65,5%, reforçando outra característica relevante da estrutura de propriedade das empresas brasileiras. Quanto ao tipo de acionista controlador, a análise das empresas da amostra apontou 47%, ou seja, quase metade do controle concentrada nas mãos de controladores individuais ou famílias; 28% por controladores estrangeiros; 18% por controladores nacionais ou grupos nacionais; 6% por fundos de pensão e pouca participação de bancos e instituições financeiras.

Para Silveira (2004), o perfil das empresas brasileiras caracterizado por alta concentração de propriedade e controle, em parte, pode ser explicado pelos incentivos que no passado eram dados para abertura de capital das empresas, que trouxe, ao mercado de ações, empresas que, na ausência de tais incentivos, provavelmente teriam sido mantidas privadas e controladas por poucos indivíduos.

Demsetz e Lehn (1985) ressaltam que, quanto mais concentrada é a propriedade, maior o grau em que os benefícios e os custos são suportados pelo mesmo proprietário. De acordo com Leal, Carvalhal-da-Silva e Valadares (2002), no Brasil, os acionistas controladores geralmente investem muito mais do que o mínimo necessário para manter o controle nas suas empresas. A utilização da estrutura de pirâmides não é comum, portanto, não parece ser um esforço no sentido de evitar a regra – uma ação um voto – nas companhias brasileiras.

Em estudo mais recente, Melega (2011) ressalta que, no Brasil, houve alterações na estrutura de propriedade das empresas, impactadas pela restauração societária movida por privatizações e entradas de investidores estrangeiros e institucionais nas empresas do setor privado. Menezes (2009) constatou redução das concentrações de controle e propriedade nas empresas listadas na Bovespa no período de 2003 a 2008, principalmente o excesso de votos. Uma possível causa foi associada às mudanças no contexto institucional brasileiro decorrentes das medidas de incentivo à boa governança, que podem ter elevado a confiança dos acionistas para vender suas participações e a disposição dos investidores externos para adquiri-las.

2.3.2 Capital votante

No mercado brasileiro, existe a emissão de duas classes de ações: as ações ordinárias e as ações preferenciais, sendo a principal diferença entre elas, o fato de as ações ordinárias darem ao seu portador o direito de voto. A Lei 6.404/76, que regulamenta as Sociedades por Ações, admitia que até 2/3 do total das ações emitidas fossem preferenciais sem direito a voto. Nessa situação, o acionista ou grupo de acionistas que possuísse a sexta parte do total das ações (ordinárias e preferenciais), isto é, metade mais uma das ações ordinárias, manteria o controle da empresa (PROCIANOY; SCHNORRENBARGER, 2004).

As pesquisas anteriores realizadas nas empresas brasileiras, que analisaram até os anos de 2001, confirmaram que, em geral, os cinco maiores acionistas majoritários concentravam mais da metade do capital votante e uma expressiva fatia do capital total (VALADARES; LEAL, 2000; LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA; VALADARES, 2002; CARVALHAL-DA-SILVA, 2002).

Entretanto, reformulações na Lei das Sociedades por Ações, instruídas pela Lei federal nº 10.303/2001, passaram a admitir um limite máximo de posse de ações preferenciais sem direito a voto de até 50% do total das ações emitidas, e o controle passou a ser obtido com a aquisição de 1/6, ou seja, 16,7% do capital votante (BRASIL, 2013). O objetivo essencial dessa reforma legal era proporcionar maior proteção aos acionistas minoritários (ROGERS; RIBEIRO, 2006). Um dos temas de destaque deste estudo, criação de valor, é tratado na próxima seção.

2.4 Criação de valor

O objetivo da empresa previsto na teoria das finanças corporativas é maximizar o valor da empresa, que, na prática, se restringe à maximização do valor para o acionista e do preço das ações, processo que se dá a partir das decisões de investimento, financiamento e das políticas de dividendos (DAMODARAN, 2004).

As decisões de investimento implicam em onde aplicar ou alocar recursos para gerar valor e maximizar a riqueza; as decisões de financiamento tratam da escolha da

fonte de recursos para se financiar; e a política de dividendos diz respeito às decisões sobre o destino dos lucros (ASSAF NETO, 2010).

O nível de investimento esperado, segundo Lucchesi e Famá (2007), é um dos fatores que explicitamente acrescentam valor à empresa. Os acionistas esperam que a empresa gere retorno superior ao custo dos recursos investidos, promovendo uma valorização em seu valor de mercado (ASSAF NETO, 2010). Por sua vez, os dirigentes procuram maximizar o valor da empresa ao tomar suas decisões de investimento (LUCCHESI; FAMÁ, 2007). “Todas as formas de decisão, nas diversas áreas funcionais de uma organização, devem convergir para a maximização dos resultados e a sua sobrevivência” (MELO, 1997, p. 4).

As decisões que buscam criar valor são conhecidas como estratégias financeiras corporativas, por meio das quais os gestores procuram fazer escolhas acertadas sobre quais ações serão empreendidas pela empresa para que a mesma se destaque no mercado (ARAÚJO, 2011). Assaf Neto (2010) salienta que as decisões da empresa devem considerar a melhor estratégia para gerar riqueza ao acionista. As empresas geram esse valor quando investem em projetos, produtos, tecnologias ou estratégias cuja expectativa seja a de gerar maiores retornos do que o custo do capital (YOUNG; O'BYRNE, 2003). Ou seja, as empresas atingem esse objetivo quando conseguem oferecer, a seus credores e acionistas, remunerações acima de suas expectativas mínimas de ganhos (ASSAF NETO, 2010).

Young e O'Byrne (2003) acrescentam que o crescimento de uma empresa, por exemplo, não é indício de criação de valor. Este só cria valor quando o incremento que resultar da estratégia de crescimento exceder o capital investido para tal finalidade.

Assaf Neto (2010) faz uma distinção entre o conceito de geração de valor e o de geração de riqueza. Segundo o autor, o valor é identificado nos resultados levantados pela empresa e expressos em seus diversos relatórios financeiros, como consequência das estratégias e políticas adotadas. Já a riqueza refere-se principalmente ao valor de mercado formado com base nas expectativas dos investidores em ações.

Uma das maneiras de verificar a criação de valor, de acordo com Antunes e Procianoy (2003), é por meio da análise do valor das ações. Variações no preço das ações podem ocorrer como reflexo de informações transmitidas pelas empresas nos seus demonstrativos financeiros ou como reflexo das decisões de investimento. Isso ocorre porque o mercado distingue entre bons e maus investimentos e responde com reações negativas ou positivas às decisões de investimentos divulgadas pelas empresas (Chan; Gau; Wang, 1995).

Lucchesi e Famá (2007) comprovaram que um anúncio inesperado de aumento no nível de investimento por parte das empresas está associado a um aumento estatisticamente significativo no valor de mercado das ações. Todavia, um anúncio de redução no nível de investimento está associado a uma redução estatisticamente significativa no valor de mercado das ações.

O estudo da criação de valor é feito sob diversas abordagens. Helfert (2000) aponta a contábil ou patrimonial, a econômica, a de mercado e para o acionista. Assim também, diferentes métricas são utilizadas para avaliar a capacidade de geração de valor das empresas. Neste estudo, foram adotados o Q de Tobin e o valor da empresa em relação ao ativo total, métricas utilizadas sob a perspectiva de mercado para mensurar e avaliar a capacidade de geração de valor das empresas. A seção seguinte aborda a questão do risco, outro assunto abordado pelo estudo.

2.5 Risco

Conforme descreve Assaf Neto (2010), o conceito de risco está associado à possibilidade de ocorrência de um evento não desejável em relação a um valor esperado. O risco é um fator inerente a toda e qualquer atividade dos agentes econômicos, sobretudo, aos investidores e às empresas (MELO, 1997).

As empresas enfrentam diversos tipos de risco ao longo de sua existência, e as diferenças entre as fontes do risco permitem classificá-lo em dois tipos: risco sistemático ou conjuntural ou não diversificável, e risco não sistemático ou próprio ou diversificável (TOMAZONI; MENEZES, 2002). Segundo Securato (1996), o risco sistemático é aquele que, de maneira ampla, é imposto a um ativo pelos sistemas

econômico, político e social, enquanto o risco não sistemático é intrínseco ao ativo e ao subsistema ao qual pertence gerado por fatos que os atingem diretamente, sem afetar os demais ativos e seus subsistemas. Acresce, portanto, que, com a evolução da atividade econômica, novas dimensões de risco vão surgindo.

Segundo a abordagem tradicional, sob a perspectiva do empreendimento individual, o risco total da empresa pode ser dividido em risco financeiro e risco operacional, associados às decisões de financiamento e de investimento (MELO, 1997). O risco financeiro implica na possibilidade de insolvência da empresa, na incapacidade de cobrir gastos financeiros, e entre os fatores que o aumentam, destacam-se: o endividamento, a volatilidade das vendas e dos custos, a concorrência agressiva, a falta de liquidez, a incapacidade administrativa e outros (LEITE, 1994; MELO, 1997; SANVICENTE, 2012).

O risco operacional ou risco dos ativos (SANVICENTE, 2012) está associado a um conjunto de riscos de macro variáveis que podem ameaçar as estratégias da empresa, expressando também o risco econômico. A incerteza sobre os fluxos de caixa futuros, em função das variabilidades das receitas e do impacto dos encargos financeiros das dívidas, expressa o risco econômico ou operacional. Esse tipo de risco deve ser tomado como parâmetro na definição da estrutura de capital, pois o aumento das proporções de capital de terceiros eleva os compromissos financeiros impactando o fluxo de caixa e afetando o risco financeiro (MELO, 1997).

Na teoria moderna de finanças, a abordagem mais utilizada para demonstrar a relação risco-retorno é o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), um modelo de precificação de ativos para calcular o custo do capital próprio desenvolvido por Sharpe³ (1963 citado por CASTRO SILVA *et al.*, 2011). Alicerçado numa relação positiva entre o binômio risco-retorno dos ativos, o modelo CAPM mede a sensibilidade de um ativo em relação ao risco do mercado, sendo o componente de sensibilidade do ativo representado pelo beta, que mensura a volatilidade dos retornos (CASTRO SILVA *et al.*, 2011). O beta do CAPM é admitido como medida

³ SHARPE, William F. A simplified model for portfolio analysis. **Management Science**, Eldridge, v. 9, n. 2, p. 277-293, jan. 1963.

padrão apropriada para mensurar o risco sistemático dos ativos (TOMAZONI; MENEZES, 2002).

Embora muito utilizado, o beta é também questionado como medida de risco. Segundo Estrada (2000) e Harvey (1995), em mercados emergentes, o beta não é uma medida de risco adequada pelo fato de esses mercados apresentarem betas muito baixos, e do ponto de vista empírico, os betas e retornos de ações nesses mercados não são correlacionados.

Todavia, um conjunto de fatores interage na determinação do risco global das empresas, e entre outros indicadores de risco propostos pela abordagem moderna de finanças, Melo (1997) destaca o nível de endividamento e a variabilidade das receitas como medidas de risco individualmente mais adequadas. Neste estudo, foi considerado o beta, o índice de estrutura de capital, o grau de endividamento e a variabilidade das receitas como medidas para mensurar e analisar a questão do risco das empresas.

A estrutura de capital prevê as proporções de recursos próprios e de terceiros que as empresas podem utilizar para financiar suas operações. As abordagens clássicas sobre o assunto são atribuídas a Durand (1952) na teoria tradicional, e, na fase da teoria moderna, a Modigliani e Miller (1958) e Myers (1984). Durand (1952), pautado no pressuposto da combinação ótima de capital próprio e de terceiro para maximizar o valor da empresa, considerava que o capital de terceiros deveria ser utilizado até certo nível, levando em conta seu menor custo e o benefício de redução da base de impostos. Essa abordagem foi contestada por Modigliani e Miller (1958) no pressuposto da irrelevância da estrutura de capital, segundo o qual o valor da empresa é determinado pela composição de seus ativos e não pela sua estrutura de capital. Posteriormente, reconhecendo o benefício fiscal da dívida, cujos juros são dedutíveis para fins de imposto de renda, Modigliani e Miller (1963) admitiram o endividamento como elemento importante na estrutura de capital, que, por conseguinte, incrementaria o valor da empresa. Ao mesmo tempo, os autores reconhecem também que não há possibilidade de as empresas utilizarem o máximo de endividamento devido aos riscos e custos de falência. Os estudos evoluíram com duas novas teorias, a *trade off* e a *pecking order* (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF,

1984). A primeira estabelece que a estrutura de capital ótima resulte da ponderação entre a vantagem do benefício fiscal e os custos de insolvência e de agência. A segunda considera que as empresas definem uma hierarquia ao escolher a fonte de financiamento, preferindo primeiro os recursos internos, posteriormente, a captação de dívidas e, por último, a emissão de novas ações. Essa teoria leva em conta os custos de agência decorrentes da assimetria de informação entre administradores e agentes, tema abordado por Jensen e Meckling (NAKAMURA *et al.*, 2007).

Portanto, conforme recomenda Melo (1997, p. 55), o grau de endividamento pode ser tomado como medida adequada de risco, pois “é uma boa aproximação do risco financeiro ao qual a empresa fica exposta”. Um endividamento elevado impacta o fluxo de caixa das empresas com os serviços da dívida, podendo suscitar o risco de falência ou de insolvência. O risco financeiro apresentado por uma empresa muito endividada leva o mercado a aplicar-lhe maior taxa de desconto e, como consequência, ela tem o seu valor reduzido (FAMA; FRENCH, 2002). Além disso, um endividamento elevado provoca a perda de flexibilidade, pois empresas endividadas têm limitadas suas possibilidades de tomar novos empréstimos, caso necessitem de recursos para financiar novos investimentos (NAKAMURA *et al.*, 2007).

Da mesma forma, a variabilidade das receitas é admitida como medida de risco adequada, pois implica em conhecer o equilíbrio do fluxo de caixa. Logo, quanto maior a variabilidade das receitas, maior será a instabilidade das entradas de caixa e maior a incerteza quanto à capacidade de solvência da empresa (MELO, 1997).

A seção a seguir apresenta uma síntese de alguns estudos recentes relacionados com o presente tema.

2.6 Revisão da literatura recente

Saito e Silveira (2008) desenvolveram um estudo sobre estrutura de propriedade, analisando trabalhos clássicos de Jensen e Meckling (1976) e Morck, Shleifer e Vishny (1988) na literatura de governança corporativa. Os autores confirmam as predições de que há maior alinhamento de interesses na medida em que os

tomadores de decisão são proprietários de um maior percentual de ações da empresa. Mencionando outros estudos que questionaram a possibilidade de influência da estrutura de propriedade sobre o valor corporativo, destacam que a alocação das ações entre os acionistas pode resultar de características corporativas, tal fato colocaria a concentração acionária como variável endógena e não explanatória. Saito e Silveira (2008) sugerem a possibilidade de uma influência parcial da estrutura de propriedade na criação de valor e no desempenho.

Análises de Carvalhal-da-Silva (2002), referentes ao ano 2000, apontaram evidências de relação entre a estrutura de controle e propriedade e estrutura de capital. O autor conclui que: as empresas com direitos de voto concentrados pelos acionistas controladores têm alto nível de alavancagem; as empresas com direitos de fluxo de caixa concentrados pelos acionistas controladores têm baixo nível de alavancagem; e as empresas com grande separação entre direitos de voto e fluxo de caixa têm alto nível de alavancagem.

Procianoy e Schnorrenberger (2004), analisando companhias brasileiras listadas na Bovespa, de 1995 a 2000, concluíram que existe uma influência estatisticamente significativa da estrutura de controle acionário nas decisões de estrutura de capital.

Okimura, Silveira e Rocha (2007) investigaram a relação entre estrutura de propriedade, valor e desempenho das empresas e se essa relação seria endógena ou exógena. Para verificação dessas duas variáveis, analisaram a influência da regulação do setor que, no caso do Brasil, são energia e telecomunicações. As variáveis para estrutura de propriedade e controle foram os níveis concentração de votos e de propriedade, e ainda o tipo de acionista controlador quanto à origem da propriedade, sendo elas privada estrangeira ou privada nacional, familiar ou pessoal, bancos ou instituições financeiras e fundos de pensão. As variáveis consideradas para valor da empresa foram Q de Tobin e valor da firma em relação ao ativo total, e as variáveis de desempenho foram lucro operacional sobre o ativo total e LAJIRDA. Os resultados desse estudo indicaram uma influência parcial da estrutura de propriedade em relação ao desempenho. Em relação à análise da influência da estrutura de propriedade e controle no valor das empresas, os autores indicaram uma influência quadrática da variável concentração de votos sobre as variáveis de

valor da empresa (Q de Tobin e valor da firma sobre o ativo total). Já a variável excesso de votos mostrou influenciar, negativamente de forma linear, ambas as variáveis de valor da empresa.

O estudo de Dami *et al.* (2008) buscou investigar se existe relação entre a estrutura de propriedade, desempenho financeiro e valor das empresas e quais os determinantes do grau de concentração de propriedade nas companhias brasileiras não financeiras com capital negociado na Bovespa, para o ano de 2001. Os autores não encontraram relação estatisticamente significativa entre estrutura de propriedade, desempenho e valor das empresas com as variáveis utilizadas nas equações, mas relacionaram as possíveis causas da estrutura de propriedade presente no Brasil: regulação do mercado, tamanho da empresa e instabilidade do mercado, indicando a regulação do mercado como a principal determinante. No modelo de análise dos determinantes da estrutura de propriedade, consideraram as variáveis de concentração e controle, sugeridas na literatura como principais influenciadoras, tratadas como variáveis dependentes.

Menezes (2009) analisou os reflexos das medidas legais de incentivo à boa governança, cujos resultados sugerem que, após essas medidas, o cenário pode ser de um menor risco de expropriação dos acionistas. E, ainda, os resultados para a qualidade da governança corporativa foram idênticos àqueles apontados por Leal e Carvalhal-da-Silva (2005) e Silveira *et al.* (2009), indicando relações significativas e consistentes entre a qualidade da governança corporativa e o Q de Tobin, sugerindo que melhores práticas de governança podem ser bem vistas pelo mercado, o que tende a refletir no valor da empresa. Quanto às relações entre estrutura de propriedade, valor e desempenho, no caso da concentração total, a autora encontrou relação positiva até determinada faixa, e negativa quando o direito do controle excede o de fluxo de caixa, resultado similar ao estudo de Thomsen e Pedersen (2000) e ao de Claessens *et al.* (2002), este realizado com oito países do leste asiático. Os resultados para excesso de votos foi negativo com o valor e positivo com o desempenho, de acordo com aqueles obtidos nesses trabalhos similares e no Brasil.

Iquiapaza, Gruberger e Santos (2007) avaliaram a influência recíproca entre estrutura de propriedade, governança corporativa e valor e desempenho em 128 empresas listadas na Bovespa entre os anos de 2002 e 2005. Considerando a existência de relação endógena, adotaram o sistema de equações simultâneas para determinar a inter-relação entre as variáveis de estrutura de propriedade e de desempenho corporativo. O resultado apontou uma influência significativa das variáveis de valor e desempenho sobre a concentração do controle para os principais acionistas, positiva no caso do Q de Tobin e negativa no caso do lucro operacional. Entretanto a relação inversa não foi significativa. A relação entre as outras variáveis também não foi significativa em nenhum sentido. O estudo revelou que a estrutura de controle seja endogenamente determinada, mas sem evidências de causalidade reversa. A seção seguinte apresenta a metodologia do estudo.

3 METODOLOGIA

Esta seção apresenta os procedimentos metodológicos seguidos. São descritas as características da pesquisa e dos dados, as variáveis de estudo, o modelo teórico, as hipóteses definidas e as técnicas de coleta e análise de dados.

3.1 Caracterização da pesquisa

Quanto à abordagem, trata-se de uma pesquisa quantitativa. De acordo com Collis e Hussey (2005), o método quantitativo é objetivo por natureza, focado na mensuração dos fenômenos, envolvendo coleta e análise de dados numéricos e aplicação de testes estatísticos.

Segundo esses autores, os estudos quantitativos são conduzidos pelo paradigma positivista, que consiste em utilizar procedimentos mais rigorosos para investigar os fatos ou as causas de fenômenos sociais, sem interferências de opiniões, experiência e intuição nas conclusões. Nesse sentido, utiliza-se do raciocínio lógico, aplicando-o à pesquisa com rigor, precisão e objetividade, como maneira de investigar problemas de pesquisa. Na perspectiva positivista, “o ato de investigar uma realidade não tem nenhum efeito sobre essa realidade” (COLLIS; HUSSEY, 2005, p. 59).

Quanto aos fins, trata-se de uma pesquisa descritiva que, de acordo com Collis e Hussey (2005), Triviños (1987) e Cooper e Schindler (2011), consistem-se em estudos que buscam descrever o comportamento e as características dos fenômenos, podendo ser usados para identificar e obter informações sobre determinado problema ou questão. Nesse tipo de pesquisa, os dados compilados costumam ser quantitativos e, geralmente, utiliza-se de técnicas estatísticas para resumir as informações.

O método lógico do estudo é dedutivo, que consiste em uma forma de inferência em que a estrutura conceitual e teórica é desenvolvida e depois testada empiricamente,

ou seja, a conclusão deve estar atrelada a questões previamente definidas (COLLIS; HUSSEY, 2005; COOPER; SCHINDLER, 2011).

3.2 Caracterização dos dados

A pesquisa utilizou dados secundários coletados na base de dados Económica do tipo série temporal que, de acordo com Gujarati (2000, p. 11), é “um conjunto de observações dos valores que uma variável assume em diferentes momentos”, dados que podem ser obtidos em intervalos de tempo regulares. Foram coletados os valores apresentados pelas variáveis do estudo em cada trimestre do período analisado. Os dados são classificados ainda como de corte (ou *cross-section*), que, segundo o mesmo autor, são dados de uma ou mais variáveis coletados no mesmo ponto do tempo. No caso desse estudo, consideram-se os dados do mesmo grupo de variáveis coletados no mesmo período. Quando se utiliza elementos tanto de série temporal como dados de corte, classifica-se o tipo de dados como dados combinados (GUJARATI, 2000).

A população, isto é, o grupo de itens considerados para pesquisa (COLLIS; HUSSEY, 2005), compreende as empresas de capital aberto de diversos ramos de atividade com ações negociadas na Bovespa. Compõem a amostra, as empresas não financeiras que apresentaram liquidez anual superior a 0,001%, no período de 2005 a 2011, índice classificado como significativo pela Económica. Esse corte é justificado, pois, de acordo com Silveira, Barros e Famá (2008), empresas com liquidez muito baixa possuem menor probabilidade de terem suas cotações adequadas ao valor de mercado. As empresas financeiras, apresentam histórico de melhor desempenho (DAMI *et al.*, 2008) e características muito específicas de regulação, dificultando uma comparação conjunta com as empresas não financeiras.

Segundo Cooper e Schindler (2011), esse tipo de amostra é caracterizado como não probabilística, uma vez que não é baseada em procedimentos estatísticos, e o critério de escolha é caracterizado como intencional. A amostra intencional é a que atende a determinados critérios, e, quando são selecionados elementos da amostra que atendam a certas condições, a amostra é intencional por julgamento (COOPER;

SCHINDLER, 2011). Neste estudo, o critério de escolha da amostra foi o índice de liquidez superior a 0,001% no período determinado para análise.

3.3 Variáveis de estudo

Conforme Collis e Hussey (2005) e Cooper e Schindler (2011), variável é um atributo de interesse usado em nível empírico que pode mudar e assumir diferentes valores, possíveis de serem observados e mensurados. São adotados dois tipos de variáveis, dependente e independente, sendo que a variável independente é aquela que pode ser manipulada pelo pesquisador causando um efeito nos valores da variável dependente. Logo, a variável dependente é influenciada pela variável independente.

As variáveis escolhidas para este estudo foram definidas com base em trabalhos empíricos anteriores e relacionam-se às seguintes categorias: estrutura de propriedade, nível de controle, valor e desempenho (OKIMURA, 2003; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; IQUIAPAZA; GRUBERGER; SANTOS, 2007; DAMI *et al.*, 2008; MENEZES, 2009; CAIXE, 2012), e medidas de risco (MELO, 1997; IQUIAPAZA; GRUBERGER; SANTOS, 2007; LAMEIRA *et al.* 2008). O Quadro 1, a seguir, descreve das variáveis do estudo.

QUADRO 1 – Descrição das variáveis de estudo

(continua)

Variáveis independentes			
Grupo	Variável	Descrição	Cálculo
Estrutura de Propriedade (EP)	C.ORD	Concentração de controle	(%) de ações ordinárias do acionista controlador.
	C.PREF	Concentração de ações preferenciais	(%) de ações preferenciais do acionista controlador.
	C.TOT	Concentração de propriedade total	(%) ações ordinárias + (%) preferenciais do acionista controlador.
	EXC	Excesso de votos do acionista controlador	$EXC = \frac{C.ORD}{C.TOT} - 1$
	C.ORD2,3	% de ações ordinárias do segundo e terceiro maiores acionistas	$C.ORD_{2,3} = C.ORD_2 + C.ORD_3$

QUADRO 1 – Descrição das variáveis de estudo

(conclusão)

Variáveis independentes			
Grupo	Variável	Descrição	Cálculo
Desempenho (DESEMP)	LOAT	Lucro operacional em relação ao ativo total	$LOAT = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total}}$
	Margem EBITDA	Lucro antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações, em relação ao ativo total	$M.EBITDA = \frac{\text{Ebitda}}{\text{Ativo Total}}$
Medidas de Risco (R)	ESTCAP	Estrutura de capital: valor do capital (Patrimônio Líquido) em relação ao montante de recursos aplicados (ativo)	$ESTCAP = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Ativo Total}}$
	GA	Grau de endividamento: recursos de terceiros em relação aos recursos próprios	$GA = \frac{\text{Capital Terceiros}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$
	VAR REC	Variabilidade das Receitas: Receita no trimestre dividida pela receita no trimestre anterior	$VAR REC = \frac{REC_{\text{trim.atual}}}{REC_{\text{trim.anterior}}}$
	β	Beta: medida da volatilidade das ações da empresa no mercado	$\beta = \frac{\text{Covar} [\text{Osc. Ação}, \text{Osc. Ind}]}{\text{Dvp}^2 [\text{Osc. Ind}]}$
Variáveis dependentes			
Criação de Valor (VLR)	Q	Q de Tobin: valor de mercados das ações e dívidas, em relação ao ativo total	$Q = \frac{VMA + VCD}{\text{Ativo Total}}$
	VEAT	Valor da empresa em relação ao Ativo Total	$VEAT = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Ativo Total}}$
Outras variáveis de interesse			
Variáveis de Controle	TAM	Tamanho da empresa medido pelo Ln do ativo total	$TAM = \text{Ln}[\text{Ativo Total}]$
	LIQ	Liquidez em bolsa	$LIQ = 100 \times \frac{p}{P} \times \sqrt{\frac{n}{N} \times \frac{v}{V}}$

Fonte: Elaborado pela autora

3.3.1 Variáveis independentes

As variáveis independentes foram representadas pelas medidas da Estrutura de Propriedade, Desempenho e Risco.

3.3.1.1 Estrutura de propriedade

A estrutura de propriedade é caracterizada por variáveis que representam a concentração de ações ordinárias e preferenciais dos três maiores acionistas e o excesso de votos do controlador (C.ORD; C.PREF; C.PROP; EXC; C.ORD2; C.ORD3). Tais medidas foram adotadas também em outros estudos abordando

estrutura de propriedade (OKIMURA, 2003; IQUIAPAZA; GRUBERGER; SANTOS, 2007; MENEZES, 2009).

- Concentração de votos ou direito de controle (C.ORD): percentual de ações ordinárias do maior acionista, o controlador, em relação ao total de ações ordinárias da empresa;
- Concentração de ações preferenciais (C.PREF): percentual de ações preferenciais do acionista controlador em relação ao total de ações preferenciais da empresa;
- Concentração de propriedade total (C.TOT): percentual de ações ordinárias e preferenciais do maior acionista em relação às ações totais da empresa;
- Excesso do direito de votos (EXC): será utilizada a equação proposta por Cronqvist e Nilsson (2003), conforme segue:

$$EXC = \frac{C.ORD}{C.TOT} - 1$$

Segundo Okimura, Silveira e Rocha (2007), a equação indica o grau de desalinhamento entre a concentração de votos e a concentração de propriedade dos controladores. No caso das empresas sem emissão de ações preferenciais, a variável toma o valor zero e, no caso de controladores com mais direito de voto proporcionalmente ao capital total aplicado, a variável é maior que zero. Portanto, quanto mais longe de zero for essa variável, maior é o desalinhamento entre os direitos de votos e os direitos de fluxo de caixa, completa Balassiano (2012).

- Concentração de ações ordinárias do segundo e terceiro maior acionista (C.ORD2,3): É a soma de C.ORD2 e C.ORD3.

3.3.1.2 Desempenho

As variáveis para medir o desempenho foram o lucro operacional em relação ao ativo total (LOAT) e a margem EBITDA.

- LOAT: Retorno do lucro operacional em relação ao ativo total. Esse índice foi considerado em outros estudos (IQUIAPAZA, GRUBERGER; SANTOS, 2007; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; MENEZES, 2009) como medida de desempenho. O cálculo é por meio da equação:

$$LOAT = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total}}$$

- EBITDA: em inglês *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, que significa Lucro antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações. Representa o potencial de fluxo de caixa gerado pela atividade operacional da empresa, isento dos efeitos fiscais (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005). Entre outros estudos que também adotaram essa margem como medida de desempenho, encontra-se o de Silveira (2004), o de Okimura, Silveira e Rocha (2007) e o de Menezes (2009). A margem EBITDA é calculada em relação ao ativo total:

$$M.EBITDA = \frac{EBITDA}{\text{Ativo Total}}$$

3.3.1.3 Risco

Entre os indicadores de risco propostos pela abordagem moderna de finanças, Melo (1997) destaca o nível de endividamento e a variabilidade das receitas como medidas de risco individualmente mais adequadas. Neste estudo, as variáveis escolhidas para medir o risco foram: estrutura de capital (ESTCAP); grau de endividamento (GA); variabilidade da receita (VAR REC) e o beta (β).

- Estrutura de Capital (ESTCAP): é a proporção de recursos próprios e de terceiros que empresas combinam para financiar suas operações. A estrutura de capital afeta diretamente o risco financeiro (MELO, 1997). A estrutura de capital é determinada pela equação:

$$ESTCAP = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

- Grau de endividamento (GA): Indica o quanto de recurso de terceiros a empresa utilizou para cada unidade de recurso de capital próprio. Segundo Melo (1997, p. 55), “o nível de endividamento é uma boa aproximação do risco financeiro ao qual a empresa fica exposta”. O grau de endividamento é medido pela equação:

$$GA = \frac{\text{Capital Terceiros}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$$

- Variabilidade da receita (VAR REC): Para Melo (1997), a variabilidade das receitas é uma medida de risco adequada, pois implica em conhecer a estabilidade do fluxo de caixa operacional (MELO, 1997). A variabilidade da receita foi calculada dividindo-se a receita do trimestre pela receita do trimestre anterior.

$$VAR REC = \frac{REC_{\text{trim.atual}}}{REC_{\text{trim.anterior}}}$$

- Beta (β): O beta é explicado como a medida relativa à distribuição dos retornos das ações da empresa no mercado (LAMEIRA *et al.*, 2008). No Brasil, a carteira de mercado é o índice Ibovespa com valor igual a um (1). O índice beta foi calculado pela Economática a partir das oscilações da ação e do índice da carteira de mercado em cada n intervalos, por meio da equação:

$$\beta = \frac{\text{Covar} [\text{Osc. Ação}, \text{Osc. Ind}]}{\text{Dvp}^2 [\text{Osc. Ind}]}$$

Sendo,

B: beta do ativo;

Covar: função covariância entre os retornos do ativo e a carteira de mercado;

Dvp: função desvio-padrão da carteira de mercado.

3.3.2 Variáveis dependentes

A variável dependente, criação de valor, foi medida pelas equações Q de Tobin (Q) e valor da empresa em relação ao ativo total (VEAT).

3.3.2.1 Criação de valor

- Q de Tobin (Q): É um índice que tem sido utilizado em estudos empíricos sobre estrutura de propriedade, como o de Okimura (2003), Silveira (2004), Iquiapaza, Gruberger e Santos (2007), Okimura, Silveira e Rocha, (2007), Menezes (2009), Caixe (2012). Entretanto, estudos que analisaram o uso do índice, como o de Famá e Barros (2000), ressaltam que a fórmula originalmente proposta é bastante complexa, pois alguns de seus componentes, como o valor de mercado das dívidas e valor de reposição dos ativos, não podem ser observados diretamente, com exceção do valor de mercado das ações, que pode ser obtido pela cotação na bolsa de valores. Sendo assim, para estudo das empresas brasileiras, o Q de Tobin tem sido estimado pela aproximação proposta por Chung e Pruitt (1994, p. 72), assim definida:

$$Q = \frac{VMA+VCD}{AtivoTotal}$$

Sendo,

VMA: Valor de mercado das ações ordinárias e preferenciais;

VCD: Valor contábil das dívidas, medido por: passivo circulante mais passivo não circulante, menos o ativo circulante, mais estoques ($VCD = PC + PNC - AC + Est$);

AT: Ativo total.

- VEAT: Valor da empresa em relação ao ativo total. É um índice de medida alternativo ao Q de Tobin, que vem sendo adotado em estudos similares como o Okimura (2003), Okimura, Silveira e Rocha (2007), Menezes (2009), Caixe (2012), entre outros. O índice é definido pelo *Enterprise Value*, calculado pelo sistema Económica por meio da equação:

$$VEAT = \frac{EnterpriseValue}{AtivoTotal}$$

Sendo,

Enterprise Value: VMA + DbCLP + FinCLP + ACC – DICP

VMA: Valor de mercado das ações ordinárias e preferenciais;

DbCLP: Debêntures de curto prazo e longo prazo;

FinCLP: Financiamentos de curto prazo e longo prazo;

ACC: Adiantamentos de contratos de câmbio;

DICP: Disponibilidades e investimentos de curto prazo;

AT: Ativo total.

3.3.3 Variáveis de controle

As variáveis de controle consideradas para o estudo foram o tamanho da empresa (TAM) e a liquidez das ações em bolsa (LIQ).

- Tamanho (TAM): esse indicador é representado pelo logaritmo natural (Ln) do valor do ativo total. Essa medida foi utilizada em estudos semelhantes, como o de Claessens *et al.* (2002), Okimura (2003) e Menezes (2009) e Caixe (2012).

$$TAM = Ln[AtivoTotal]$$

- LIQ: Liquidez das ações em bolsa. O índice adotado também em outros estudos (THOMSEN; PEDERSEN, 2000; IQUIAPAZA; GRUBERGER; SANTOS, 2007; MENEZES, 2009) é calculado pelo sistema de informações Económica por meio da equação:

$$LIQ = 100 \times \frac{p}{P} \times \sqrt{\frac{n}{N} \times \frac{V}{V}}$$

Sendo,

p: Número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período analisado;

P: Número total de dias do período analisado;

n: Número negócios com a ação dentro do período analisado;

N: Número de negócios com todas as ações dentro do período analisado;

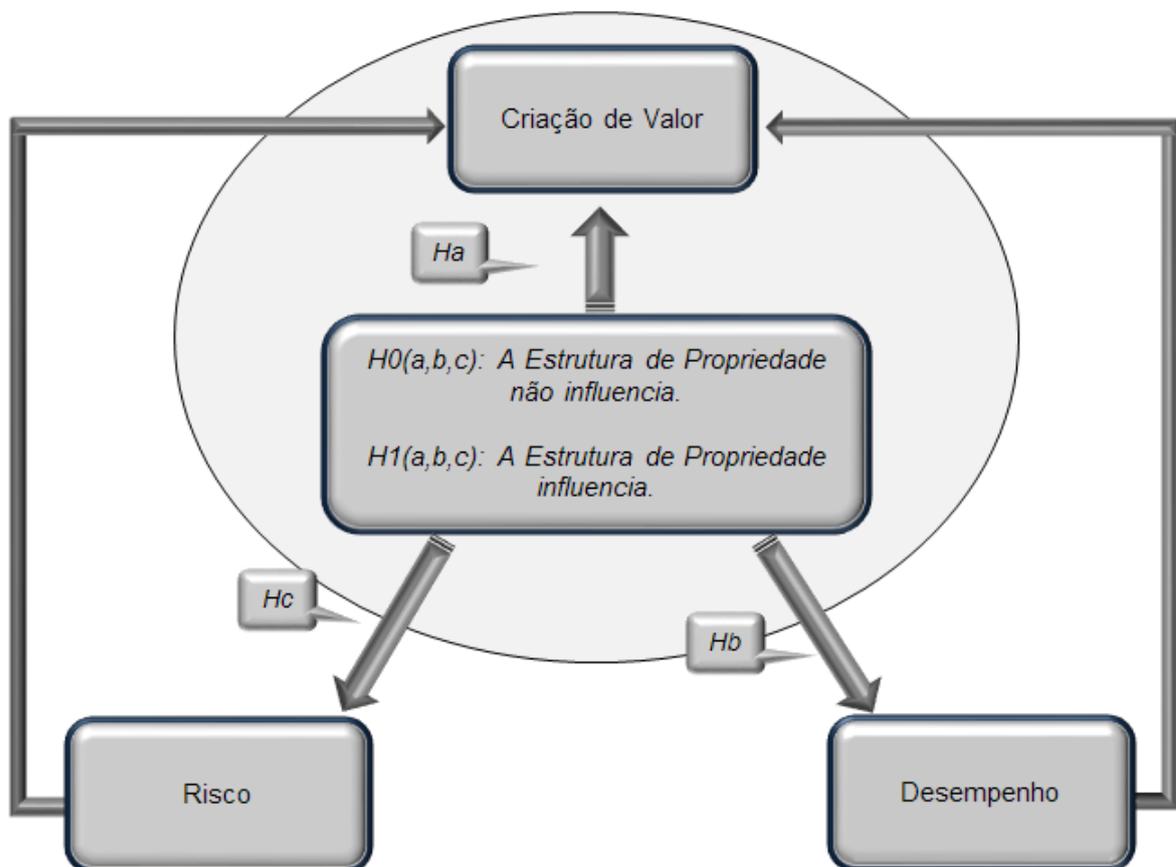
v: Volume em dinheiro com a ação dentro do período analisado;

V: Volume em dinheiro com todas as ações dentro do período analisado.

3.4 Modelo teórico

A seguir, a FIG. 1 exibe o modelo esquemático elaborado para testar as hipóteses com vistas a responder ao objetivo do estudo que é verificar se a estrutura de propriedade influencia na criação de valor e no risco das empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bovespa.

FIGURA 1 – Esquema do modelo de estudo



Fonte: Elaborada pela autora

A proposta do modelo indicado na FIG. 1 consiste em testar as seguintes relações entre as variáveis do estudo:

- Se a estrutura de propriedade influencia na criação de valor;
- Se a estrutura de propriedade influencia no desempenho;
- Se a estrutura de propriedade influencia no risco;
- Se o desempenho influencia na criação de valor;
- Se o risco influencia na criação de valor;
- Se a estrutura de propriedade influencia indiretamente na criação de valor.

Dessa relação, espera-se que, quanto mais concentrada a estrutura de propriedade, menor a criação de valor; quanto maior o risco, menor a criação de valor; e quanto maior o desempenho, maior a criação de valor.

3.5 Hipóteses do estudo

Hipóteses definidas para análise da relação entre estrutura de propriedade e criação de valor:

- *H0a (hipótese nula): a estrutura de propriedade não influencia na criação de valor das empresas;*
- *H1a (alternativa): a estrutura de propriedade influencia na criação de valor das empresas.*

Estudos semelhantes analisaram a relação entre a estrutura de propriedade e o desempenho. Assim, optou-se por testar também a relação entre essas variáveis por meio das seguintes hipóteses:

- *H0b (hipótese nula): a estrutura de propriedade não influencia no desempenho das empresas;*
- *H1b (alternativa): a estrutura de propriedade influencia no desempenho das empresas;*
- *H2b (alternativa): o desempenho das empresas influencia na criação de valor;*

- *H3b (alternativa): no caso em que a estrutura de propriedade influencia no desempenho das empresas, existe influência indireta com a criação de valor.*

Hipóteses definidas para análise da relação entre estrutura de propriedade e risco:

- *H0c (hipótese nula): a estrutura de propriedade não influencia o risco;*
- *H1c (alternativa): a estrutura de propriedade influencia o risco;*
- *H2c (alternativa): no caso em que a estrutura de propriedade influencia o risco, nas estruturas mais dispersas o risco é menor;*
- *H3b (alternativa): o risco influencia na criação de valor das empresas;*
- *H4c (alternativa): no caso em que a estrutura de propriedade influencia o risco, existe uma influência indireta com a criação de valor.*

3.6 Coleta de dados

Foram pesquisadas na base de dados Econômica, empresas de diversos ramos de atividade das quais foram coletados dados das variáveis definidas para estudo, dos anos de 2005 a 2011 considerando-se a periodicidade trimestral. Os valores foram ajustados por inflação com base no IPCA-IBGE acumulado com data de 31/12/2011. A amostra inicial compreendia 825 empresas. Foram expurgadas da análise as empresas do setor de Finanças e Seguros e as empresas que possuíam liquidez menor ou igual a 0,001% dentro do período estudado. A caracterização da amostra foi realizada por meio de análise univariada. A TAB. 1 a seguir, apresenta as empresas que se ajustaram aos critérios do estudo, distribuídas segundo o setor de atividade.

TABELA 1 – Distribuição das Empresas segundo setor de atividade

(continua)

Setor	Frequência	Percentual
Energia Elétrica	28	9,4
Construção	25	8,4
Telecomunicações	21	7,1
Alimentos e Bebidas	19	6,4
Comércio	18	6,1

TABELA 1 – Distribuição das Empresas segundo setor de atividade

(conclusão)

Setor	Frequência	Percentual
Siderurgia & Metalurgia	14	4,7
Têxtil	12	4,0
Veículos e peças	12	4,0
Transporte Serviços	11	3,7
Química	10	3,4
Petróleo e Gás	9	3,0
Eletroeletrônicos	7	2,4
Mineração	6	2,0
Agro e Pesca	5	1,7
Software e Dados	4	1,3
Máquinas Industriais	3	1,0
Minerais não Met.	3	1,0
Papel e Celulose	2	0,7
Outros	52	17,5
Sem resposta	36	12,1
Total	297	100,0

Fonte: Elaborada pela autora

As empresas estudadas se distribuem entre vários setores de atividade, sendo o mais frequente o de Energia Elétrica (9,4%) seguido pelo de Construção (8,4%) e Telecomunicações (7,1%). Por outro lado, somente 0,7% das empresas são do setor de Papel e Celulose. Cerca de 17,5% das empresas foram classificadas como Outros Setores e 12,1% não apresentam classificação.

3.7 Metodologia de análise

Este estudo compreende a evolução trimestral das variáveis representativas de estrutura de propriedade, desempenho, medidas de risco, criação de valor e variáveis de controle dentro do período estudado.

Os dados coletados foram tabulados e submetidos a análises uni, bi e multivariadas com o auxílio do software *SPSS (Statistical Package for the Social Science)* versão 16.0, com o intuito de elaborar o tratamento estatístico para responder às questões levantadas para estudo.

A análise dos dados iniciou-se com a utilização de técnicas de análise descritiva, a saber, gráficos sequenciais que descrevem a evolução média trimestral dos indicadores trabalhados (TRIOLA, 2008). A análise de regressão linear (HAIR, 2009) foi utilizada para avaliar as relações estudadas. A análise de variância permitiu identificar a significância dos modelos obtidos. Para todos os modelos, foram utilizadas as variáveis de controle, a saber: o tamanho da empresa e a sua liquidez. Para validação e posterior utilização da equação de regressão proposta, foram feitas as análises de resíduos e *outliers* (HAIR, 2009). A análise de resíduos foi realizada de forma a avaliar a normalidade, homogeneidade e independência dos mesmos.

A proporção da variabilidade das variáveis dependentes explicada pelas variáveis independentes foi obtida por meio do Coeficiente de Determinação Ajustado (R^2 aj) (HAIR, 2009). Com isso, foi possível fazer a interpretação do modelo de regressão obtido, determinar a capacidade explicativa do modelo e a tendência da influência. Esse procedimento foi utilizado para testar todas as hipóteses estudadas.

Ainda para a avaliação dos resultados, levando em conta as alterações nas normas contábeis introduzidas no período da análise com modificações nos critérios de contabilização de algumas contas do Balanço Patrimonial, foi feita uma comparação entre os períodos, antes e depois das convergências das normas contábeis, por meio do teste de comparação de dois grupos independentes de Mann-Whitney (TRIOLA, 2008) com o intuito de identificar se houve variações significativas no valor dos indicadores estudados de um período para outro.

Utilizou-se o nível de significância de 5% para determinar se as diferenças e associações encontradas foram estatisticamente significativas. Assim, foram consideradas como significativas diferenças e associações cuja probabilidade de significância do teste, p-valor, foi menor ou igual a 0,05. A seção seguinte apresenta os resultados e a análise dos dados.

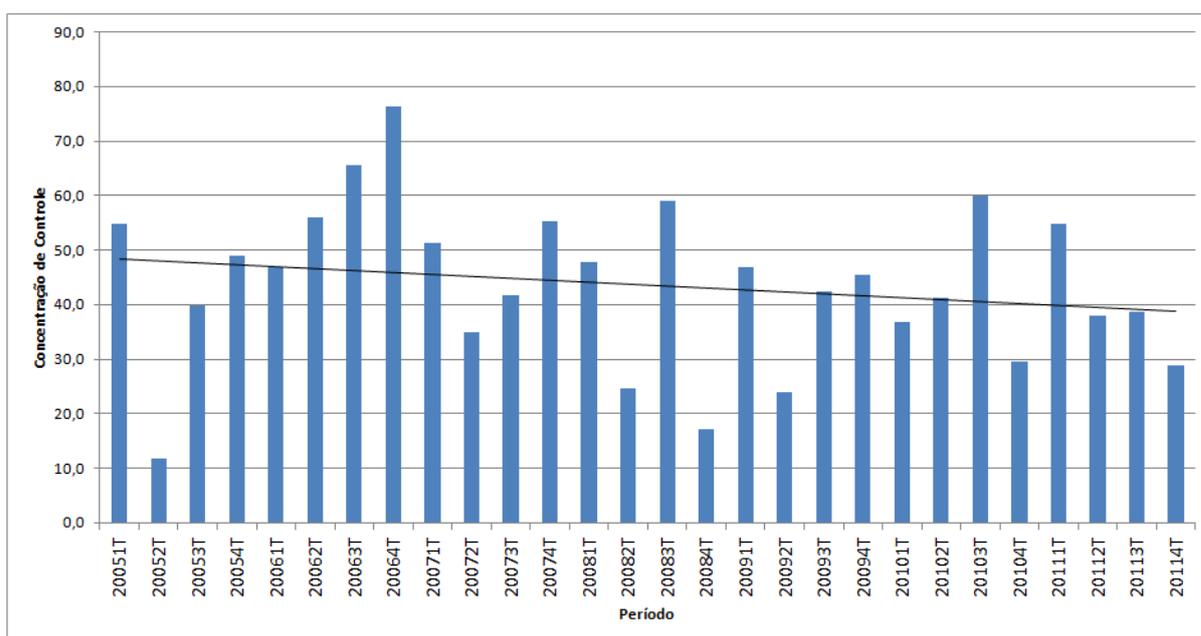
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Nas seções deste capítulo são apresentados os resultados obtidos no estudo, que teve como objetivo verificar se a estrutura de propriedade influencia na criação de valor e no risco das empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bovespa, como também, identificar reflexos da crise econômica mundial de 2008 na estrutura dessas empresas.

4.1 Estatísticas descritivas da amostra

A seguir, são descritas as variáveis de estrutura de propriedade, por meio da concentração de controle, de ações preferenciais, de propriedade total, de excesso de votos do acionista controlador e de ações ordinárias do segundo e terceiro maiores acionistas. A FIG. 2 apresenta os resultados da concentração de controle.

FIGURA 2 – Evolução da concentração de controle

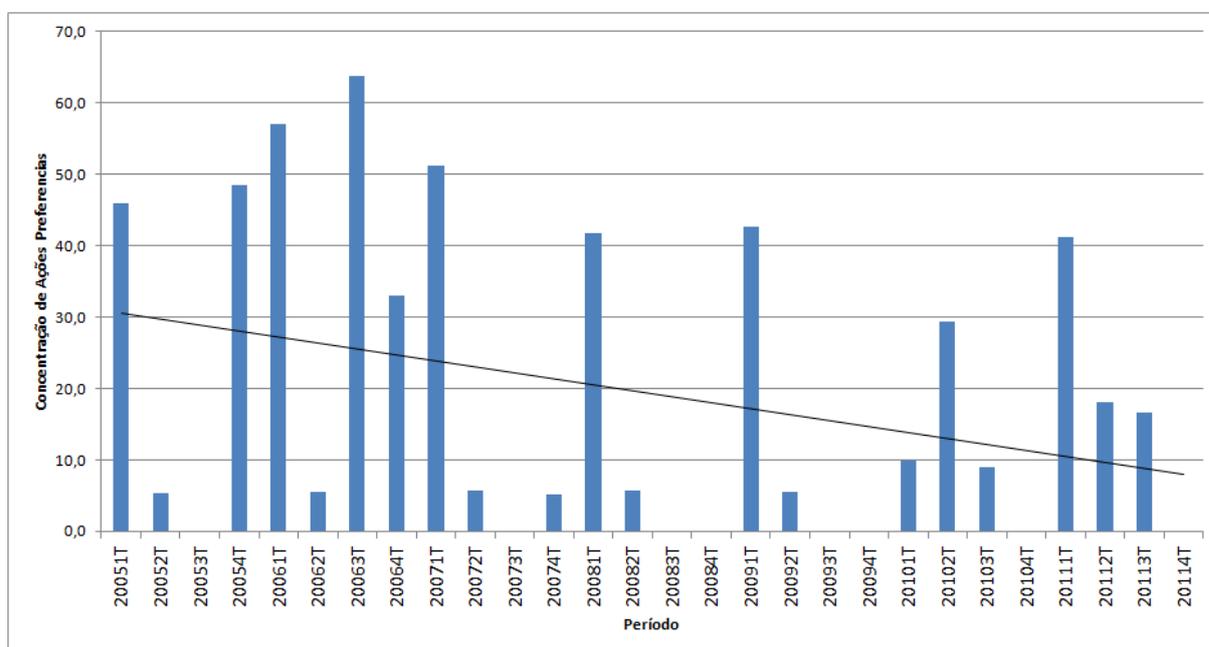


Fonte: Elaborada pela autora

Dentro do período avaliado em média, as empresas apresentam uma concentração de controle de 43,2%, desvio-padrão de 24,8%, mínimo de 11,7% no 2T de 2005 e máximo de 76,3% no 4T de 2006. Outras quedas bruscas foram apresentadas no 2T e 4T de 2008 e no 2T de 2009. Observa-se que existe uma tendência de queda na

concentração de controle em relação aos períodos analisados. Okimura (2003) encontrou média de 76% entre 1998 e 2002 e, dentro desse período, o autor identificou que a concentração evoluía. Em estudo referente ao período de 2003 a 2008, Menezes (2009) encontrou média de 58,73% para a concentração de controle, resultado que já indicava redução no nível de concentração de propriedade a partir de 2003 em relação ao resultado de Okimura (2003). Caixe (2012) apontou 56,18% de 2001 a 2010. A seguir, a FIG. 3 apresenta a evolução da concentração de ações preferenciais do maior acionista.

FIGURA 3 – Evolução da concentração de ações preferenciais

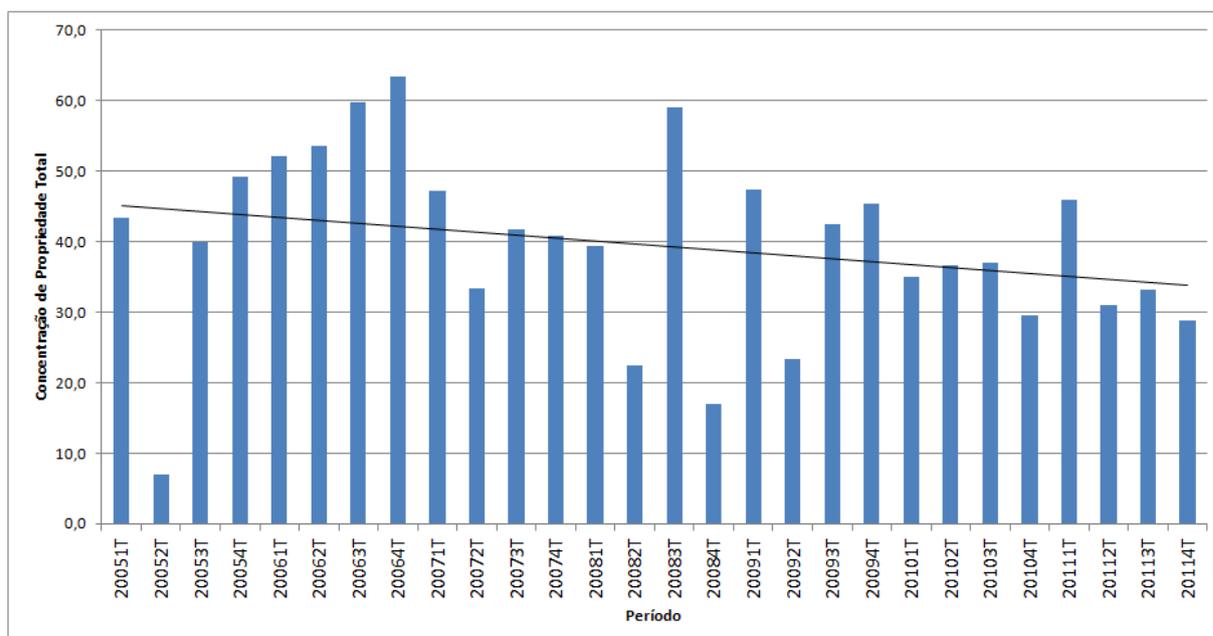


Fonte: Elaborada pela autora

No período estudado, a média da concentração de ações preferenciais do maior acionista foi em torno de 32,3% com um desvio-padrão de 26,9%. O menor valor observado foi de 5,1% no 4T de 2007 e o maior, de 63,7% no 3T de 2006. Menezes (2009) encontrou média de 28,7%. Existe uma dispersão muito grande em relação a esse indicador e a tendência é de queda entre os períodos. Em alguns trimestres, não foram divulgadas concentrações de ações preferenciais possuídas pelo maior acionista entre as empresas analisadas. Ressalta-se, entretanto, que a não existência de dados em determinados períodos afetou a amostra, mas sem a necessidade de imputar dados faltantes para observação da tendência, conforme

orienta Rubin (1987) para casos de imputação de dados. A FIG. 4 apresenta a concentração de propriedade total do maior acionista.

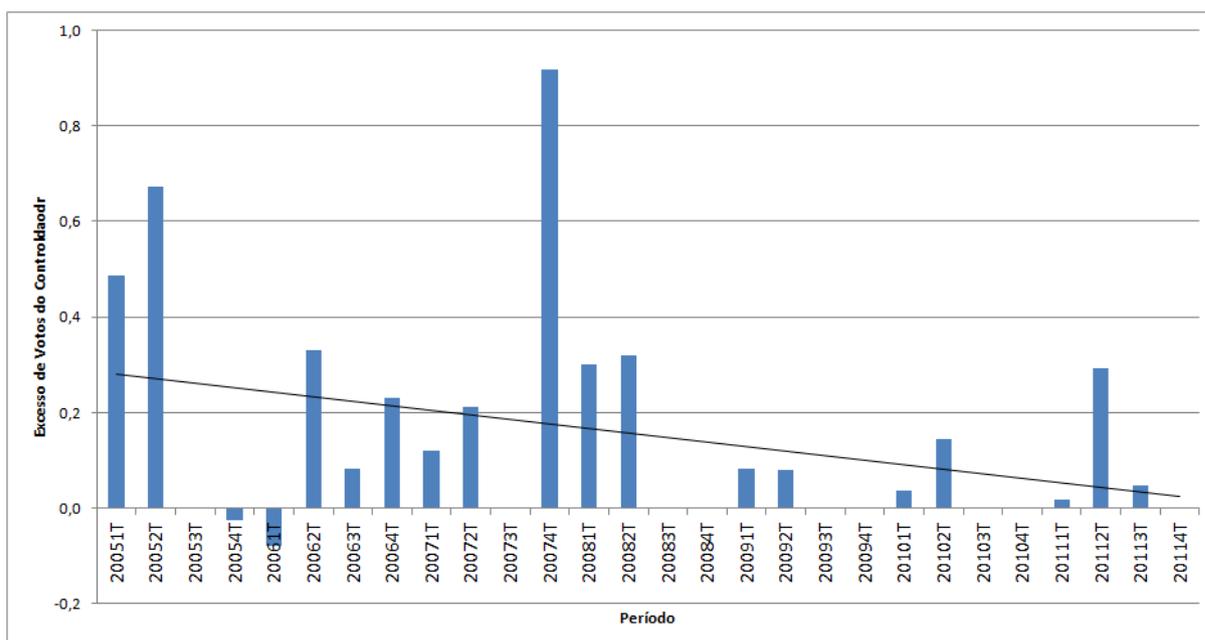
FIGURA 4 – Evolução da concentração de propriedade total



Fonte: Elaborada pela autora

A concentração de propriedade total é formada pelas ações ordinárias e preferenciais do maior acionista, portanto, tem sua média afetada por essas concentrações. As empresas estudadas apresentaram média de concentração total de cerca de 38,3% e desvio-padrão de 23,0%. O 2T de 2005 apresenta o menor nível médio, de 7% e o 4T de 2006 apresenta o maior nível médio, de 63,5%. Observa-se ainda que o 2T e o 4T de 2008 também apresentaram grandes quedas. Okimura (2003), Menezes (2009) e Caixe (2012) encontraram médias de 54%, 46,5% e 41,38% respectivamente. Percebe-se, ao longo dos anos, uma tendência de queda dessa concentração. A FIG. 5 a seguir, demonstra a evolução do excesso de votos do acionista controlador.

FIGURA 5 – Evolução do excesso de votos do acionista controlador

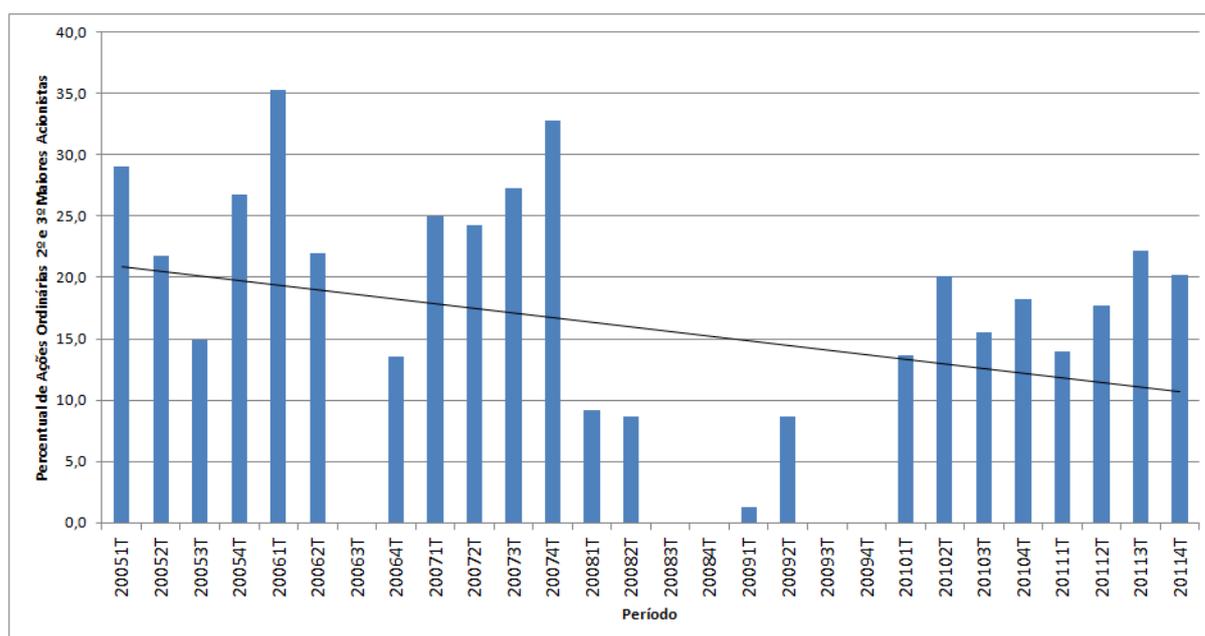


Fonte: Elaborada pela autora

O excesso de votos do acionista controlador compreende a relação entre a concentração de controle e a concentração total menos um. A média desse indicador entre os anos estudados é de 0,1 com um desvio-padrão de 0,4. No 1T de 2006, observa-se o menor índice e, no 4T de 2007, o maior, sendo de -0,078 e 0,919 respectivamente. O resultado apresenta tendência de queda ao longo do período.

Percebe-se uma grande dispersão desse indicador que, em parte, é atribuída às características da amostra das ações preferenciais que influenciaram nesse resultado. Apesar dessas características e da não existência de dados em determinados períodos, a tendência pode ser observada. Okimura (2003) já identificou tendência de redução do excesso de votos entre os anos de 1998 e 2002, que passou de 0,70 para 0,63 e, em seguida, Menezes (2009) encontrou média de 0,38 entre 2003 e 2008. A FIG. 6 apresenta a evolução do percentual de ações ordinárias do 2º e 3º maiores acionistas.

FIGURA 6 – Evolução do percentual de ações ordinárias do 2º e 3º maiores acionistas



Fonte: Elaborada pela autora

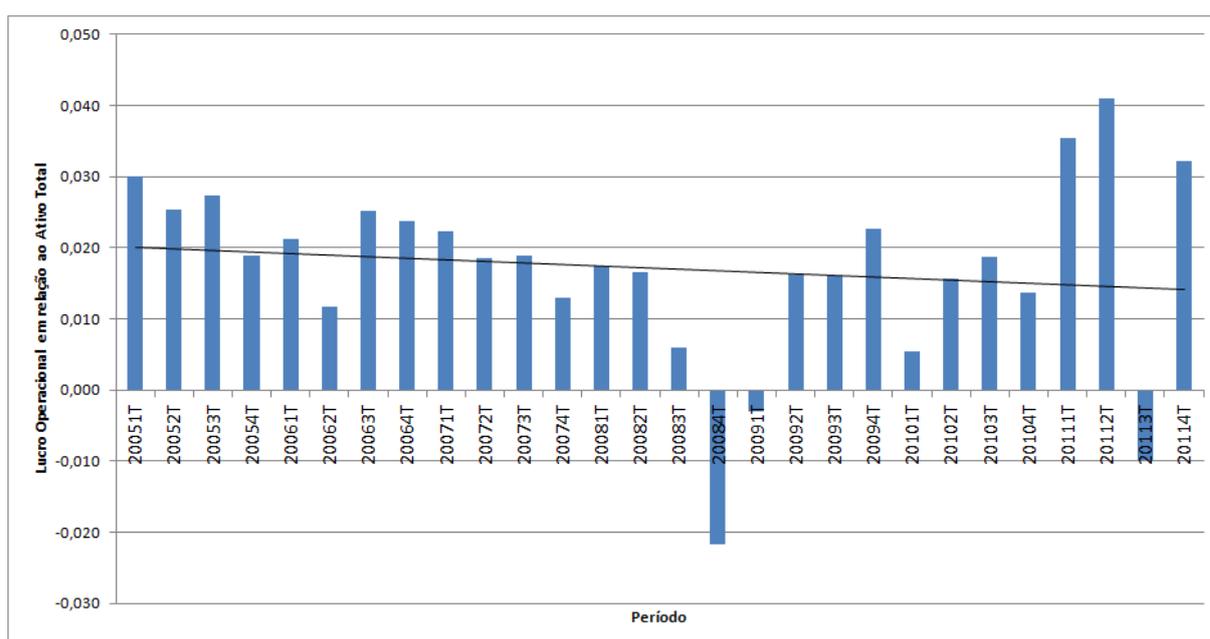
O percentual de ações ordinárias possuídas pelo segundo e terceiro maiores acionistas dentro dos anos estudados apresentou média de 19,9% e desvio-padrão de 10,7%. Menezes (2009) encontrou média de 21,5% e desvio de 0,59%. No 1T de 2009, o índice apresentou o menor percentual, que foi de 1,3 e, no 1T de 2006, o maior, que foi de 35,3%. Observa-se que, em alguns trimestres, não foram divulgados dados para esse indicador, cuja tendência é de queda entre os períodos analisados.

Pode ser observado nos resultados que todos os indicadores da estrutura de propriedade apresentam tendência de decréscimo dentro do período avaliado como também em relação aos estudos anteriores. Segundo Dami *et al.* (2008), a regulação do mercado é o principal determinante da estrutura de propriedade das empresas, mas a instabilidade do mercado também influencia. Além de fatos, como as práticas de governança corporativa fortalecidas na década de 2000 e as mudanças introduzidas pela Lei das Sociedades Anônimas a partir de 2001, há indícios de que os efeitos da crise econômica de 2008 também tenham influenciado essa queda da concentração de propriedade. A crise atingiu o mercado como um todo, e, segundo Ázara, Pessanha e Ázara (2010), as bolsas de valores no mundo todo presenciaram altas quedas no preço das ações da maioria das empresas.

Esse perfil da estrutura de propriedade das empresas no Brasil, cuja concentração tem ficado cada vez mais pulverizada, tem se assemelhado às características do modelo anglo-saxão predominante em países como Estados Unidos e Reino Unido.

A seguir, são descritos os resultados obtidos para as variáveis que caracterizam o desempenho, iniciando-se pelo lucro operacional em relação ao ativo total, apresentado na FIG. 7.

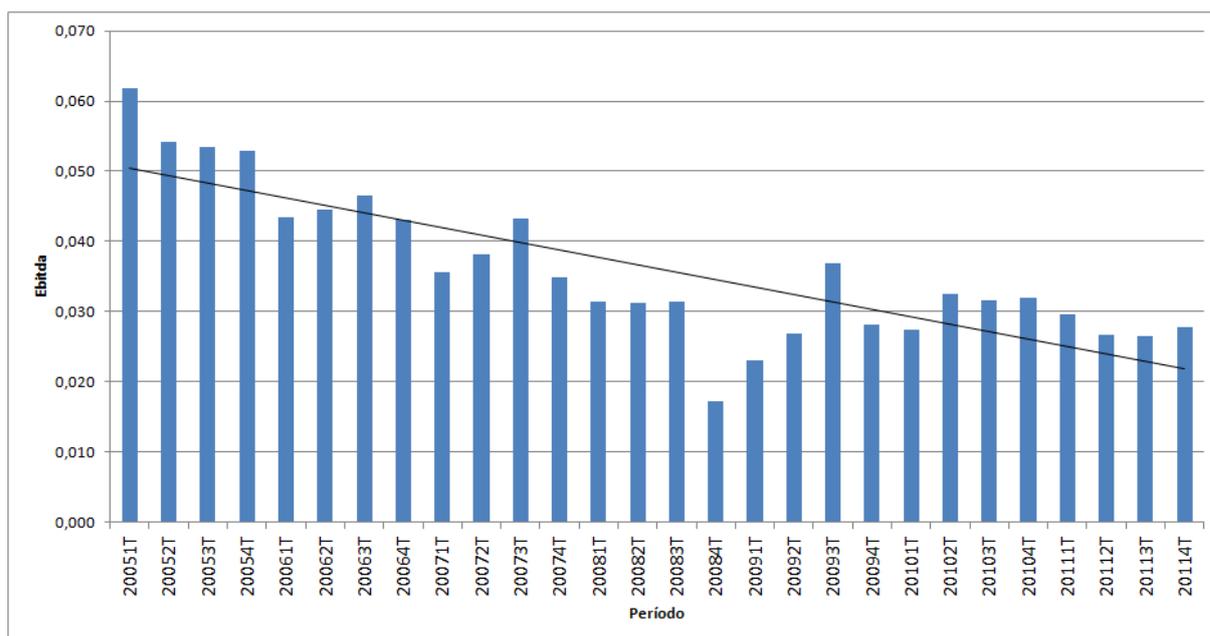
FIGURA 7 – Evolução do lucro operacional em relação ao ativo total



Fonte: Elaborada pela autora

O lucro operacional das empresas em relação ao ativo total apresentou uma média de 0,015 e desvio-padrão de 0,069 dentro dos anos estudados. No 4T 2008, observa-se o menor índice, que foi de -0,022 e, no 2T de 2011, o maior, que foi de 0,041. Outra queda é observada no 3T de 2011. Quanto ao desempenho negativo observado no 4T de 2008 até o 1T de 2009, provavelmente tenha sido reflexo da crise econômica desencadeada no segundo semestre de 2008. O resultado apresenta grande instabilidade dentro do período avaliado com tendência de queda, a mesma tendência identificada em relação ao resultado de Menezes (2009) que apontou média de 0,031. A seguir, a FIG. 8 apresenta a evolução do EBITDA.

FIGURA 8 – Evolução do EBITDA



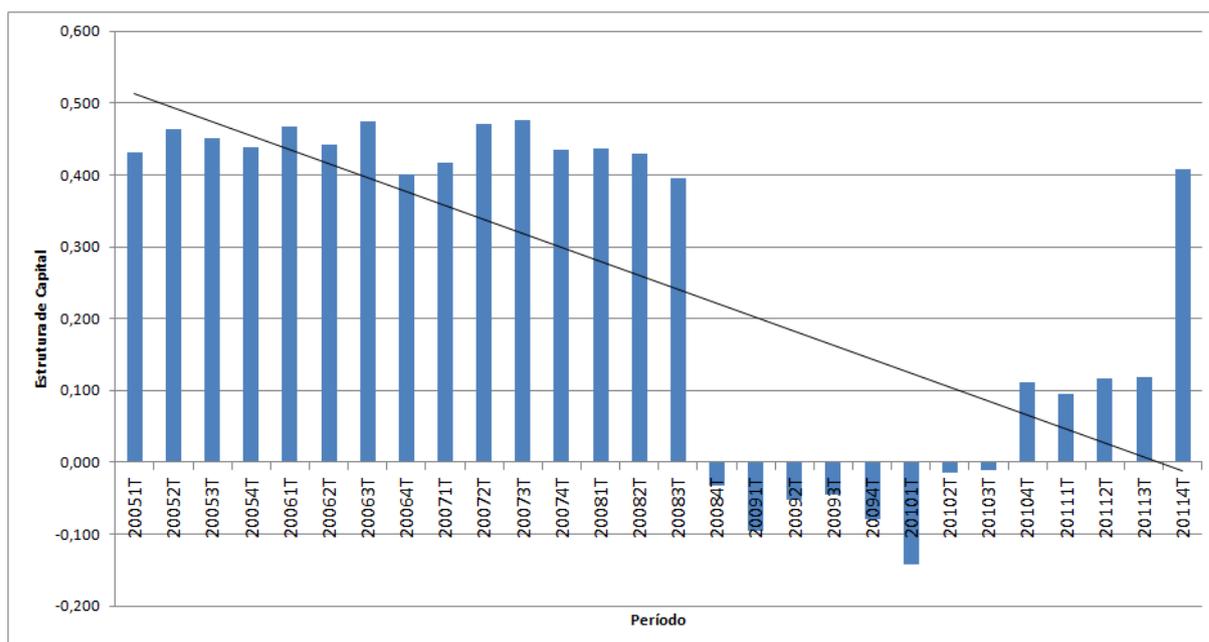
Fonte: Elaborada pela autora

O EBITDA apresentou média global de 0,032 e desvio-padrão de 0,040. No 4T de 2008, observa-se o menor índice que foi de 0,017, provavelmente, reflexo da crise e, em seguida, começa a recuperar e, no 1T de 2005, o maior índice que foi de 0,062. A média de 0,108 encontrada por Menezes (2009) apontava estabilidade em relação aos estudos de Okimura (2003) e Silveira (2004). Percebe-se que o EBITDA apresenta tendência de queda em relação aos anos estudados.

A partir do exercício de 2010, houve alterações nas práticas contábeis no Brasil determinadas pelas Leis 11.638/2007 e 11.941/2009 e pelas normatizações emitidas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), que introduziram modificações na composição, nos conceitos e nos critérios de reconhecimento e mensuração de alguns elementos das Demonstrações Contábeis. Essa questão não é aprofundada neste estudo, entretanto é importante destacar que o Lucro Operacional e o EBITDA refletem também os efeitos dessas alterações a partir do 4T de 2010.

A seguir, são descritos os resultados das variáveis que caracterizam o risco, começando pela estrutura de capital, apresentada na FIG. 9.

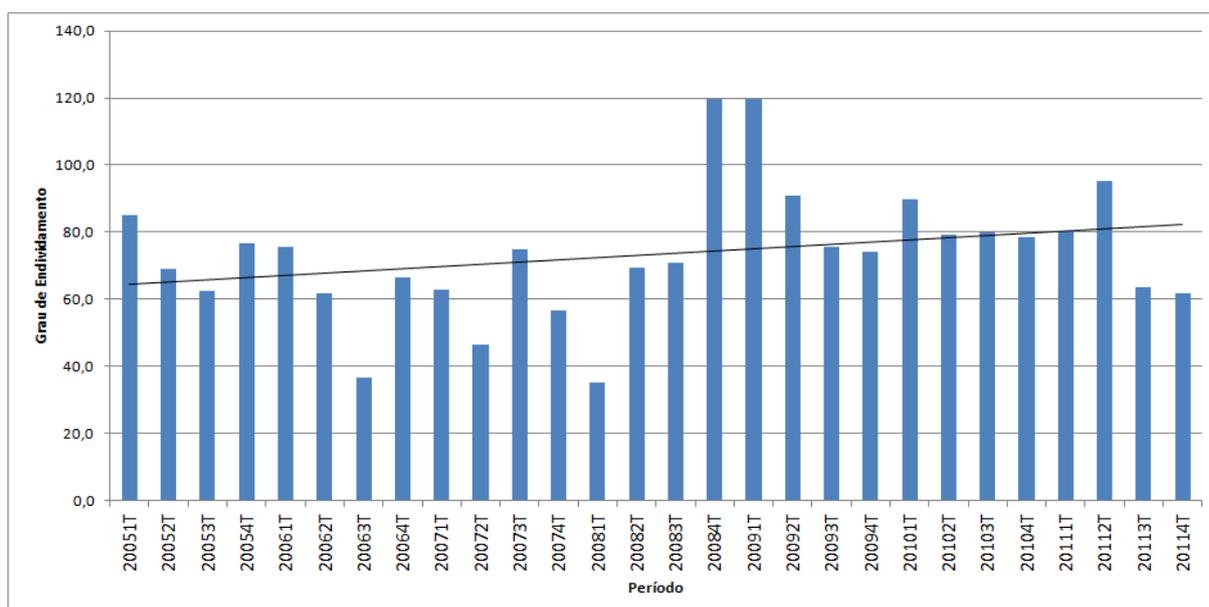
FIGURA 9 – Evolução da estrutura de capital



Fonte: Elaborada pela autora

Entre as empresas pesquisadas no período, a estrutura de capital média foi de 0,214 e o desvio-padrão de 3,269. O menor nível desse indicador foi observado no 1T de 2010, com -0,142 e o maior no 3T de 2007, com 0,447. O resultado apresenta grande instabilidade dentro do período avaliado, estando positivo até o 3T de 2008 e negativo do 4T de 2008 ao 3T de 2010, voltando a ficar positivo a partir de então. A FIG. 10 descreve a evolução do grau de endividamento das empresas.

FIGURA 10 – Evolução do grau de endividamento

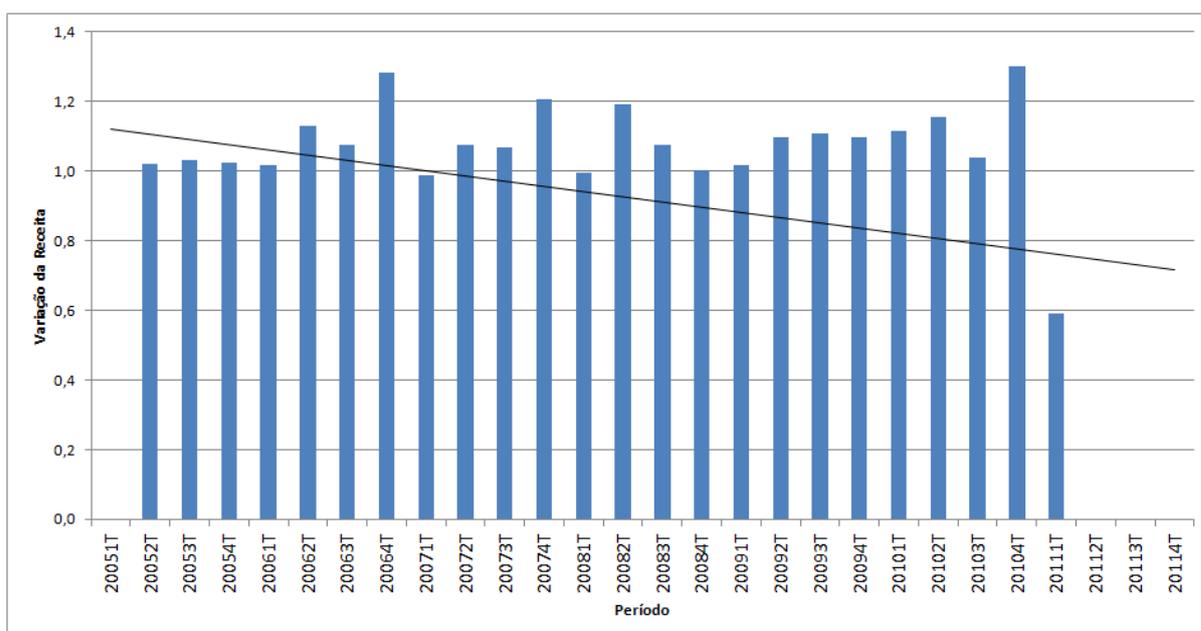


Fonte: Elaborada pela autora

O grau de endividamento apresenta tendência de crescimento nos trimestres estudados, com média global de 74,6 e desvio-padrão de 215,2. O 1T de 2008 foi o trimestre cujo índice apresentou o menor nível médio, de 35,1, e o 4T de 2008 o maior, com 119,7. A partir do 3T de 2011, começam-se a recuperar os níveis de endividamento.

A estrutura de capital negativa do 4T de 2008 ao 3T de 2010, bem como o aumento do endividamento a partir do 4T de 2008 evidenciam um aumento da participação de capital de terceiros na estrutura de capital das empresas. Provavelmente esse cenário também seja reflexo da crise que causou forte instabilidade econômica no mundo inteiro em 2008. De acordo com Ázara, Pessanha e Ázara (2010), os bancos brasileiros não foram atingidos diretamente pela crise, inclusive, podem ter sido os responsáveis pela sustentação da economia durante esse período. Além disso, a partir do 4T de 2010, esses indicadores refletem também os efeitos das modificações das Normas Contábeis, conforme já destacado anteriormente nesse estudo. A FIG. 11 apresenta a evolução da variabilidade de receita no período.

FIGURA 11 – Evolução da variabilidade da receita

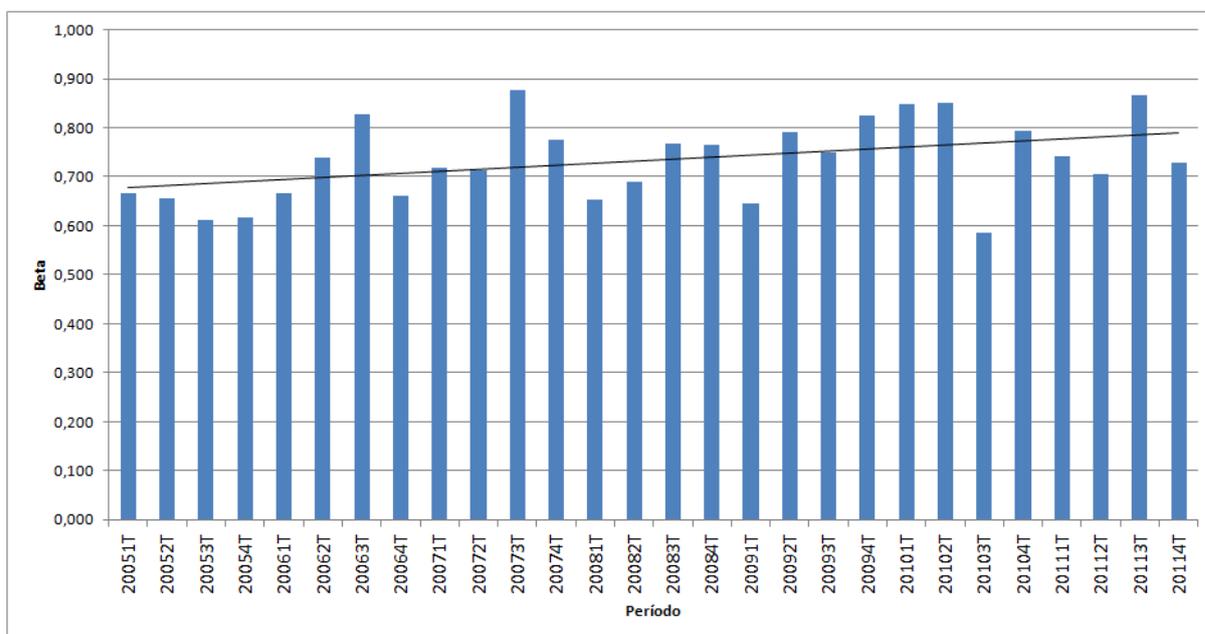


Fonte: Elaborada pela autora

A média global de variabilidade de receita dentro do período foi de 1,1, com um desvio-padrão de 0,513. No 1T de 2011, observa-se o menor índice que foi de 0,590 e no 4T de 2010 o maior, cerca de 1,302. Percebe-se que, apesar do aumento no

grau de endividamento das empresas, a receita apresentou estabilidade nos trimestres estudados. A FIG. 12 apresenta a evolução do beta.

FIGURA 12 – Evolução do beta



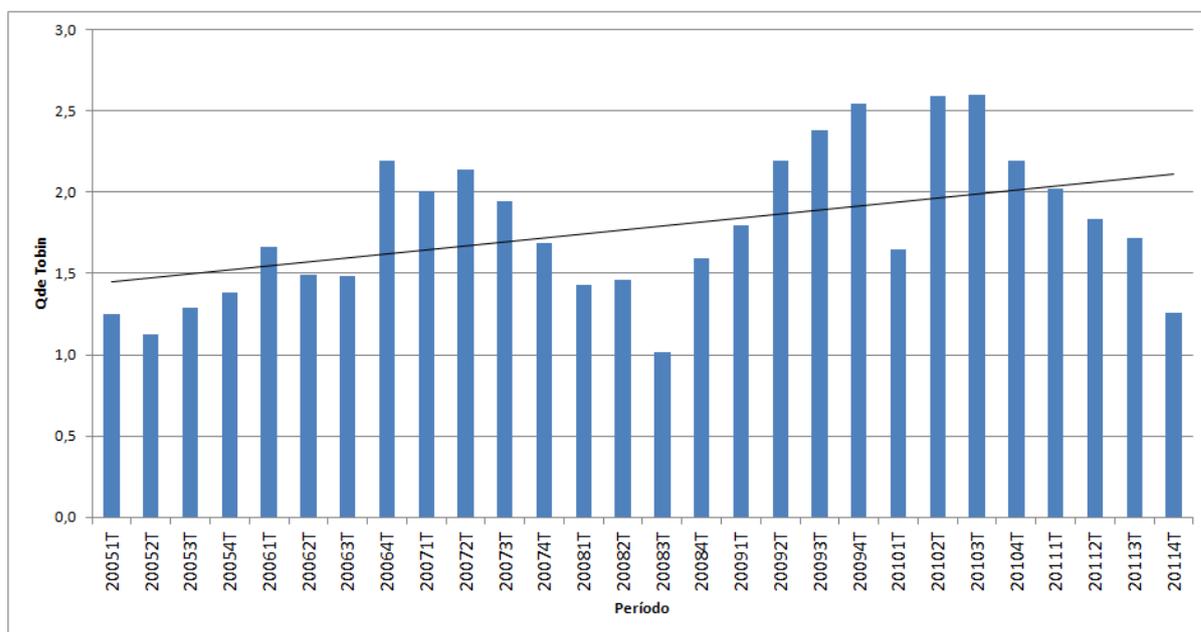
Fonte: Elaborada pela autora

Dentro dos trimestres estudados, o beta apresenta uma média global de 0,749 e um desvio-padrão de 0,451. Observa-se, no 3T de 2007, o maior índice, de 0,877. Nos dois trimestres seguintes, o beta apresenta queda, em seguida, no 3T e 4T de 2008, começa a crescer, no 1T de 2009, apresenta outra queda e, em seguida, crescimento. No 3T de 2010, novamente apresenta queda com o menor índice, de 0,586. O resultado apresenta uma leve tendência de crescimento nos primeiros anos.

Segundo Assaf Neto, Lima e Araújo (2008), betas menores que 1,0, como o apresentado nos resultados, indicam ações com comportamento defensivo, cujo risco e volatilidade são inferiores à média da carteira de mercado, e também menor expectativa de retorno. O beta é a medida do risco não diversificável, isto é, o risco causado por fatores de mercado não controláveis, como guerras, crises, inflação e outros, que afetam as empresas. A queda do índice observada no 1T de 2009 é provável reflexo da crise econômica de 2008.

A seguir, são apresentados os resultados das medidas de valor das empresas, iniciando-se pelo Q de Tobin, descrito na FIG. 13.

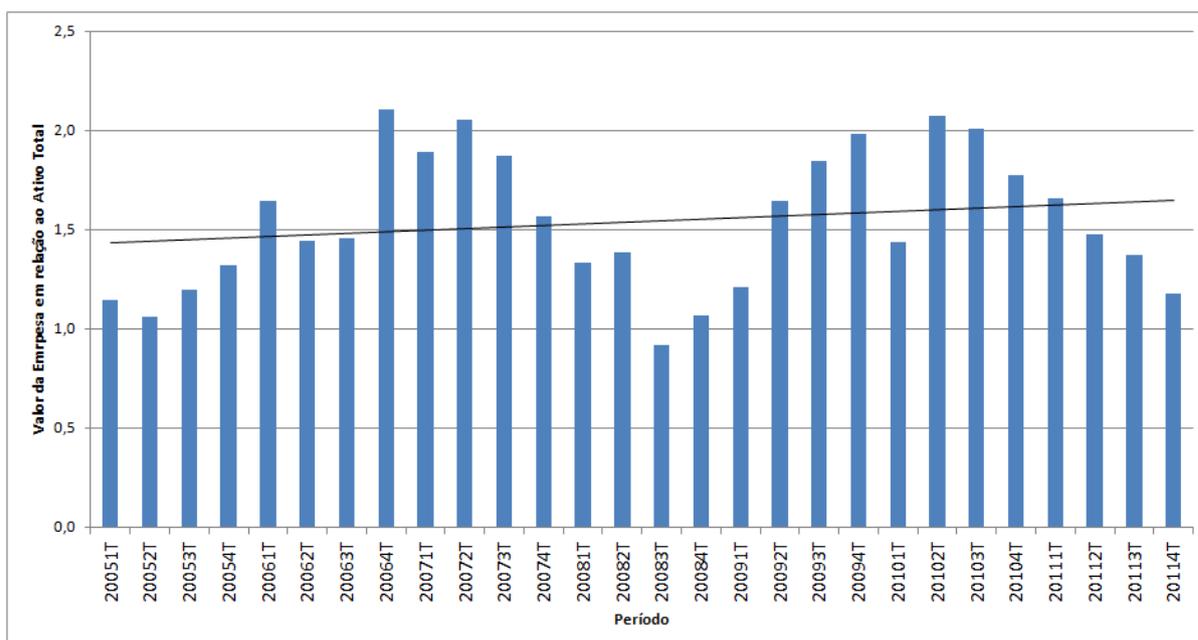
FIGURA 13 – Evolução do Q de Tobin



Fonte: Elaborada pela autora

O índice Q de Tobin apresenta grande instabilidade dentre os trimestres estudados, com média global de 1,835 e desvio-padrão de 7,172. No 3T de 2008, observa-se o menor índice que foi de 1,016 e, no 3T de 2010, o maior, cerca de 2,596. Esse resultado apresenta tendência de crescimento ao longo dos anos. A FIG. 14 apresenta a evolução do valor da empresa em relação ao ativo total.

FIGURA 14 – Evolução do valor das empresas em relação ao ativo total



Fonte: Elaborada pela autora

O valor das empresas em relação ao ativo total, em média, foi de 1,560 com desvio-padrão de 4,261. O 3T de 2008 apresentou o menor índice de 0,916 e, no 4T de 2006, observou-se o maior que foi de 2,106. Esse resultado apresenta grande variabilidade dentro do período estudado, com leve tendência de crescimento.

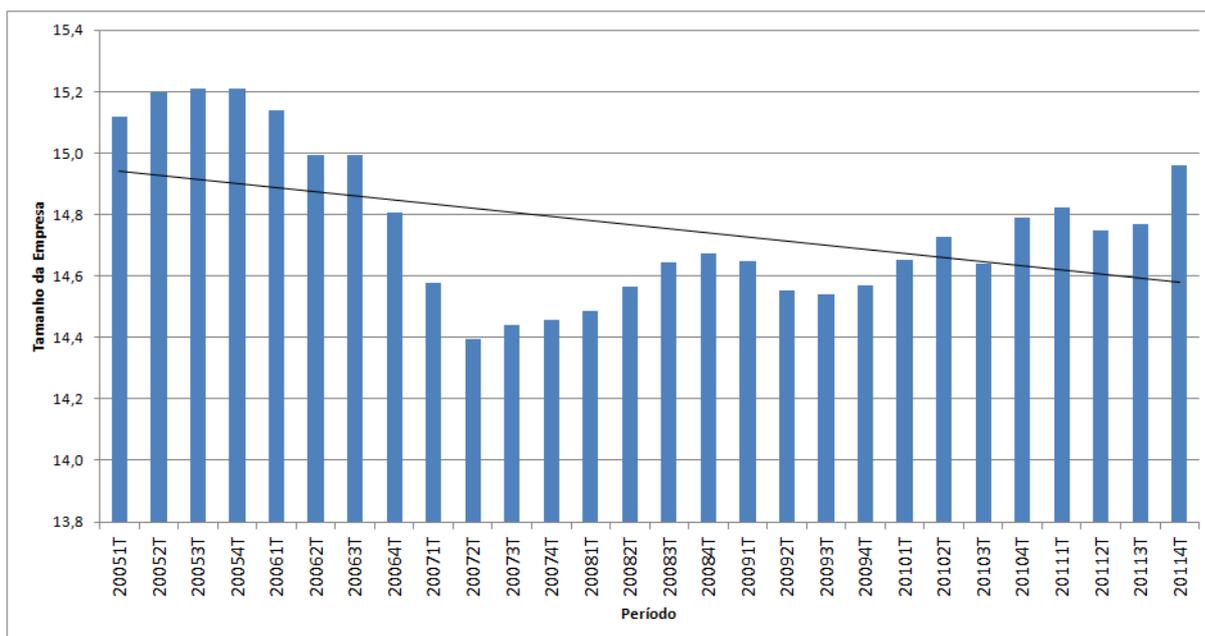
Estudos anteriores, do período de 1998 a 2004, indicavam que as empresas destruíam valor ou investiam em projetos que não agregavam valor para os acionistas (OKIMURA, 2003; MENEZES, 2009). Já a partir de 2005, Menezes (2009) encontrou resultados (Q de Tobin 1,165 e valor da empresa 0,984) que evidenciaram criação de valor pelas empresas. Caixe (2012) apontou uma média de 0,96 para o Q de Tobin e 0,87 para o valor da empresa.

Os resultados dos indicadores de valor, Q de Tobin e valor das empresas em relação ao ativo total, apresentaram comportamentos e médias muito semelhantes. Segundo Assaf Neto (2010), Q de Tobin inferior a 1,0 revela investimentos que apresentam destruição de valor. Assim, os resultados obtidos neste estudo, indicam que as empresas têm criado valor. Em 2008 observa-se uma queda acentuada do índice valor das empresas em relação ao ativo total, principalmente a partir do 3T

quando inclusive apresenta valor abaixo de 1,0. Tais resultados são indícios de provável reflexo da crise econômica de 2008.

A seguir, são descritos os resultados das medidas de controle, iniciando-se pelo tamanho da empresa, conforme mostrado pela FIG. 15.

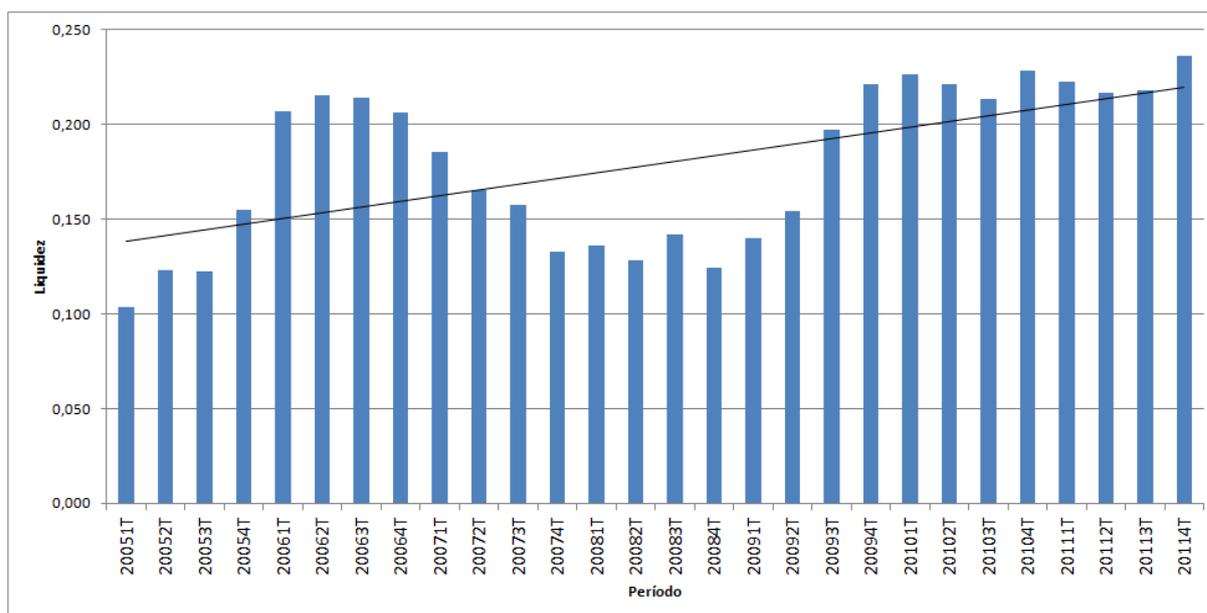
FIGURA 15 – Evolução do tamanho das empresas



Fonte: Elaborada pela autora

Entre as empresas pesquisadas no período, o tamanho médio foi de R\$ 2,5 milhões (exp[14,7]) e desvio de R\$ 1,8 milhões (exp[14,4]). O menor nível foi observado no 2T de 2007, com R\$ 40 milhões (exp[17,5]) e o maior no 3T de 2005 com R\$ 4 milhões (exp[15,2]). O resultado foi superior ao de Okimura (2003) que utilizou esse mesmo indicador. Observa-se patamar mais elevado nos anos de 2005 e 2006, queda em 2007 e 2009, seguidas de tendência de crescimento. Esse resultado demonstra que o tamanho das empresas também parece ter sido afetado pela crise. A FIG. 16 apresenta a evolução da liquidez das empresas.

FIGURA 16 – Evolução da liquidez das empresas



Fonte: Elaborada pela autora

A média global da liquidez foi de 0,183, com desvio-padrão de 0,395. O 1T de 2005 é o ano com menor índice, de 0,130 e o 4t de 2011 com maior, de cerca de 0,236. Observa-se que o índice apresenta um pico no ano de 2006, volta a decrescer e, no 1T de 2009, começa a ser recuperado, voltando a níveis elevados a partir de 2010. A queda observada em 2008 provavelmente tenha sido impactada pela crise. Contudo, o resultado da liquidez demonstra tendência de crescimento dentro do período estudado, bem como em relação aos resultados de Okimura (2003) e Menezes (2009), cujas médias encontradas foram 0,168 e 0,1315 respectivamente.

4.2 Avaliação das hipóteses

A avaliação das hipóteses foi realizada por meio da aplicação do modelo de regressão linear e utilizou como variáveis de controle o tamanho da empresa e a liquidez em todas as associações. Os resultados para cada grupo de hipóteses do estudo são apresentados nesta seção.

A seguir são descritos os resultados das hipóteses levantadas sobre a influência da estrutura de propriedade na criação de valor das empresas:

- *H0a (hipótese nula): a estrutura de propriedade não influencia na criação de valor das empresas;*
- *H1a (alternativa): a estrutura de propriedade influencia na criação de valor das empresas.*

Para avaliar essas hipóteses, foram feitas duas análises, uma em relação ao Q de Tobin e outra para o valor da empresa em relação ao ativo total. A TAB. 2, a seguir, apresenta os resultados do modelo de regressão linear em relação ao Q de Tobin.

TABELA 2 – Regressão linear para o Q de Tobin em relação à estrutura de propriedade

Resposta	Variáveis Independentes	Coefficiente	P-valor (Significância)
<i>Q de Tobin (Criação de Valor)</i>	Constante	1,405	0,141
	Concentração de Controle	-0,019	0,091
	Concentração de Ações Preferenciais	-0,012	0,037
	Concentração de Propriedade Total	0,051	0,002
	Excesso de votos Acionista Controlador	0,652	0,051
	Perc. Ações Ordinárias do 2º e 3º Maiores Acionistas	0,004	0,621
	Tamanho da Empresa	-0,084	0,105
	Liquidez	0,252	0,336
P-valor ANOVA = 0,166		R² Ajust. = 0,064	

$Q \text{ de Tobin} = EP * \beta_{EP} + \text{Controle} * \beta_{CONT.}$

Fonte: Elaborada pela autora

A partir da análise da TAB. 2, é possível observar que a estrutura de propriedade influencia no resultado do Q de Tobin, no sentido de que a concentração de ações preferenciais e de propriedade total apresenta associação significativa com esse indicador. Essa conclusão é obtida a partir das probabilidades de significância (p-valor) obtidas no modelo de regressão, cujos valores estão abaixo do nível mínimo de significância (0,05). As variáveis de controle não apresentam associação significativa com o Q de Tobin.

As associações indicam que quanto menor a concentração de ações preferenciais (Coef = -0,012) e quanto maior a concentração de propriedade total (Coef = 0,051), maior é o valor do Q de Tobin. O coeficiente de determinação ajustado (R² Ajust.)

indica que a estrutura de propriedade, controlada pelo tamanho e pela liquidez das empresas, explica cerca de 6,4% da variabilidade do Q de Tobin.

Menezes (2009) também obteve relações positivas e significativas entre a concentração de ações preferenciais e a criação de valor.

A seguir, é apresentado o modelo de regressão que avalia a influência da estrutura de propriedade no valor da empresa em relação ao ativo total. Os resultados são descritos pela TAB. 3.

TABELA 3 – Regressão linear para o valor da empresa dividido pelo ativo total em relação à estrutura de propriedade

Resposta	Variáveis Independentes	Coefficiente	P-valor (Significância)
<i>Valor da Empresa em relação ao Ativo Total (Criação de Valor)</i>	Constante	1,674	0,056
	Concentração de Controle	-0,019	0,064
	Concentração de Ações Preferenciais	-0,008	0,148
	Concentração de Propriedade Total	0,047	0,002
	Excesso de votos Acionista Controlador	0,698	0,023
	Perc. Ações Ordinárias 2º e 3º Maiores Acionistas	0,002	0,723
	Tamanho da Empresa	-0,110	0,022
	Liquidez	0,379	0,117
P-valor ANOVA = 0,003		R² Ajust. = 0,315	

Valor em relação ao ativo total = EP * β_{EP} + Controle * β_{CONT} .

Fonte: Elaborada pela autora

Observe que a estrutura de propriedade influencia significativamente na criação de valor, no sentido de que a concentração de propriedade total e o excesso de votos do acionista controlador influenciam no valor da empresa em relação ao ativo total da empresa. Essa conclusão é obtida a partir das probabilidades de significância (p-valor) obtidas no modelo de regressão, cujos valores estão abaixo do nível mínimo de significância (0,05) para as associações. Entre as variáveis de controle, o tamanho da empresa também influencia significativamente no valor da empresa em relação ao ativo total.

As associações indicam que, quanto maior a concentração de propriedade total e quanto maior o excesso de votos do acionista controlador, maior é o valor da empresa em relação ao ativo total.

Menezes (2009) encontrou relação quadrática entre concentração de controle e criação de valor, e, diferente do resultado deste estudo, encontrou relação negativa entre excesso de voto e criação de valor, o mesmo resultado apontado por Okimura, Silveira e Rocha (2007).

O coeficiente de determinação ajustado (R^2 Ajust.) indica que as variáveis de estrutura de propriedade e controle explicam cerca de 31,5% da variabilidade do valor da empresa em relação ao ativo total, sendo esse valor considerado satisfatório tendo em vista a gama de variáveis que influenciam neste indicador. A partir dos resultados apresentados pela TAB. 2 e pela TAB. 3, é possível concluir que a estrutura de propriedade influencia a criação de valor para as empresas estudadas no período avaliado.

A seguir são descritos os resultados das hipóteses levantadas sobre a influência da estrutura de propriedade no desempenho das empresas:

- *H0b (hipótese nula): a estrutura de propriedade não influencia no desempenho das empresas;*
- *H1b (alternativa): a estrutura de propriedade influencia no desempenho das empresas;*
- *H2b (alternativa): o desempenho das empresas influencia na criação de valor;*
- *H3b (alternativa): no caso em que a estrutura de propriedade influencia no desempenho das empresas, existe influência indireta com a criação de valor.*

Inicialmente foi avaliada a hipótese H1b, a partir de dois modelos de regressão, um que utiliza como resposta o lucro operacional em relação ao ativo total e outro que considera o EBITDA como resposta. A TAB. 4, descrita a seguir, apresenta o modelo de regressão obtido a partir do modelo que utiliza as variáveis de estrutura de propriedade para explicar o lucro operacional em relação ao ativo total.

TABELA 4 – Regressão linear para o lucro operacional dividido pelo ativo total em relação à estrutura de propriedade.

Resposta	Variáveis Independentes	Coefficiente	P-valor (Significância)
<i>Lucro Operacional em relação ao Ativo Total (Desempenho)</i>	Constante	-0,083	0,016
	Concentração de Controle	0,000	0,840
	Concentração de Ações Preferenciais	0,000	0,143
	Concentração de Propriedade Total	0,000	0,665
	Excesso de votos Acionista Controlador	0,010	0,371
	Perc. Ações Ordinárias 2º e 3º Maiores Acionistas	0,000	0,274
	Tamanho da Empresa	0,005	0,070
	Liquidez	0,007	0,403
P-valor ANOVA = 0,126		R² Ajust. = 0,126	

Lucro Op. em relação ao ativo total = EP * β_{EP} + Controle * β_{CONT} .

Fonte: Elaborada pela autora

Percebe-se que a estrutura de propriedade não apresenta influência significativa no lucro operacional em relação ao ativo total das empresas dentro do período avaliado, em nenhum dos índices que compõem essa questão. Essa conclusão é obtida a partir das probabilidades de significância (p-valor), obtidas no modelo de regressão, cujos valores estão acima do nível mínimo de significância (0,05). As variáveis de controle também não apresentam associação significativa com o lucro operacional em relação ao ativo total. A partir do coeficiente de determinação ajustado (R² Ajust.), é possível observar que as variáveis de estrutura de propriedade explicam apenas 12,6% da variabilidade do lucro operacional em relação ao ativo total.

Resultado diferente foi apontado por Okimura, Silveira e Rocha (2007) que encontraram relações positivas entre o excesso de votos e a variável de desempenho lucro operacional em relação ao ativo total.

A seguir, é apresentado o modelo de regressão que avalia a influência da estrutura de propriedade sobre o EBITDA. Os resultados são descritos pela TAB. 5.

TABELA 5 – Regressão linear para o EBITDA em relação à estrutura de propriedade

Resposta	Variáveis Independentes	Coefficiente	P-valor (Significância)
<i>EBITDA</i> (Desempenho)	Constante	0,041	0,385
	Concentração de Controle	0,000	0,842
	Concentração de Ações Preferenciais	0,000	0,191
	Concentração de Propriedade Total	0,001	0,465
	Excesso de votos Acionista Controlador	0,013	0,424
	Perc. Ações Ordinárias 2º e 3º Maiores Acionistas	0,000	0,248
	Tamanho da Empresa	-0,003	0,256
	Liquidez	0,017	0,118
P-valor ANOVA = 0,238		R² Ajust. = 0,097	

$$EBITDA = EP * \beta_{EP} + \text{Controle} * \beta_{CONT.}$$

Fonte: Elaborada pela autora

Observa-se que a estrutura de propriedade não influencia no valor do EBITDA, para nenhum dos índices que compõem essa questão, de acordo com as probabilidades de significância (p-valor) obtidas no modelo de regressão, cujos valores estão acima do nível mínimo de significância (0,05). A partir dos resultados obtidos pelas TAB. 4 e 5, é possível concluir que a estrutura de propriedade não influencia no desempenho das empresas estudadas dentro do período avaliado.

Diferente dos resultados obtidos neste estudo, Okimura, Silveira e Rocha (2007) encontraram relações positivas entre excesso de votos e desempenho, e Menezes (2009) também identificou relações lineares positivas entre concentração de ações ordinárias, preferenciais e totais com o LAJIRDA.

Para avaliar a hipótese H2b, foi construído o modelo de regressão que utiliza o desempenho como variável independente e a criação de valor como variável dependente. Dois modelos foram construídos para as variáveis de criação de valor, um para o Q de Tobin e outro para o valor da empresa em relação ao ativo total. O primeiro é apresentado pela TAB. 6.

TABELA 6 – Regressão linear para o Q de Tobin em relação ao desempenho

Resposta	Variáveis Independentes	Coefficiente	P-valor (Significância)
<i>Q de Tobin (Criação de Valor)</i>	Constante	5,397	< 0,001
	Lucro Operacional em relação ao Ativo Total	-2,423	< 0,012
	EBITDA	12,517	< 0,001
	Tamanho da Empresa	-0,309	< 0,001
	Liquidez	1,120	< 0,001
P-valor ANOVA < 0,001		R² Ajust. = 0,305	

$$Q \text{ de Tobin} = \text{DESEMP} * \beta_{\text{DESEMP}} + \text{Controle} * \beta_{\text{CONT.}}$$

Fonte: Elaborada pela autora

A partir da análise da TAB. 6, é possível observar que existe associação significativa entre o desempenho e o Q de Tobin, sendo a probabilidade de significância do modelo global (P-valor ANOVA) menor que 0,05. Tanto o lucro operacional em relação ao ativo total, quanto o EBITDA influenciam de forma significativa no índice. As variáveis de controle também apresentam associação significativa com o índice. A partir do coeficiente de determinação ajustado (R² Ajust.), é possível observar que as variáveis de desempenho controladas pelo tamanho e liquidez conseguem explicar cerca de 30% da variabilidade do Q de Tobin. Percebe-se ainda que, quanto menor o lucro operacional da empresa e quanto maior o EBITDA, maior é o valor do Q de Tobin (Criação de Valor). A TAB. 7 apresenta o modelo de regressão que avalia a influência do desempenho no valor da empresa em relação ao ativo total.

TABELA 7 – Regressão linear para o valor da empresa dividido pelo ativo total em relação ao desempenho

Resposta	Variáveis Independentes	Coefficiente	P-valor (Significância)
<i>Valor da Empresa em relação ao Ativo Total (Criação de Valor)</i>	Constante	4,629	< 0,001
	Lucro Operacional em relação ao Ativo Total	0,746	0,397
	EBITDA	11,145	< 0,001
	Tamanho da Empresa	-0,262	< 0,001
	Liquidez	1,023	< 0,001
P-valor ANOVA < 0,001		R² Ajust. = 0,347	

$$\text{Valor em relação ao ativo total} = \text{DESEMP} * \beta_{\text{DESEMP}} + \text{Controle} * \beta_{\text{CONT.}}$$

Fonte: Elaborada pela autora

Os resultados indicam que existe associação significativa entre o desempenho e o valor da empresa em relação ao ativo total (P-valor ANOVA < 0,001), no sentido de que, quanto maior o EBITDA, maior será o valor da empresa em relação ao ativo total. As variáveis de controle também apresentam associação significativa com o valor da empresa em relação ao ativo total, sendo que, quanto menor o tamanho da empresa e quanto maior sua liquidez, maior seu valor em relação ao ativo total.

A partir do coeficiente de determinação ajustado (R^2 Ajust.), é possível observar que o modelo consegue explicar cerca de 35% da variabilidade do valor da empresa em relação ao ativo total, sendo este considerado satisfatório tendo em vista a gama de variáveis que influenciam neste índice.

A partir das TAB. 6 e 7, é possível concluir que o desempenho das empresas influencia na criação de valor. Porém, a estrutura de propriedade não influencia no desempenho, sendo assim, indiretamente, não influencia na criação de valor.

A seguir são descritos os resultados das hipóteses levantadas sobre a influência da estrutura de propriedade no risco das empresas:

- *H0c (hipótese nula): a estrutura de propriedade não influencia o risco;*
- *H1c (alternativa): a estrutura de propriedade influencia o risco;*
- *H2c (alternativa): no caso em que a estrutura de propriedade influencia o risco, nas estruturas mais concentradas, o risco é maior e, nas estruturas mais dispersas, o risco é menor;*
- *H3c (alternativa): o risco influencia na criação de valor das empresas;*
- *H4c (alternativa): no caso em que a estrutura de propriedade influencia o risco, existe uma influência indireta com a criação de valor.*

Na avaliação das hipóteses H1c e H2c, foram construídos quatro modelos de regressão que utilizaram como resposta, a estrutura de capital, o grau de endividamento, a variabilidade da receita e o beta, respectivamente. A TAB. 8 apresenta o resultado obtido no modelo que utilizou a estrutura de propriedade para explicar a variável estrutura de capital.

TABELA 8 – Regressão linear para a estrutura de capital em relação à estrutura de propriedade

Resposta	Variáveis Independentes	Coefficiente	P-valor (Significância)
<i>Estrutura de Capital (Risco)</i>	Constante	0,679	0,010
	Concentração de Controle	0,004	0,143
	Concentração de Ações Preferenciais	0,005	0,002
	Concentração de Propriedade Total	-0,006	0,165
	Excesso de votos Acionista Controlador	-0,043	0,621
	Perc. Ações Ordinárias 2º e 3º Maiores Acionistas	0,002	0,240
	Tamanho da Empresa	-0,029	0,041
	Liquidez	0,181	0,013
P-valor ANOVA = 0,003		R² Ajust. = 0,309	

Estrutura de Capital = EP * β_{EP} + Controle * β_{CONT} .

Fonte: Elaborada pela autora

Percebe-se que a estrutura de propriedade influencia de forma significativa na estrutura de capital das empresas no período avaliado, por meio da concentração de ações preferenciais. As associações indicam que, quanto maior a concentração de ações preferenciais, maior é o índice de estrutura de capital. Essa conclusão é obtida a partir das probabilidades de significância (p-valor) obtidas no modelo de regressão, cujo valor ficou abaixo do nível mínimo de significância (0,05).

As variáveis de controle também influenciam significativamente na estrutura de capital das empresas, cujas associações indicam que, quanto menor o tamanho e quanto maior a liquidez, maior é o índice de estrutura de capital. A partir do coeficiente de determinação ajustado (R² Ajust.), é possível observar que as variáveis de estrutura de propriedade controladas pelo tamanho e liquidez explicam cerca de 31% da variabilidade da estrutura de capital.

A seguir, é apresentado o modelo de regressão que avalia a influência da estrutura de propriedade no grau de endividamento das empresas. Os resultados são descritos pela TAB. 9.

TABELA 9 – Regressão linear para o grau de endividamento em relação à estrutura de propriedade

Resposta	Variáveis Independentes	Coefficiente	P-valor (Significância)
<i>Grau Endividamento (Risco)</i>	Constante	212,496	0,019
	Concentração de Controle	-0,698	0,486
	Concentração de Ações Preferenciais	-0,135	0,797
	Concentração de Propriedade Total	1,193	0,413
	Excesso de votos Acionista Controlador	38,163	0,211
	Perc. Ações Ordinárias 2º e 3º Maiores Acionistas	-0,597	0,393
	Tamanho da Empresa	-10,469	0,052
	Liquidez	1,272	0,958
P-valor ANOVA = 0,366		R² Ajust. = 0,020	

Grau Endividamento = EP * β_{EP} + Controle * β_{CONT} .

Fonte: Elaborada pela autora

A partir da análise da TAB. 9, é possível observar que nenhuma das variáveis que compreendem o conceito de estrutura de propriedade influencia de forma significativa no grau de endividamento das empresas, sendo a probabilidade de significância do teste, p-valor maior que 0,05 para todas as características. O mesmo ocorre para as variáveis de controle, tamanho da empresa e liquidez. A partir do coeficiente de determinação ajustado (R² Ajust.), percebe-se que as variáveis de estrutura de propriedade controladas pelo tamanho e liquidez não apresentam explicação importante para o grau de endividamento, sendo esse indicador muito próximo de 0. A TAB. 10 apresenta o modelo de regressão que avalia a influência da estrutura de propriedade na variabilidade de receita.

TABELA 10 – Regressão linear para a variabilidade da receita em relação à estrutura de propriedade

(continua)

Resposta	Variáveis Independentes	Coefficiente	P-valor (Significância)
<i>Variabilidade da Receita (Risco)</i>	Constante	0,599	0,043
	Concentração de Controle	0,005	0,098
	Concentração de Ações Preferenciais	0,000	0,979
	Concentração de Propriedade Total	-0,005	0,327
	Excesso de votos Acionista Controlador	-0,089	0,363

TABELA 10 – Regressão linear para a variabilidade da receita em relação à estrutura de propriedade

(conclusão)

Resposta	Variáveis Independentes	Coefficiente	P-valor (Significância)
<i>Variabilidade da Receita (Risco)</i>	Constante	0,599	0,043
	Perc. Ações Ordinárias 2º e 3º Maiores Acionistas	0,004	0,081
	Tamanho da Empresa	0,019	0,210
	Liquidez	0,144	0,085
P-valor ANOVA = 0,089		R² Ajust. = 0,192	

Variabilidade de Receita = EP * β_{EP} + Controle * β_{CONT} .

Fonte: Elaborada pela autora

Percebe-se que a estrutura de propriedade não influencia de forma significativa na variabilidade de receita das empresas dentro do período avaliado. Essa conclusão é obtida a partir das probabilidades de significância (p-valor) obtidas no modelo de regressão, cujo valor ficou abaixo do nível mínimo de significância (0,05), o mesmo ocorrendo para as variáveis de controle. O modelo construído explica cerca de 19% da variabilidade da receita (R² Ajust.).

A seguir, é construído o modelo de regressão que avalia a influência da estrutura de propriedade sobre beta. Os resultados são descritos pela TAB. 11.

TABELA 11 – Regressão linear para o beta em relação à estrutura de propriedade

Resposta	Variáveis Independentes	Coefficiente	P-valor (Significância)
<i>Beta (Risco)</i>	Constante	-3,875	0,254
	Concentração de Controle	0,008	0,843
	Concentração de Ações Preferenciais	-0,046	0,067
	Concentração de Propriedade Total	0,060	0,046
	Excesso de votos Acionista Controlador	2,992	0,347
	Perc. Ações Ordinárias 2º e 3º Maiores Acionistas	0,178	0,299
	Tamanho da Empresa	-0,090	0,471
	Liquidez	0,584	0,441
P-valor ANOVA = 0,099		R² Ajust. = 0,216	

Beta = EP * β_{EP} + Controle * β_{CONT} .

Fonte: Elaborada pela autora

Nota-se que nenhuma das variáveis que compreendem o conceito de estrutura de propriedade influencia de forma significativa no beta das empresas, sendo a probabilidade de significância do teste, p-valor maior que 0,05 para todas as características. O mesmo ocorre para as variáveis de controle, tamanho da empresa e liquidez.

A seguir, é feita a avaliação da hipótese H3c, se o risco influencia na criação de valor para as empresas. Para tanto, foram construídos dois modelos de regressão, um que utiliza como resposta o Q de Tobin e outro que utiliza o valor da empresa em relação ao ativo total como resposta. A TAB. 12, a seguir, apresenta o modelo de regressão obtido para o Q de Tobin.

TABELA 12 – Regressão linear para o Q de Tobin em relação às variáveis de risco

Resposta	Variáveis Independentes	Coeficiente	P-valor (Significância)
<i>Q de Tobin (Criação de valor)</i>	Constante	5,359	< 0,001
	Estrutura de Capital	-0,871	< 0,001
	Grau de Endividamento	0,000	0,777
	Variabilidade da Receita	-0,030	0,723
	Beta	-0,156	0,085
	Tamanho da Empresa	-0,253	< 0,001
	Liquidez	0,906	< 0,001
P-valor ANOVA < 0,001		R² Ajust. = 0,171	

Q de Tobin = Risco * β_{Risco} + Controle * $\beta_{\text{CONT.}}$

Fonte: Elaborada pela autora

Percebe-se, a partir da TAB. 12, que o risco influencia significativamente na criação de valor para as empresas, no sentido de que a estrutura de capital está associada significativamente com o Q de Tobin, sendo a probabilidade de significância do teste, p-valor menor que 0,05 para essa característica. O mesmo ocorre para o tamanho da empresa e sua liquidez.

A partir desses resultados, é possível concluir que, quanto menor o índice de estrutura de capital e o tamanho da empresa, e quanto maior a liquidez, maior é o valor Q de Tobin. O coeficiente de determinação ajustado (R² Ajust.) indica que cerca de 17% da variabilidade do Q de Tobin são explicados pelas variáveis de

risco, controladas pelo tamanho e liquidez das empresas. A TAB. 13 apresenta o modelo que utiliza as variáveis de risco para explicar o valor da empresa em relação ao ativo total.

TABELA 13 – Regressão linear para o valor da empresa dividido pelo ativo total em relação às variáveis de risco

Resposta	Variáveis Independentes	Coefficiente	P-valor (Significância)
<i>Valor da Empresa em Relação ao Ativo Total (Criação de Valor)</i>	Constante	4,936	< 0,001
	Estrutura de Capital	-0,048	0,711
	Grau de Endividamento	0,001	0,020
	Variabilidade da Receita	-0,058	0,479
	Beta	-0,135	0,124
	Tamanho da Empresa	-0,254	< 0,001
	Liquidez	0,923	< 0,001
P-valor ANOVA < 0,001		R² Ajust. = 0,138	

Valor empresa em relação ao ativo = Risco * β_{Risco} + Controle * $\beta_{\text{CONT.}}$

Fonte: Elaborada pela autora

Observa-se a partir da análise da TAB. 13, que novamente o risco influencia significativamente na criação de valor das empresas por meio do grau de endividamento que está associado significativamente com o valor da empresa em relação ao ativo total. A probabilidade de significância do teste (p-valor) foi menor que 0,05 neste caso, o mesmo ocorrendo para o tamanho e a liquidez das empresas.

A partir desses resultados é possível concluir que, quanto maior o grau de endividamento, quanto maior a liquidez e quanto menor o tamanho, maior é o valor da empresa em relação ao ativo total. Observa-se que o coeficiente de determinação ajustado (R² Ajust.) apresenta um resultado razoável, indicando que 14% da variabilidade do valor da empresa em relação ao ativo total são explicados pelo modelo.

Lameira *et al.* (2008) encontraram existência de relação entre estrutura de propriedade menos concentrada com menor risco medido pelo beta, relação não encontrada neste estudo. Entretanto, a partir da associação entre a estrutura de

propriedade e a estrutura de capital, corrobora-se a conclusão do autor de que propriedades mais difusas são mais bem avaliadas pelo mercado em termos de seu risco e valor de mercado.

4.3 Validação dos modelos

O modelo de regressão linear é construído sobre as suposições de que os resíduos são normalmente distribuídos, independentes uns dos outros e com variância constante em torno da média 0 (zero). Para todos os modelos construídos, a avaliação da normalidade dos resíduos mostrou que estes seguem uma distribuição aproximadamente normal com variância constante em torno da média 0 e são independentes. Portanto, pode-se considerar que as conclusões obtidas para o modelo de regressão são válidas.

4.4 Comparação entre períodos de convergência das normas contábeis

A amostra analisada contempla um período em que houve alteração nas práticas contábeis no Brasil, introduzidas pelas Leis 11.638/2007 e 11.941/2009, além da emissão de normatizações pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) que modificou a composição dos elementos das Demonstrações Contábeis, conceitos e critérios de reconhecimento e mensuração (CARVALHO *et al.*, 2011). Essa legislação determinava que algumas empresas brasileiras, entre elas todas as empresas de capital aberto, deveriam aderir aos *International Financial Reporting Standards* (IFRS) a partir de 2010, apresentando as demonstrações contábeis em novo padrão (MARIA JÚNIOR, 2012).

Nesse processo de convergência, alguns estudos (SANTOS; CALIXTO, 2009; CUNHA *et al.*, 2010; CARVALHO *et al.*, 2011; FILIPIN *et al.*, 2012; MARIA JÚNIOR *et al.*, 2012) constataram impactos no patrimônio líquido, no resultado do exercício, nos índices econômico-financeiros e de estrutura de capital, inclusive no exercício de 2008 quando algumas empresas já estavam se adaptando às novas normas.

Ressalta-se que este estudo não aprofunda o tratamento dado a essa questão. A base de dados Econômica separa os períodos em planos de contas diferentes e

passou a apresentar o novo formato do Balanço Patrimonial a partir do último trimestre de 2010. Além disso, a amostra utiliza empresas de diferentes setores, o que pode aviesar os dados. Entretanto, optou-se por fazer uma comparação dos índices trabalhados no estudo entre os períodos, antes e depois da convergência da norma contábil. Inicialmente foram avaliados os resultados de 2005 a 2007 versus de 2008 em diante, cujos resultados são apresentados pela A TAB. 14.

TABELA 14 – Comparação dos índices entre 2005 e 2007 versus 2008 a 2011

(continua)

Índice	Período	Média	Mediana	Desvio Padrão	P-valor
Concentração de Controle	Antes 2008	52,963	52,650	25,707	0,015
	De 2008 em diante	41,111	36,900	24,210	
Concentração de Ações Preferenciais	Antes 2008	38,612	36,870	25,756	0,111
	De 2008 em diante	28,537	19,805	27,146	
Concentração de Propriedade Total	Antes 2008	46,911	48,350	27,958	0,048
	De 2008 em diante	36,494	31,750	21,479	
Excesso de Votos Acionista Controlador	Antes 2008	0,253	0,001	0,497	0,004
	De 2008 em diante	0,124	0,000	0,378	
% Ações Ord. 2º e 3º Maiores Acionistas	Antes 2008	26,013	29,290	11,036	< 0,001
	De 2008 em diante	18,181	17,750	9,961	
Lucro Operacional em Relação ao Ativo Total	Antes 2008	0,020	0,020	0,049	< 0,001
	De 2008 em diante	0,011	0,016	0,079	
EBITDA	Antes 2008	0,043	0,041	0,033	< 0,001
	De 2008 em diante	0,029	0,027	0,041	
Estrutura de Capital	Antes 2008	0,448	0,473	0,313	< 0,001
	De 2008 em diante	0,104	0,428	3,951	
Grau de Endividamento	Antes 2008	63,269	41,100	194,109	< 0,001
	De 2008 em diante	79,891	55,650	224,236	
Variabilidade da Receita	Antes 2008	1,092	1,033	0,470	0,463
	De 2008 em diante	1,083	1,035	0,539	
Beta	Antes 2008	0,734	0,729	0,445	0,325
	De 2008 em diante	0,753	0,756	0,453	
Q de Tobin	Antes 2008	1,715	1,285	2,108	< 0,001
	De 2008 em diante	1,891	0,980	8,568	
Valor da Empresa em Relação ao Ativo Total	Antes 2008	1,636	1,223	2,094	< 0,001
	De 2008 em diante	1,525	0,892	4,949	

TABELA 14 – Comparação dos índices entre 2005 e 2007 versus 2008 a 2011

(conclusão)

Índice	Período	Média	Mediana	Desvio Padrão	P-valor
Tamanho da Empresa*	Antes 2008	14,780	14,653	1,694	0,102
	De 2008 em diante	14,678	14,654	1,639	
Liquidez	Antes 2008	1,115	0,039	9,698	0,219
	De 2008 em diante	0,793	0,037	7,739	

*LN (Tamanho Empresa)

Fonte: Elaborada pela autora

Percebe-se, entre os itens avaliados, que houve queda significativa na concentração de controle, concentração de propriedade total, excesso de votos do acionista controlador, percentual de ações ordinárias do segundo e terceiro maiores acionistas, lucro operacional em relação ao ativo total, EBITDA, estrutura de capital e valor da empresa em relação ao ativo total. Já o grau de endividamento e o Q de Tobin apresentaram crescimento significativo de 2008 em diante se comparados aos anos anteriores. A Tabela 15 apresenta o resultado da comparação entre os períodos de 2005 a 2009 versus 2010 e 2011.

TABELA 15 – Comparação dos índices entre 2005 e 2009 versus 2010 a 2011

(continua)

Índice	Período	Média	Mediana	Desvio Padrão	P-valor
Concentração de Controle	Antes 2010	46,280	48,200	25,978	0,242
	De 2010 em diante	41,116	36,300	23,904	
Concentração de Ações Preferenciais	Antes 2010	37,603	35,100	27,097	0,094
	De 2010 em diante	26,133	17,910	25,714	
Concentração de Propriedade Total	Antes 2010	42,057	41,600	26,161	0,172
	De 2010 em diante	35,799	31,400	20,348	
Excesso de Votos Acionista Controlador	Antes 2010	0,187	0,000	0,449	0,124
	De 2010 em diante	0,118	0,000	0,366	
% Ações Ord. 2º e 3º Maiores Acionistas	Antes 2010	21,702	21,970	12,830	0,131
	De 2010 em diante	19,167	18,240	9,665	
Lucro Operacional em Relação ao Ativo Total	Antes 2010	0,015	0,018	0,067	0,523
	De 2010 em diante	0,014	0,018	0,077	

TABELA 15 – Comparação dos índices entre 2005 e 2009 versus 2010 a 2011

(conclusão)

Índice	Período	Média	Mediana	Desvio Padrão	P-valor
EBITDA	Antes 2010	0,034	0,032	0,041	< 0,001
	De 2010 em diante	0,029	0,026	0,039	
Estrutura de Capital	Antes 2010	0,284	0,451	2,783	0,002
	De 2010 em diante	0,087	0,426	4,002	
Grau de Endividamento	Antes 2010	72,423	49,050	214,556	< 0,001
	De 2010 em diante	78,529	56,800	216,384	
Variabilidade da Receita	Antes 2010	1,083	1,033	0,501	0,541
	De 2010 em diante	1,104	1,040	0,569	
Beta	Antes 2010	0,737	0,741	0,443	0,213
	De 2010 em diante	0,766	0,766	0,461	
Q de Tobin	Antes 2010	1,759	1,090	6,428	0,017
	De 2010 em diante	1,972	1,018	8,358	
Valor da Empresa em Relação ao Ativo Total	Antes 2010	1,530	1,004	3,855	0,045
	De 2010 em diante	1,613	0,927	4,906	
Tamanho da Empresa**	Antes 2010	14,681	14,594	1,656	0,053
	De 2010 em diante	14,765	14,778	1,658	
Liquidez	Antes 2010	0,959	0,037	8,900	0,063
	De 2010 em diante	0,787	0,038	7,499	

**LN (Tamanho Empresa)

Fonte: Elaborada pela autora

A partir da análise da TAB. 15, é possível concluir que houve alteração significativa nos índices do EBITDA, estrutura de capital, grau de endividamento, Q de Tobin e valor da empresa em relação ao ativo total. O EBITDA e a estrutura de capital apresentaram queda significativa de 2010 em diante se comparados aos períodos anteriores de 2005 a 2009. Já o grau de endividamento, Q de Tobin, e o valor da empresa em relação ao ativo total apresentaram crescimento significativo.

4.5 Discussão dos resultados

A partir dos resultados obtidos, foi possível avaliar as hipóteses do estudo e tirar conclusões sobre as mesmas. A TAB. 16 apresenta o resumo das hipóteses e as decisões tomadas em relação às mesmas a partir do modelo estimado.

TABELA 16 – Resumo dos resultados obtidos a partir das hipóteses levantadas
(continua)

Hipótese	Relação avaliada	Decisão	Associações	P-valor (Significância)
H1a	A estrutura de propriedade influencia na criação de valor das empresas.	Não Rejeita	< C.PREF > Q > C.TOT > Q > C.TOT > VEAT > EXC > VEAT	0,037 0,002 0,002 0,023
H1b	A estrutura de propriedade influencia no desempenho das empresas.	Rejeita	-	-
H2b	O desempenho das empresas influencia na criação de valor.	Não Rejeita	< LOAT > Q < EBITDA > Q > EBITDA > VEAT	< 0,012 < 0,001 < 0,001
H3b	No caso em que a estrutura de propriedade influencia no desempenho das empresas, existe influência indireta com a criação de valor.	Rejeita	-	-
H1c	A estrutura de propriedade influencia o risco.	Não Rejeita	> C.PREF > ESTCAP	0,002
H2c	No caso em que a estrutura de propriedade influencia o risco, nas estruturas mais dispersas o risco é menor.	Não Rejeita	> C.PREF > ESTCAP	0,002
H3c	O risco influencia na criação de valor das empresas	Não Rejeita	< ESTCAP > Q > GA > VEAT	< 0,001 0,02
H4c	No caso em que a estrutura de propriedade influencia o risco, existe uma influência indireta com a criação de valor.	Não Rejeita	> C.PREF > ESTCAP < ESTCAP > Q > GA > VEAT	0,002 < 0,001 0,02

Fonte: Elaborada pela autora

A estrutura de propriedade influencia a criação de valor no sentido de que, quanto menor a concentração de ações preferenciais e maior a concentração de propriedade total, maior será o Q de Tobin; quanto maior a concentração de propriedade total e o excesso de votos do acionista controlador, maior será o valor da empresa em relação ao ativo total.

O desempenho das empresas também influencia na criação de valor de forma que, quanto menor o lucro operacional em relação ao ativo e quanto menor o EBITDA, maior será o Q de Tobin. Já o EBITDA influencia inversamente no valor da empresa em relação ao ativo total sendo que, quanto maior o EBITDA, maior será o valor da empresa em relação ao ativo total.

A estrutura de propriedade influencia o risco no sentido de que, quanto maior a concentração de ações preferenciais, maior será o índice de estrutura de capital das empresas, ou seja, nas estruturas mais dispersas o risco é menor.

O risco influencia na criação de valor para as empresas no sentido de que, quanto menor o índice de estrutura de capital, maior será o Q de Tobin e, quanto maior o grau de endividamento, maior será o valor da empresa em relação ao ativo total.

Além das hipóteses apresentadas, o estudo também se propôs a analisar os reflexos da crise de 2008 na estrutura das empresas. Para isso, optou-se por analisar o período de 2005 a 2011, captando três anos antes e três anos depois da referida crise, além do período de sua ocorrência.

A crise econômica mundial vivenciada em 2008 é um tipo de risco sistêmico ou conjuntural, que é aquele risco imposto pelos sistemas econômico, político e social (SECURATO, 1996). O risco sistêmico se propaga a partir de uma instituição podendo atingir o sistema financeiro e as empresas no mundo inteiro. A crise sistêmica afeta o desempenho e os resultados das empresas. Todos os indicadores econômicos são impactados, devido ao risco de mercado a que as empresas ficam expostas, decorrente das alterações nos preços dos instrumentos detidos pelas instituições financeiras, tais como: os preços das ações, as taxas de juros e de câmbio, os índices de preços e outros.

Observa-se, nos resultados, que os indicadores de risco, grau de endividamento e estrutura de capital são os que mais evidenciam possíveis efeitos da crise. Já os indicadores de valor e desempenho também foram afetados, mas as empresas parecem ter reagido rapidamente à crise, recuperando os resultados em curto prazo.

Analisando os efeitos da crise na estrutura de propriedade das empresas, pressupõe-se que esta também tenha sido afetada pela crise. Uma das estratégias adotadas para diluir o risco em investimentos é a diversificação, ou seja, investir em diferentes ativos ou em ativos de diferentes setores (BRITO; BRITO, 2002). Nesse sentido, embora sendo uma crise sistêmica, um dos reflexos da crise pode ter sido a busca pela diluição dos riscos, levando os acionistas a segregarem seus investimentos em diferentes empresas. Portanto, além da influência de fatores regulamentadores do mercado, a desconcentração de propriedade pode ter sido acentuada pela crise, sobretudo, no período de sua ocorrência, conforme se observa nos trimestres do ano de 2008.

5 CONCLUSÕES

O objetivo deste estudo foi avaliar se a estrutura de propriedade influencia na criação de valor e no risco das empresas de capital aberto não financeiras listadas na Bovespa. O estudo teve caráter descritivo, método lógico dedutivo e abordagem quantitativa. A população foi representada pelas empresas de capital aberto com ações negociadas na Bovespa e a amostra foi formada pelas empresas não financeiras que apresentaram liquidez anual superior a 0,001%, nos anos de 2005 a 2011. Foram utilizados dados secundários estatísticos, coletados do sistema de informações Econômica, do tipo série temporal e de corte (*cross-section*).

Como variáveis independentes, considerou-se estrutura de propriedade, risco e desempenho. A estrutura de propriedade foi caracterizada por: concentração de controle, concentração de ações preferenciais, concentração de propriedade total, excesso de votos do acionista controlador e percentual de ações ordinárias do segundo e terceiro maiores acionistas. As medidas de risco foram avaliadas segundo a estrutura de capital, o grau de endividamento, a variabilidade da receita e o beta alavancado. As características do desempenho foram o lucro operacional em relação ao ativo total e a margem EBITDA. A criação de valor foi a variável dependente, descrita segundo o Q de Tobin, e o valor da empresa em relação ao ativo total. As características de controle foram o tamanho da empresa e a liquidez em bolsa.

Para responder ao objetivo de avaliar se a estrutura de propriedade influencia na criação de valor e no risco das empresas, foram utilizadas técnicas de regressão linear múltipla.

Os resultados de todos os indicadores de estrutura de propriedade apresentaram tendência de decréscimo dentro do período analisado, característica diferente daquelas evidenciadas por estudos anteriores (SILVEIRA, 2002; OKIMURA, 2003; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; DALMACIO; CORRAR, 2007; DAMI *et al.*, 2008) que analisaram o período de 1998 até 2005 e encontraram estruturas de propriedade bem mais concentradas. Menezes (2009) já havia identificado uma

redução a partir de 2003. Tais resultados demonstram que o perfil atual da estrutura de propriedade no Brasil está ficando mais disperso, assemelhando-se ao modelo americano. Além de fatos, como as práticas de governança corporativa fortalecidas na década de 2000 e as mudanças introduzidas pela Lei das Sociedades Anônimas a partir de 2001, há indícios de que os efeitos da crise econômica de 2008 também tenham influenciado essa queda da concentração de propriedade.

A variável de desempenho Lucro operacional em relação ao ativo total apresentou grande instabilidade e tendência de queda, e a variável EBITDA demonstrou apenas tendência de queda. A maior queda nos dois indicadores foi observada do 4T 2008 até o 1T de 2009, o que provavelmente tenha sido reflexo da crise econômica desse período no desempenho das empresas.

Entre as variáveis de risco adotadas no estudo, a estrutura de capital apresentou grande instabilidade e teve queda brusca do 4T de 2008 ao 3T de 2010. O grau de endividamento apresentou tendência de crescimento no período, com maior aumento a partir do 4T de 2008. Apesar do elevado grau de endividamento, a variabilidade de receita apresentou certa estabilidade e manteve crescimento nos períodos. O resultado do beta indicou ações com comportamento defensivo com riscos inferiores à média de risco do mercado.

A variável de criação de valor Q de Tobin apresentou grande instabilidade e tendência de crescimento, e o valor das empresas em relação ao ativo total teve resultados semelhantes, com leve tendência de crescimento. Em 2008, esses índices apresentaram queda, principalmente a partir do 3T. Tais resultados são indícios de provável reflexo da crise, mas, ainda assim, indicam que as empresas têm criado valor, também superiores aos resultados de Menezes (2009) e Caixe (2012). O tamanho e a liquidez apresentaram grande variabilidade e tendência de crescimento sendo que a liquidez teve queda nos trimestres de 2008. Os resultados foram superiores aos de estudos anteriores.

A partir de 2010, houve alteração nas normas contábeis no Brasil, com modificações em alguns critérios de contabilização e composição dos elementos do Balanço Patrimonial, período contemplado pela amostra analisada. Alguns indicadores

trabalhados, como Lucro operacional em relação ao ativo total, EBITDA, Q de Tobin, valor da empresa, estrutura de capital e grau de endividamento, refletem também os efeitos dessa convergência. Este estudo não aprofundou o tratamento dado a essa questão, mas fez-se uma comparação entre os períodos contábeis por meio da qual foi possível observar alterações significativas a partir de 2010 em diante em relação aos anos anteriores. O EBITDA e a estrutura de capital apresentaram queda significativa, já o grau de endividamento, o Q de Tobin e o valor da empresa em relação ao ativo total cresceram significativamente.

A partir dos resultados obtidos neste estudo, foi possível avaliar as hipóteses levantadas e tirar conclusões sobre as mesmas. Foi aceita a hipótese H1a de que a estrutura de propriedade influencia a criação de valor para as empresas. Quanto menor a concentração de ações preferenciais, e quanto maior a concentração de propriedade total, maior o Q de Tobin. E quanto maior a concentração de propriedade total e o excesso de votos do acionista controlador, maior o valor da empresa em relação ao ativo total. O resultado das relações entre estrutura de propriedade e criação de valor foi semelhante aos resultados de Menezes (2009) para a concentração de ações preferenciais, e contrário para o excesso de voto, que foi negativo, mesma relação encontrada por Okimura, Silveira e Rocha (2007).

As variáveis de estrutura de propriedade não apresentaram influência significativa com as variáveis de desempenho. Da mesma forma, as associações com as variáveis de controle não foram significativas. Sendo assim, foi rejeitada a hipótese H1b de que a estrutura de propriedade influencia no desempenho das empresas. Em estudos anteriores, Okimura, Silveira e Rocha (2007) e Menezes (2009) identificaram relações positivas entre essas variáveis.

As variáveis de desempenho, tanto o lucro operacional em relação ao ativo total quanto o EBITDA apresentaram associação significativa com o Q de Tobin. A partir desses resultados, foi possível concluir que o desempenho das empresas influencia na criação de valor, aceitando-se a hipótese H2b. Porém, a estrutura de propriedade não influencia no desempenho e, dessa forma, indiretamente, não influencia na criação de valor. Sendo assim, foi rejeitada a hipótese H3b.

A concentração de ações preferenciais apresentou influência significativa na estrutura de capital das empresas. Portanto, foi aceita a hipótese H1c de que a estrutura de propriedade influencia o risco, e a hipótese H2c de que, nas estruturas mais dispersas, o risco é menor. Não foram encontradas relações significativas entre a estrutura de propriedade e as outras medidas de risco consideradas no estudo.

A hipótese H3c de que o risco influencia na criação de valor das empresas foi aceita. As associações foram significativas entre a estrutura de capital com o Q de Tobin e entre o grau de endividamento com o valor da empresa em relação ao ativo total. Aceitou-se também a hipótese H4c de que, no caso em que a estrutura de propriedade influencia o risco, existe influência indireta com a criação de valor.

5.1 Limitações do estudo

As modificações nas normas contábeis que alteraram a composição dos elementos das demonstrações contábeis e alguns critérios de contabilização não permitiram uma análise conjunta que captasse efeitos da crise econômica de 2008 e efeitos das convergências das normas contábeis. Além disso, faltaram dados em alguns períodos que afetaram a amostra, esses dados não foram imputados, pois, devido à grande variação apresentada, a média não faz efeito.

5.2 Sugestão para novos estudos

Indica-se, como sugestão para outros estudos, comparar a evolução da concentração de propriedade no Brasil com outros mercados ou em empresas de diferentes setores, incluindo variáveis de governança corporativa, e ainda, analisar os reflexos dos novos critérios de contabilização nos indicadores de criação de valor, desempenho e risco após a convergência das normas contábeis no Brasil.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Flávia G. *et al.* A governança corporativa no setor de telecomunicações brasileiro. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS IBEMEC, 2º., 2002, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: IBEMEC, 2002.

ANTUNES, Marco A.; PROCIANOY, Jairo L.. Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 38, n. 1, p. 5-14, jan./mar. 2003.

ARAÚJO, Elisson A. T.. **Decisões de investimento de companhias brasileiras de capital aberto**: análise do seu impacto sobre o desempenho econômico-financeiro e criação de valor. 2011. 129 f. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade Novos Horizontes, Programa de Pós-graduação em Administração, Belo Horizonte. 2011.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 726 p.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano G.; ARAÚJO, Adriana M. P.. Uma proposta metodológica para o custo de capital no Brasil. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 43, n.1, p. 72-83, jan./fev./mar. 2008.

ÁZARA, Leiziane N.; PESSANHA, Gabriel R. G.; ÁZARA, Liliane N.. Os efeitos da crise de 2008 sobre a volatilidade dos retornos das ações bancárias no Brasil. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 13., 2010, São Paulo. **Anais...** São Paulo: SEMEAD, 2010.

BALASSIANO, Marcel G.. **Estrutura de propriedade e teoria da agência: um estudo de empresas brasileiras e seus diferentes tipos de controladores**. 2012, 79 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Centro de Formação Acadêmica e Pesquisa, Rio de Janeiro. 2012.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C.. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.

BRASIL. **Lei federal nº 10.303** de 31 de outubro de 2001, que altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm> Acesso em: 27 jan. 2013.

BRASIL. **Lei federal nº 11.638** de 28 de dezembro de 2007, que altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Brasília, 2007. Disponível

em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm>
Acesso em: 05 mar. 2013.

BRASIL. **Lei federal nº 11.941** de 27 de maio de 2009, que altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição; e outros. Brasília, 2009. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/l11941.htm> Acesso em: 05 mar. 2013.

BRITO, Andréa A.; BRITO, Ney R. O.. Diversificação de risco e choques exógenos sobre o mercado de capitais brasileiro. **Revista de Administração**, São Paulo, v.37, n.1, p.19-28, jan/mar. 2002.

CAIXE, Daniel F.. **Relação dinâmica entre a estrutura de propriedade e controle e o valor de mercado corporativo no Brasil**: análise da primeira década do século XXI. 2012. 138 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo. 2012.

CARVALHAL-DA-SILVA, André L.. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras**. 2002. 128 f. Tese (Doutorado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. 2002.

CARVALHAL-DA-SILVA, André L.. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo, v.39, n.4, p.348-361, out/nov/dez. 2004.

CARVALHAL-DA-SILVA, André L.. **Governança corporativa e decisões financeiras no Brasil**. 2. ed. Rio de Janeiro: Mauad X, 2005. 163 p.

CARVALHO, Antônio G.. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.

CARVALHO, Antônio G.. **Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa**. Trabalho preparado para Bovespa, 2003. Disponível em: <<http://www.novomercadoBOVESPA.com.br>>.

CARVALHO, Fernanda A. *et al.* Impactos de alterações nas práticas contábeis nos indicadores financeiros das empresas brasileiras. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 11., 2011, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2011.

CASTRO SILVA, Wendel A. *et al.* Portfólios de mínima variância e CAPM: constituição de índices acionários de empresas do setor de energia elétrica. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 14., 2011, São Paulo. **Anais...** São Paulo: SEMEAD, 2011.

CHAN, Su H.; GAU, George W.; WANG, Ko. Stock market reaction to capital investment decisions: evidence from business relocations. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Seattle, v.30, n.1, p.81-100, Mar. 1995.

CLAESSENS, Stijn *et al.* Disentangling the incentive and entrenchment of large shareholdings. **The Journal of Finance**, v.57, n.6, p.2741-2771, dec. 2002.

COASE, Ronald. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, p. 386-405. 1937

COLLIS, Jill; HUSSEY, Roger. **Pesquisa em administração**: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação. 2. ed. trad. Porto Alegre: Bookman, 2005. 349 p.

COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pamela S.. **Métodos de pesquisa em administração**. 10. ed. trad. Porto Alegre: Bookman, 2011. 762 p.

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

Cronqvist, Henrik; Nilsson, Mattias. Agency costs of controlling minority shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, n.38, v.4, p.695-719, Dec. 2003.

CUNHA, Paulo R. *et al.* Reflexo da lei 11.638/07 nos indicadores contábeis das empresas têxteis listadas na Bovespa. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 13., 2010, Blumenau. **Anais...** Blumenau: SEMEAD, 2010.

DALMÁCIO, Flávia Z.; CORRAR, Luiz J.. A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: uma abordagem exploratória à luz da teoria de agência. **Revista de Contabilidade e Organizações**, São Paulo, v.1, n. 1, p. 10-23, set./dez. 2007.

DAMI, Anamélia B. T. *et al.* **Governança corporativa e estrutura de propriedade no Brasil**: causas e consequências. 2008. Disponível em: <<http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos/ebf3.pdf>>. Acesso em: 22 abr. 2012.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas**: teoria e prática. Porto Alegre: Bookman, 2004. 796 p.

DEMSETZ, Harold; LEHN, Kenneth. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, dec. 1985.

DURAND, David. **Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement**. In: CONFERENCE ON RESEARCH ON BUSINESS FINANCE, 1952. New York: National Bureau of Economic Research, p. 215-262. 1952.

ESTRADA, Javier. THE cost of equity in emerging markets: a downside risk approach. **Emerging Markets Quarterly**, v.4 , p.19-30, Aug. 2000.

FAMA, Eugene; JENSEN, Michael C.. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 301-327, jun. 1983.

FAMÁ, Rubens; MARCONDES, Darcio A.. Premiação de executivos: o uso de opções de ações indexadas e ajustadas ao beta. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 38, n. 4, out/dez. 2003.

FAMA, Eugene; FRENCH, Kenneth R.. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. **The Review of Financial Studies**, v. 15, n.1, p.1-33. 2002

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas A. B. C.. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 7, n. 4, p. 27-43, out/dez. 2000.

FILIPIN, Roselaine *et al.* Análise do nível de conservadorismo condicional das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA após a adoção dos IFRS. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, Curitiba, v. 4, n.2, p. 24-36, maio/ago. 2012.

GUJARATI, Damodar N.. **Econometria básica**. 3. ed. trad. São Paulo: Makron Books, 2000. 846 p.

HARVEY, Campbell. Predictable Risk and Returns in Emerging Markets. **Review of Financial Studies**, Fall, 773-816. 1995

HAIR, Joseph F.; *et al.* **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009. 688p.

HELFERT, Erich A.. **Técnicas de análise financeira**: um guia prático para medir o desempenho dos negócios. 9. ed. Porto Alegre: Bookman, 2000. 411p.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Código das Melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009. 73p.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Home.aspx>>. Acesso em: 29 set. 2012.

IQUIAPAZA, Robert Aldo; GRUBERGER, David John; SANTOS, Isabela Travaglia. A endogeneidade da estrutura de propriedade, governança corporativa e criação de valor na Bovespa no período 2002-2005. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 31., 2007, Rio de Janeiro, **Anais...** Rio de Janeiro: ENANPAD, 2007.

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

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H.. The nature of man. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 7, n. 2. 1994.

JENSEN, Michael C.. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. 1. ed. Harvard University Press, 2001. 320p.

LA PORTA, Rafael *et al.* Law and finance. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, dec. 1998.

LA PORTA, Rafael *et al.* Legal determinants of external finance. **Journal of Finance**, Malden, v. 52, n.3. p.1131-1150, July 1997.

LAMEIRA, Valdir J. *et al.* Como estrutura de propriedade, transparência, administração e relacionamento com investidores se relacionam com risco e desempenho das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Eletrônica**, São Paulo, v.1, n. 2, jul./dez. 2008.

LEAL, Ricardo P. C. *et al.* Estrutura de controle e valor de mercado das empresas brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 24., 2000, Florianópolis. **Anais...** Florianópolis: ENANPAD, 2000.

LEAL, Ricardo P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, André L.; VALADARES, Sílvia M.. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 1, p. 7-18, jan./abr. 2002.

LEITE, Hélio P.. **Introdução à administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1994. 470p.

LETHBRIDGE, Eric. Governança corporativa. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 8, p. 209-232, dez. 1997.

LUCCHESI, Eduardo P.; FAMÁ, Rubens. O impacto das decisões de investimento das empresas no valor de mercado das ações negociadas na Bovespa no período de 1996 a 2003. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 42, n. 2, p. 249-260, abr./jun. 2007.

MARCON, Rosilene; SOUZA, Everson M.. Comparação do desempenho econômico e de mercado das empresas: o caso das companhias classificadas nos níveis de governança corporativa da Bovespa. **Revista de Negócios**, Blumenau, v. 12, n. 1, p. 88-103, jan./mar. 2007.

MARIA JÚNIOR, Elizeu *et al.* A interferência do padrão IFRS nos índices econômico-financeiros das empresas listadas na BM&FBOVESPA. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 12., 2012, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2012.

MELEGA, Rayani. **Desempenho da firma e práticas de governança corporativa: um modelo de equações simultâneas**. 2011. 98 f. Tese (Doutorado) – Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo, São Carlos. 2011.

MELO, Alfredo A. O.. **O estudo da relação risco/retorno em empresas brasileiras**: análise no período 1998/1995. 1997. 188 f. Tese (Professor titular) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 1997.

MENEZES, Rubia M.. **A estrutura de propriedade e a governança corporativa têm relação com o valor e desempenho das empresas no novo cenário de mercado de capitais brasileiro?** 2009. 105 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória. 2009.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H.. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, n. 3, p. 261-297, june. 1958.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H.. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction. **The American Economic Review**, v. 53, n.3, p. 433-443, june. 1963.

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

MYERS, Stewart C.. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, jul. 1984.

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, N.. Corporate financing and investment decisions when firms have informations that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, p. 187-221. 1984.

NAKAMURA, Wilson T. *et al.* Determinantes de Estrutura de Capital no Mercado Brasileiro: Análise de Regressão com Painel de Dados no Período 1999-2003. **Revista Contabilidade e Finanças da USP**, São Paulo, n. 44, p. 72-85, mai/ago. 2007.

OKIMURA, Rodrigo T.. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo. 2003.

OKIMURA, Rodrigo T.; SILVEIRA, Alexandre D. M.; ROCHA, K. C.. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**, v. 1, n. 1, jan./abr. 2007. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/rac-e>>. Acesso em: 12 mai. 2012.

OLIVEIRA, Oderlene V. *et al.* Barreiras à adoção de melhores práticas de governança corporativa. In: ENCONTRO DE ESTUDOS EM ESTRATÉGIA, 5º., 2011, Porto Alegre. **Anais...** Porto Alegre: ANPAD, 2011.

PROCIANOY, Jairo L.; SCHNORRENBURGER, Adalberto. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Economia (RBE)**, Rio de Janeiro, v. 58, n. 1, p. 21-146, jan./mar. 2004.

ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Kárem S.. Mecanismos de governança corporativa no Brasil: evidências do controle pelo mercado de capitais. **Revista Contextus**, Fortaleza, v. 4, n. 2, jul/dez. 2006.

RUBIN, Donald B.. **Multiple imputation for nonresponse in surveys**. New York: Wiley, 1987.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre D. M.. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 79-86, abr./jun. 2008.

SALOTTI, Bruno M.; YAMAMOTO, Marina M.. Um estudo empírico sobre o EBITDA como representação do fluxo de caixa operacional – estudo em empresas brasileiras. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5º, 2005, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2005.

SANTOS, Edilene S.; CALIXTO, Laura. Impactos do início da harmonização contábil internacional (lei 11.638/07) nos resultados de 2008 das empresas brasileiras abertas. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CUSTOS, 16., 2009, Ceará. **Anais...** Ceará, 2009.

SANVICENTE, Antônio Z.. Problemas de estimação de custo de capital de empresas concessionárias no Brasil: uma aplicação à regulamentação de concessões rodoviárias. **Revista de Administração**, São Paulo, v.47, n.1, p.81-95, jan./fev./mar. 2012.

SECURATO, José R.. **Decisões financeiras em condições de risco**. São Paulo: Atlas, 1996. 244 p.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W.. Large shareholders and corporate control. **Journal of Political Economy**, v. 94, p. 461-488, 1986.

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

SILVEIRA, Alexandre D. M.. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 152 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo. 2002.

SILVEIRA, Alexandre D. M.. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho no Brasil**. 2004. 250 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo. 2004.

SILVEIRA, Alexandre D. M. *et al.* Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **Revista de Administração**, São Paulo, v.44, n.3, p.173-189, jul./ago./set. 2009.

SILVEIRA, Alexandre D. M.; BARROS, Lucas A. B. C.; FAMÁ, Rubens. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 51-66, abr./jun. 2008.

THOMSEN, Steen; PEDERSEN, Torben. Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies. **Strategic Management Journal**, v. 21, n.6, p. 689-705, jun. 2000.

TOMAZONI, Tarcísio; MENEZES, Emílio A.. Estimativa do custo de capital de empresas brasileiras de capital fechado (sem comparáveis de capital aberto). **Revista de Administração**, São Paulo, v.37, n.4, p.38-48, out/dez. 2002.

TRIOLA, Mario F.. **Introdução à estatística**. 10 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2008. 696p.

TRIVIÑOS, A. N. S.. **Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação**. São Paulo: Atlas, 1987.

VALADARES, Sílvia M.. **Três ensaios sobre mercado por controle no Brasil**. 1998. 87 f. Tese (Doutorado em Economia) – Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. 1998.

VALADARES, Sílvia. M.; LEAL, Ricardo P. C.. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Revista Abante**, v. 3, n. 1, p. 29-56. 2000.

YOUNG, S. David; O'BYRNE, Stephen F.. **EVA e gestão baseada em valor: guia prático para implementação**. Porto Alegre: Bookman, 2003. 422p.